

La régulation financière

02

Avant-propos
Michel SAPIN

La crise financière et ses enseignements pour la régulation

03

Crises bancaires et intervention du superviseur
Patrick MONTAGNER

07

Stabiliser le système financier international en le régulant : quelle place pour les indicateurs quantitatifs ?
Nicole EI KAROUI

11

Les insuffisances de la régulation financière : le cas des agences de notation
Pierre CAILLETEAU

14

La FED et la BCE à la croisée des chemins
Pierre JAILLET

19

L'impact de la réglementation bancaire sur le modèle de financement de l'économie
Clémentine GALLÈS et Olivier GARNIER

23

La mère de toutes les réglementations : le *Glass-Steagall Act*
Christian STOFFAËS

La régulation à l'épreuve de la finance globale

30

La régulation financière entre globalisation et fragmentation
François VALÉRIAN

36

Pour une régulation écosystémique de la finance ?
Dominique DRON

43

La coopération internationale entre régulateurs de marchés financiers
Benoît de JUVIGNY et Françoise BUISSON

48

La compensation des produits dérivés : évolutions structurelles et réglementaires
Margherita REDAELLI

52

Doit-on s'inquiéter des perspectives du secteur bancaire chinois ?
Jean BEUNARDEAU

54

Quelle régulation mondiale pour les assurances ?
Catherine LEZON

Les instruments économiques et financiers joueront un rôle clé

58

Les services de paiement confrontés au défi du changement
Rémi STEINER

63

Solvabilité II : à vos marques, prêts, partez !
Sandrine LEMERY

66

La médiation du crédit aux entreprises, un exemple d'une nouvelle forme d'intervention publique
Jeanne-Marie PROST

70

La protection de la clientèle : un nouvel enjeu pour l'ACPR et le contrôle du secteur financier
Olivier FLICHE

74

La régulation du *trading* haute fréquence : approche française et difficultés
Alexandra GIVRY

78

Biographies des auteurs

82

Traductions des résumés

Quelles priorités pour la régulation financière aux niveaux français, européen et mondial ?

Par Michel SAPIN

Ministre des Finances et des Comptes publics

Beaucoup a été fait en matière de régulation financière ces dernières années. La crise majeure qui a suivi l'effondrement de la banque Lehman Brothers en septembre 2008 a stoppé net le mouvement de dérégulation de la finance qui avait été entamé dans les années 1980, et a ouvert un chapitre de « re-régulation » du secteur financier, sur des bases naturellement très différentes de celles qui prévalaient dans le passé.

Au niveau international, et sous la houlette du G20, le nouveau « Conseil de stabilité financière », établi en 2009, et le Comité de Bâle sur la supervision bancaire ont produit de nouvelles normes pour encadrer le secteur bancaire, les institutions systémiques (bancaires ou non bancaires), les marchés de produits dérivés. Au niveau européen, le cadre même d'exercice des activités financières a été complètement remanié, avec l'entrée en vigueur, le 4 novembre 2014, de « l'union bancaire » et le transfert de l'ensemble de la supervision des banques de la zone euro à un superviseur européen unique, mais aussi avec la refonte en profondeur des normes prudentielles applicables aux activités bancaires (Bâle 3) et assurantielles (Solvabilité 2). Au niveau français, enfin, la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 organise la filialisation des activités spéculatives afin de mieux protéger les dépôts des épargnants ainsi que les activités de prêts à l'économie, et prolonge la supervision micro-prudentielle par le renforcement de la supervision macro-prudentielle, désormais dotée d'instruments et de moyens spécifiques.

Faut-il en déduire que le travail de « re-régulation » du secteur financier est achevé ? Certainement pas !

Au niveau du système financier mondial, il serait illusoire de croire que les risques financiers ont disparu. Pour une partie d'entre eux, les risques se sont déplacés plus qu'ils n'ont été jugulés. Au demeurant, la situation de liquidités abondantes, créée par les banques centrales très sollicitées dans la phase de sortie de crise financière, est porteuse de risques. Notre vigilance doit rester entière et dans mes contacts avec mes collègues étrangers comme à chaque réunion internationale à laquelle je participe, je rappelle cette nécessité.

La situation du secteur bancaire s'est renforcée, grâce au travail qui a été mené sur les règles de solvabilité, de liquidité, ou encore de « renflouement interne » (*bail-in*). Mais les nouvelles règles, plus exigeantes, ont aussi pu inciter une partie des activités du secteur régulé à basculer dans le secteur non régulé. L'essor du « système bancaire parallèle » (*shadow banking*) pose ainsi la question essentielle de sa régulation, qui doit permettre de maîtriser le risque et compléter ce qui a été fait sur la régulation bancaire. C'est l'un des enjeux clefs des travaux en cours, et qu'il faut accélérer, y compris pour résorber les écarts de régulation entre les grandes régions du monde, et donc les possibilités d'arbitrage réglementaire. L'Europe, par exemple, encadre les agences de notation et les fonds d'investissement ; tel n'est pas le cas partout ailleurs, ce qui crée des trous dans la régulation financière mondiale.

Au niveau européen, l'équilibre entre la nécessaire prise de risque associée à l'expansion économique et la préservation de la stabilité financière est mieux assuré. L'agenda de travail des prochains mois est ainsi davantage axé sur la nécessité d'assurer un système financier qui permette d'accompagner la croissance, avec notamment « l'union des marchés de capitaux » portée par la nouvelle Commission, et surtout l'objectif de réduire la fragmentation financière qui s'est creusée en Europe depuis la crise.

Nos priorités sont simples - nous devons aller, partout, vers un système financier plus robuste, au service de la croissance.

Crises bancaires et intervention du superviseur

Par Patrick MONTAGNER

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

De nombreux papiers ont déjà tenté d'expliquer les causes et les racines de la crise qui a secoué le monde financier à partir de l'été 2007 (à ce sujet, j'invite le lecteur à consulter notamment les synthèses effectuées par la Banque de France et le superviseur bancaire français ⁽¹⁾). Le propos ci-après vise à tenter de comprendre quelles ont été les réactions et les analyses d'un superviseur « au quotidien », si l'on peut dire.

Commencée début 2007, la crise globale qui a affecté les banques américaines et européennes a entraîné une modification des actions des superviseurs bancaires et la remise en cause d'une opinion qui, née au début de la décennie, préconisait d'alléger la surveillance du secteur financier et d'encourager sans limites l'innovation financière. L'action des superviseurs pendant la crise et même pendant son prologue a largement inspiré les nouvelles orientations prises depuis 2010 par le Comité de Bâle des superviseurs bancaires et par le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board - FSB). À cet égard, les travaux du FSB (notamment ceux du groupe de travail *Supervisory Intensity and Effectiveness*) ont tiré les enseignements de ce qui avait fait défaut dans les méthodes avant 2007, de ce qui avait aussi fonctionné et de ce qui avait été mis en place dans l'urgence et la nécessité.

Le mouvement antirégulation avant 2007

Courant 2006, un journal financier pouvait titrer « Le secteur bancaire ne s'est jamais aussi bien porté », reprenant les conclusions d'une étude d'une agence de notation qui entrevoyait pour le secteur bancaire international un futur encore plus radieux. Plus globalement, le secteur financier promouvait (avec un succès certain dans de nombreuses juridictions) un relâchement des contrôles exercés par les superviseurs et la disparition de certaines réglementations jugées obsolètes en période de prospérité (des réglementations souvent héritées de crises bancaires antérieures, la dernière en date remontant à la fin des années 1980 et au début des années 1990 avec la fin d'une période de spéculation immobilière aux États-Unis et en Europe). Les régulateurs ⁽²⁾ ont souvent été tentés d'accéder à cette demande, notamment dans les pays abritant de grandes places financières internationales, principalement les États-Unis et le Royaume-Uni. Plusieurs auteurs ont déjà dé-

crit la concurrence régnant entre les places de la City (Londres) et de New York pour attirer les capitaux du monde entier et les sièges sociaux des institutions financières. Des places secondaires plus petites (comme Dublin) suivaient cet exemple avec un succès certain si l'on considère le nombre d'emplois créés dans le secteur financier, des emplois bien rémunérés et eux-mêmes créateurs d'emplois dans les villes considérées.

Ce mouvement souvent théorisé sous le terme de *soft regulation* était assez puissant pour convaincre des superviseurs, l'exemple le plus fameux étant celui de la *Financial Services Authority* (FSA) britannique qui a reconnu, quelques années plus tard avant de disparaître pour laisser place à une nouvelle autorité aux méthodes refondues, que ce dogme était erroné.

L'Europe continentale a été plus longue à convaincre, même si, ici et là, certains pays ont adopté la même attitude (les Pays-Bas, par exemple). En France, les grands établissements se plaignaient de la rupture d'égalité de traitement avec leurs confrères d'autres pays et plaidaient parfois pour la disparition des ratios visant à encadrer la transformation et la liquidité, des ratios dont la définition réglementaire avait certes vieilli, mais dont les événements ultérieurs ont montré qu'ils avaient, dans leur principe, une pertinence aiguë. C'est cet état d'esprit particulier qui régnait à l'époque que les historiens qui se pencheront sur le déroulé de la crise devront garder en tête en procédant à leurs analyses.

(1) Voir notamment la revue Documents et débats publiée par la Banque de France en 2009 et 2010 :

<https://www.banque-france.fr/publications/documents-economiques/documents-et-debats.html>

(2) Ce papier fait une distinction entre le régulateur chargé d'édicter les règles, souvent les États (ou, en Europe, la Commission européenne), et le superviseur chargé de les faire appliquer et de surveiller le secteur financier.

La première réaction des superviseurs, en 2007

La première alerte sérieuse qui a éveillé l'attention a été l'annonce, en février 2007, par HSBC de pertes massives dans sa filiale américaine de crédit aux particuliers, que le groupe avait achetée peu de temps auparavant. Puis, rapidement, d'autres prêteurs spécialisés américains, aujourd'hui disparus à la suite d'une faillite ou d'un rachat, ont reconnu enregistrer des pertes sur une catégorie spécifique de prêts hypothécaires, ceux accordés aux clientèles dites *subprimes* ⁽³⁾. Ce phénomène n'a d'abord suscité qu'un intérêt mineur, la pratique ne semblant pas avoir traversé l'océan. Mais, rapidement, une nouvelle vague d'analyses a relevé la dispersion de ces crédits dans de très nombreux portefeuilles *via* les instruments de titrisation (*Residential Mortgage Backed Securities* - RMBS et *Collateral Debt Obligation* - CDO) élaborés par les grandes banques d'investissement américaines, mais aussi européennes.

La première partie de la réaction des superviseurs consista à identifier et à recenser les risques de ce type portés par les banques. Ce travail, qui peut sembler simple à réaliser, a en fait été relativement long et compliqué, les systèmes d'identification des risques des banques n'étant pas adaptés à des recherches par type juridique d'instruments, d'une part, et la multiplicité des canaux de diffusion de ces crédits compromis rendant difficile l'identification de tous les instruments financiers pouvant leur être liés, d'autre part. En effet, RMBS et CDO pouvaient contenir différents types de prêts, dont certains étaient sains (et le sont restés, pour l'essentiel), mais, surtout, la contagion pouvait aussi venir *via* des véhicules *ad hoc* dont les banques assuraient la garantie en capital ou en liquidité ou encore *via* les OPCVM parfois vendues à la clientèle sur la base d'informations insuffisantes ou *via* des garanties prenant la forme de CDS (*contrat default swaps*) accordés à d'autres établissements.

La suite des événements a montré que ce premier recensement s'avérerait vite insuffisant, car les banques avaient aussi omis les portefeuilles qui étaient garantis par des tiers (notamment par les assureurs américains spécialisés ou généralistes) qui se révéleraient en grande partie défaillants à partir de la mi-2008, car les systèmes de risques mesuraient surtout le risque net après garantie et prenaient mal en compte le sous-jacent garanti. Ce fut là le premier enseignement de la crise : les systèmes d'information des grandes banques internationales étaient insuffisants et partiellement inadaptes.

La deuxième leçon fut tirée très vite lorsque l'étape suivante consistant à évaluer et à provisionner les pertes montra que les systèmes d'évaluation étaient eux aussi inadaptes pour une grande partie des instruments financiers créés depuis le début de la décennie et dont la complexité juridique rendait de toute façon impossible une appréciation rapide des risques encourus par les porteurs des titres. Les grandes banques internationales de tous pays ont cessé, en 2008 et 2009, de réviser à la hausse leurs expositions et l'évaluation de leurs pertes, même si depuis, la panique ayant cessé, il s'avère que certaines dépréciations ont été trop sévères, ce que nul ne pouvait prédire alors.

Une coopération renforcée entre les superviseurs

L'été 2007 connut aussi la première manifestation d'un dérèglement global et marqua, pour ce qui concerne les superviseurs, le début de la recherche d'un moyen permettant de mettre en pratique une coopération concrète, qui sera encore plus utile fin 2008. Jusque-là, la coopération s'était traduite par la création au début des années 2000 de « collèges de superviseurs » dans chacun des grands groupes internationaux, ces collèges se réunissant annuellement. Dépourvue de tout pouvoir, cette instance était un forum d'échange d'informations, même si le Comité de Bâle appelait à en faire une instance de concertation avant la prise des décisions nationales, ce que la seconde directive bancaire européenne avait tenté de faire en demandant à cette instance de prendre en commun la décision d'autoriser l'utilisation par les banques des modèles internes pour le calcul de leurs risques. Cette coopération demeurerait toutefois limitée, alors que la crise allait montrer l'existence d'un besoin d'échanger des informations extrêmement sensibles.

En effet, cet été 2007 fut marqué par un assèchement quasi général de la liquidité mettant en danger certains établissements, mais, surtout, traduisant la défiance des investisseurs traditionnellement liquides (assureurs, fonds de pension, OPCVM) vis-à-vis de la qualité des systèmes bancaires et leur répugnance à s'engager sur des durées longues (au-delà d'un mois, voire d'une semaine) dans leurs dépôts et leurs prêts aux banques. La coopération entre superviseurs devenait donc une nécessité pour évaluer la liquidité du système bancaire, mais cela présupposait que la méfiance traditionnelle qui entourait l'échange d'informations individuelles sur la situation des établissements eût été levée. Cela a été un chemin long et difficile, qui a suscité bien des crispations. Mais il est évident que beaucoup de chemin a été parcouru depuis 2007.

Les initiatives du *Senior Supervisors Group* (groupe de superviseurs de cinq pays, dont la France, qui a été élargi à dix pays par la suite) en matière de collecte et de partage croisé d'informations individuelles ont préfiguré les travaux du *Financial Stability Board* et ont été reprises par la Banque des Règlements Internationaux. Les premières coopérations ont montré que les relations interpersonnelles entre les principaux cadres des superviseurs, établies notamment dans le cadre des groupes de travail du Comité de Bâle, étaient souvent plus efficaces que les réponses juridiques que les réglementations nationales permettaient d'apporter.

La fin de l'année 2007 a été consacrée à la première tentative d'évaluation de la présence dans les bilans bancaires des produits qui étaient considérés comme toxiques, le niveau de provisionnement qui était nécessaire voyant s'affronter deux écoles, les tenants d'une évaluation « à la casse » et ceux d'une évaluation des pertes « *in fine* » ⁽⁴⁾.

(3) Une étude de la FED Saint-Louis de 2006 décrit bien un système initialement créé pour encourager la solvabilisation de clientèles fragiles et sa très forte progression, mais sans en voir les risques.

(4) Voir le rapport publié par le Senior Supervisors Group en avril 2008 : http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/banking/2008/SSG_Leading_Practice_Disclosures.pdf



Photo © SIPA USA/SIPA

« La faillite de Lehmann Brothers et le sauvetage en urgence d'AIG vont précipiter la crise, qui était rampante depuis 18 mois. ». Unes de quotidiens américains, le 16 septembre 2008, consacrées à la chute de Wall Street après l'annonce de la faillite de Lehmann Brothers et de la vente de Merrill Lynch à la Bank of America

La faillite et le sauvetage en urgence d'une banque moyenne britannique (Northern Rock) a fait resurgir les craintes de faillites bancaires et de ruée des déposants. La plupart des banques afficheront des provisions assez substantielles, qui perdureront en 2008 et 2009, pour l'essentiel du fait de la dégradation continue du marché immobilier américain, le taux de défaut des crédits hypothécaires ne cessant d'augmenter et les prix des biens de chuter.

Les pertes qu'annoncent plusieurs grands établissements internationaux en début d'année 2008, révèlent que la crise est grave entraînant une série de premières recapitalisations sur les marchés, ce qui n'empêche pas certains superviseurs ou certains États de discuter très tôt de mesures de sauvetage plus radicales⁽⁵⁾. Pour sa part, le superviseur français fait face aux retombées de la perte massive de la Société Générale liée aux opérations dissimulées et incontrôlées d'un opérateur. Cette affaire illustre le fait que certaines banques ont largement ignoré les recommandations de leurs superviseurs, qui pourtant œuvraient depuis plusieurs années à coordonner leurs efforts et demandaient une augmentation des moyens dédiés aux services dits de *back-office* (lesquels sont souvent mal valorisés et vus comme une source de dépenses). L'augmentation des opérations de marché s'est faite sans qu'augmentent à due proportion les moyens dédiés à leur contrôle, alors que leur nombre et leur complexité les rendaient potentiellement

très dangereuses. La détente qui a suivi le sauvetage de Bear Stearns par la Réserve Fédérale américaine (mise en place d'un fonds *ad hoc* pour aider à la reprise de la banque par un autre établissement) sera de courte durée, et l'été verra revenir les tensions et les interrogations.

L'été 2008 est pour les superviseurs un été studieux au cours duquel ils ont essayé d'évaluer les besoins en fonds propres des établissements et leurs interconnexions. La faillite de Lehmann Brothers et le sauvetage en urgence d'AIG vont précipiter la crise, qui était rampante depuis 18 mois. Le dernier trimestre de l'année voit plusieurs établissements de taille mondiale devoir être sauvés par les États dans lesquels ils ont leur siège social, sans compter les garanties accordées aux systèmes bancaires par lesdits États et les interventions des banques centrales pour prêter massivement et sans limite de la liquidité.

(5) Voir à ce sujet le rapport publié par le Parlement de la Confédération helvétique le 30 mai 2010, qui montre que, dès février 2008, se pose la question d'une intervention des autorités pour sauver la banque : <http://www.parlament.ch/f/dokumentation/berichte/berichte-aufsichtskommissionen/geschaeftspruefungskommission-gpk/berichte-2010/Documents/bericht-gpk-ns-ubs-kundendaten-usa-2010-05-30-f.pdf>

Les week-ends à partir de la mi-septembre ont été dédiés à ces mesures de sauvetage d'urgence annoncées lors de la réouverture des marchés, les lundis matins. La plupart du temps, les superviseurs tenaient informées les autorités des pays des principales implantations des groupes ainsi secourus afin de leur permettre d'anticiper d'éventuelles réactions négatives sur leurs propres marchés nationaux de la part de déposants particuliers ou de déposants institutionnels. Les superviseurs passaient alors une grande partie de leur temps à mesurer aussi les expositions des groupes bancaires nationaux au regard des banques et des groupes financiers secourus, toute rumeur d'exposition trop forte entraînant en contre-choc une méfiance accrue à l'encontre de la banque considérée. La théorie de l'effet de dominos fonctionne alors à plein et la moindre rumeur est surveillée de très près. De surcroît, du fait des mouvements parfois erratiques des marchés financiers et de la correction de valeur d'actifs financiers structurés jusque-là survalorisés par manque de compréhension de leur contenu réel, de nombreuses pertes sont enregistrées et les superviseurs tentent de s'assurer que ces pertes seront correctement évaluées. Ces travaux suscitent des discussions permanentes avec les établissements pour leur demander communication de leurs données et confronter celles-ci, y compris entre elles. Les *reportings* habituels sont impuissants à donner un tel détail, car ils portent sur des données trop agrégées et sont remis avec des délais trop longs (3 mois après la fin du trimestre). Des *reporting ad hoc* sont alors établis en urgence, avec des périmètres moins globaux et une qualité peut-être un peu moins forte, mais avec une granularité (sur certaines classes d'actifs) beaucoup plus fine et une fréquence rapprochée.

L'autre grand souci des superviseurs était bien évidemment la situation de liquidité de chaque établissement et sa capacité éventuelle à mobiliser dans l'urgence et en tant que de besoin des créances auprès des banques centrales dans lesquelles chaque groupe était implanté *via* son siège ou ses filiales et ses succursales. À plusieurs reprises, l'expérience a montré que les banques ne savaient pas toujours, à cette époque, où étaient exactement localisés leurs actifs mobilisables auprès des banques centrales du fait des repos, des prêts d'actifs in-

ternes et qu'elles avaient même du mal à distinguer précisément ce qui était mobilisable de ce qui ne l'était pas.

Les pistes pour le futur, qui sont encore en cours de construction, ont été dessinées pendant ces mois décisifs. Il a fallu renforcer l'obligation de coopération entre les autorités, ce qui a été fait au niveau européen et traduit dans le Code monétaire et financier français. Au niveau international, cette coopération renforcée a été instituée pour la trentaine d'institutions systémiques à l'échelle mondiale *via* la création de « *crisis management groups* » censés réfléchir *ex ante* sur les moyens de redresser un de ces groupes ou de les démanteler en cas de crise sans recourir aux contribuables. Cette coopération autour des plans de rétablissement et de résolution (appelés de façon plus imagée « testaments ») s'accompagne de réunions plus fréquentes, d'obligations d'accords renforcés pour échanger les informations (y compris les plus sensibles) et reconnaître les actions des autres superviseurs en cas de crise. Cela se heurte encore aux droits nationaux et le chemin sera encore long, mais la zone euro, pour sa part, a résolu la question en créant un superviseur supranational qui prend les décisions en s'appuyant sur les 18 autorités nationales.

Il a fallu aussi rappeler que la réglementation ne suffisait pas et que la supervision se devait d'être intrusive, c'est-à-dire que, sans s'immiscer dans la gestion, il revient au superviseur de discuter des orientations prises, de s'assurer de leur soutenabilité et d'entretenir un dialogue constant avec les établissements et d'exercer un contrôle permanent sur eux. Le FSB a ainsi publié chaque année, depuis 2010, un rapport ⁽⁶⁾ sur les progrès à accomplir par les superviseurs nationaux, notamment par ceux ayant sur leur territoire la maison mère d'une institution systémique. Fin 2014, une évaluation a été menée par le FSB afin d'apprécier la réalité des efforts accomplis (les résultats de cette analyse n'ont pas encore été publiés).

(6) Voir : http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140407.pdf

Stabiliser le système financier international en le régulant : quelle place pour les indicateurs quantitatifs ?

Par Nicole EL KAROUI

Professeur de Mathématiques Appliquées - Université Pierre et Marie Curie (Paris VI) et École polytechnique

Les indicateurs quantitatifs ont pris une importance croissante tout au long de l'évolution de la régulation des marchés, notamment depuis la crise de 2008. Il est effectivement tentant de chercher à mesurer des pertes extrêmes afin de leur associer des fonds propres conformes à un certain ratio de solvabilité. La puissance actuelle des moyens de calcul permet *a priori* de l'envisager. Mais, comme en comptabilité, les indicateurs quantitatifs doivent être crédibles et « peu sensibles » au modèle utilisé pour les construire. Les indicateurs de pertes extrêmes sur un an, de type VaR à 99,9%, sont eux très sensibles au modèle. Ils ne peuvent donc jouer leur rôle de quantificateur « social » du risque de marché, au sens de A. Desrosières. Cela conduit naturellement à repenser la hiérarchisation des risques et de leur contrôle.

Renforcer la stabilité bancaire internationale est, depuis les années 1980, une préoccupation constante du régulateur, dont la nécessité s'est affirmée de manière cruciale depuis les crises de 2008 et de 2010-2011. Un long chemin a été parcouru depuis Bâle I (1988), où fut énoncé, pour la première fois, un corpus de règles de fonctionnement communes à toutes les banques ayant une activité internationale significative, mais régies par des réglementations nationales parfois fort différentes. En sus, était instituée pour les établissements financiers une mesure de l'exposition au risque de crédit, basée sur le RWA (*Risk-Weighted Assets*), une évaluation du montant total des actifs, pondérés (de manière forfaitaire) par leur risque (ratios Cooke). L'objectif était d'éliminer les distorsions de concurrence et d'assurer la stabilité du système en contrôlant les risques de faillites individuelles. Le premier *indicateur de risque quantitatif* était ainsi créé, définissant un seuil minimum de fonds propres. Les ratios Cooke ont fait l'objet de nombreuses critiques, car ils sont peu informatifs sur l'exposition réelle de la banque et trop faciles à arbitrer (le fameux « arbitrage réglementaire »...). L'étape suivante (qui culmine avec Bâle II, en 2004) prend le contre-pied de ces critiques en introduisant une vision plus complexe des risques, notamment du risque de marché et du risque opérationnel. Le calcul du risque de crédit se précise grâce à une pondération plus fine des encours, introduisant le risque de défaut de la contrepartie. La méthode standard autorise l'usage du *rating* fourni par les agences de notation

(essentiellement américaines), qui devient une composante importante de la réglementation européenne. Particulièrement opaques, en ce qui concerne leur méthode de *rating*, elles ne sont pas soumises à une évaluation par le régulateur.

Fini la simplicité de calcul des ratios Cooke ! La complexité quantitative entre en force dans le monde de la régulation : forte d'une activité intensive dans le domaine de la gestion quotidienne des risques de marché, l'industrie bancaire obtient la possibilité d'utiliser des modèles internes *agréés* pour le calcul des nouveaux indicateurs. Par ailleurs, comme le souligne J.C. Rochet ⁽¹⁾, une confusion des rôles est introduite, dès lors que le régulateur s'immisce au niveau de la gestion des risques de marché des établissements en validant les procédés internes de calcul. Depuis la crise, les objectifs de la régulation sont réaffirmés ⁽²⁾ comme devant réduire la probabilité de futurs événements systémiques néfastes et en atténuer, le cas échéant, l'éventuel impact. Des mesures organisationnelles (comme le *clearing* des *swaps* par des chambres de compensation ou la création de plateformes pour la compensation des produits dérivés de gré à gré) contribuent à la stabilisation du marché et à redonner

(1) ROCHET (J.C.), Le futur de la réglementation bancaire, 2008.

(2) CARUANA (Jaime) (Directeur général de la BRI), Minimiser l'impact des crises financières à venir, 2009.

de la confiance. En parallèle, Bâle III multiplie le nombre des indicateurs de risque à fournir pour une meilleure information financière et des calculs de fonds propres accrus. Cette formulation⁽³⁾ simple cache une grande complexité de calculs et une technique de la réglementation bancaire (par exemple, ce qui est éligible comme fonds propres) dont la mise en œuvre représente un coût important pour les banques. En évolution permanente, la réglementation de Bâle III cherche⁽⁴⁾ « à assurer l'équilibre entre sensibilité au risque, simplicité et comparabilité ». Une réflexion intense menée en liaison avec l'industrie accompagne cette évolution dynamique de l'évaluation ; ceci étant, seule une part réduite des textes est consacrée à l'aspect quantitatif, comme s'il y avait un consensus sur le calcul du risque de crédit et sur celui de l'exposition en cas de défaut, puisque les agences de notation savent les calculer.

La politique des nombres - L'exemple de la comptabilité à la « juste valeur »

Comme nous venons de l'évoquer rapidement, la question des indicateurs quantitatifs se pose avec acuité dans le domaine de la régulation. Avant de discuter de modélisation proprement dite, faisons un petit détour par la notion d'indicateur quantitatif en nous appuyant sur les réflexions d'A. Desrosières (2008)⁽⁵⁾ sur la distinction qu'il convient de faire entre *quantifier* et *mesurer*.

« Le verbe *quantifier* est défini comme "exprimer et faire exister sous forme numérique", ce qui auparavant était exprimé par des mots. Il suppose que soit explicitée une série de conventions d'équivalence préalable impliquant des comparaisons, des compromis, des codages et des calculs conduisant à la mise en nombre. La mesure proprement dite vient ensuite, comme une mise en œuvre de ces conventions. L'usage du verbe *quantifier* attire l'attention sur la dimension socialement créatrice de cette activité qui transforme le monde en le reconfigurant et en modifiant les manières d'agir sur lui. L'étape décisive est la négociation des conventions rendant les choses commensurables. Postuler et construire cet espace est un acte politique et technique ».

Cette distinction est particulièrement pertinente dans le domaine de la régulation. En quoi la valeur des actifs pondérés de risque (RWA) est-elle un « équivalent » du risque de défaut d'une banque ? Comment s'est constitué le consensus ? Énoncée en 1988, elle trouvera sa justification « sociale » dans les nouvelles normes comptables, dites en *juste valeur*, adoptées dans les marchés en 2002. L'entreprise est considérée comme un actif liquide dont les engagements sont évalués non pas sur une base historique, mais sur celle de leur prix instantané de marché, autrement dit à leur valeur liquidative. Ce point de vue est très orienté vers l'actionnaire, en donnant à celui-ci une image plus fidèle de l'entreprise à la fois dans l'évaluation de son patrimoine et dans l'image des risques produite. Sa mise en œuvre est complexe, avec des classes d'actifs soumises à des règles différentes.

La difficulté d'application du principe de juste valeur (en raison de la volatilité des résultats ou de la nécessité de recourir

parfois à un modèle, particulièrement inapproprié pendant les crises de liquidité) a conduit à de nombreuses critiques.

Cette vision comptable est-elle pertinente dans l'analyse de l'exposition d'une banque ou d'une compagnie d'assurance et dans celle du calcul de fonds propres réglementaires ? L'agrégation entre eux de tous les actifs (pondérés du risque) est-elle justifiée ? Les produits dérivés de crédit doivent-ils être traités de la même façon que les actions ou les obligations ? Ces questions ne semblent faire débat qu'en temps de crise...

Petit détour par les marchés de dérivés - Modélisation dans les marchés à terme et couverture quotidienne des risques de marché

La volonté d'offrir aux agents économiques des moyens leur permettant de « se couvrir contre les risques financiers associés à l'incertitude qui pèse sur le futur » est à l'origine des marchés financiers de produits dérivés (CHICAGO, 1973), qui offrent des outils pour « geler » le prix minimum d'une opération qui se réalisera dans le futur (à une date proche ou lointaine). Cette opération peut porter sur tout type de sous-jacents traités sur les marchés, notamment sur des devises, des taux d'intérêt, des actions, des obligations, des « *spreads* » de crédit, des matières premières... Les instruments dérivés les plus liquides sont les contrats à terme ou les contrats dits *future* sur la plupart des sous-jacents, les *swaps* (pour les marchés des taux), le *credit default swaps* (pour le risque de défaut, notamment des États) et les produits optionnels, comme les options d'achat (prix maximal garanti) ou de vente (prix minimal garanti).

Le transfert du risque de marché, par nature non mutualisable, des entreprises et autres investisseurs vers les banques par l'intermédiaire de ces produits repose sur les deux principes de base dégagés par Black, Scholes et Merton en 1973, dans le cadre des marchés liquides : a) il est possible de réduire les risques de ce type de produit par une stratégie dynamique de couverture ; b) la mise en œuvre de la couverture est assurée contrat par contrat par le *trader* (le vendeur) qui prend les risques, *via* des ajustements temporels fréquents (plusieurs fois par jour, si nécessaire). L'originalité de la finance des dérivés tient dans ces deux propositions, qui sont bien sûr mises en défaut dans les périodes de crise, pendant lesquelles la liquidité est toujours déficiente ; dans ce cas, risques et couvertures doivent être appréhendés autrement.

La création des marchés à terme et des produits dérivés a impliqué l'introduction de nouveaux outils *conceptuels* et quantitatifs dans le monde financier, notamment dans la gestion de l'incertain, les notions classiques de moyenne et de variance

(3) LEVY-LANG (A.), Il faut maîtriser la finance ? Qu'en pensent les économistes ?, 2012.

(4) Comité de Bâle, Document de discussion : « Assurer l'équilibre entre sensibilité au risque, simplicité et comparabilité », 2013.

(5) DESROSIÈRES (A.), Pour une sociologie historique de la quantification, *Argument statistique*, 2008.

se révélant insuffisantes. La notion de couverture dynamique (diversification en temps) remplace la notion de diversification par tête de l'assurance. Les prix des contrats à terme et des produits dérivés cotés donnent de l'information quantifiée sur les vues du marché et sur le risque de volatilité. Par ailleurs, les années 1980-2000 ont vu émerger la notion de probabilité « risque-neutre » qui permet de calculer la juste valeur d'un actif liquide et des produits dérivés associés comme une valeur moyenne corrigée du risque des flux futurs actualisés. Cette mesure de l'incertain futur corrigé dynamiquement par calibration *quotidienne* aux prix de marché diffère *a priori* de la probabilité historique ou statistique utilisée en général par les autres acteurs de marché, notamment en Asset Management. Les modèles conçus pour les produits dérivés servent alors à décrire les fluctuations dynamiques du sous-jacent en vue de quantifier les poids relatifs d'un portefeuille de couverture.

Le risque du portefeuille agrégé de tous ces produits couverts est suivi *quotidiennement* dans le cadre du contrôle des risques de la banque et par le régulateur (depuis Bâle II) au travers d'indicateurs de pertes extrêmes, comme la *Value at Risk* (VaR) (1998), c'est-à-dire un indicateur des pertes potentielles à 99 % et à dix jours. Ce faisant, le régulateur espère capturer les événements extrêmes afin de leur associer des fonds propres qui soient bien ajustés. Le calcul de cet indicateur a fait l'objet de nombreux débats, tant sur le plan méthodologique que sur celui de l'utilisation de modèles internes. Produites depuis de nombreuses années, les variations au jour le jour de cet indicateur apparaissent, statistiquement, plus informatives que son niveau brut.

Bâle 3 introduit de nouveaux indicateurs de risque, comme l'IRC (*Incremental Risk Charge*) qui mesure *l'ensemble des risques liés au mouvement des prix dans le portefeuille ou le risque de contrepartie à un an, incluant une composante systématique*. Il s'agit là encore d'une VaR, calculée à un horizon d'un an, avec un niveau de confiance de 99,9%. Un tel indicateur de risque à un an est impossible à calculer de manière robuste en retenant un tel niveau de précision : les facteurs de risque sont trop nombreux (peut-être 10 000), l'information sur leur dépendance est trop parcellaire... De même, il est impossible de simplifier sans altérer considérablement le niveau de confiance. Quand le risque de modèle est aussi grand, il nous incombe de rechercher des indicateurs plus stables et plus robustes comme l'est le ratio de Sharpe et d'appliquer un multiplicateur plus élevé pour procéder au calcul des fonds propres. Attention à l'effet « parapluie » des indicateurs quantitatifs : la philosophie selon laquelle *un chiffre même discutabile* vaut mieux que pas de chiffre du tout, est catastrophique, car elle déresponsabilise et démotive les gens chargés de produire ces chiffres.

Les modèles pour les régulateurs centraux : hiérarchiser les risques et sous-traiter

Le régulateur européen ne peut pas tout contrôler

L'essentiel est de bien positionner la complexité des indicateurs, tant en termes de nature et d'horizon des risques

que des instances chargées de leur surveillance. La première étape est d'identifier très clairement ce qui relève du risque systémique et de déléguer les aspects très techniques et de court terme à des instances spécifiques.

Il est souhaitable que la VaR à un jour (ou à dix jours) reste un lieu de grande technicité contrôlé par des experts de la modélisation, et pourquoi pas par des « commissaires aux risques de marché » (aux côtés des commissaires aux comptes, si c'est trop coûteux pour les institutions de régulation nationales) dans l'esprit de ce qui se passe aujourd'hui. Bien sûr, d'autres quantités devraient être surveillées, comme la concentration et la taille des pauses, en regard avec la taille du marché, les positions de long terme et la liquidité des différents marchés. Ils pourraient être aussi en charge de détecter les sources potentielles de biais générés par les exigences réglementaires, comme le rôle stratégique dévolu aux « providers » de données dites indépendantes (Markit, Reuter, Bloomberg), une collaboration européenne devant permettre progressivement d'harmoniser le rendu de l'analyse.

S'appuyant sur une bonne mesure des risques quotidiens, les ratios plus agrégés (sur un horizon de l'année, comme le LCR (*Liquidity Coverage Ratio*) et le MCR (*Minimum Capital Requirement*)) pourraient être simplifiés dans leur formulation et dans leur calcul afin d'en faire des indicateurs plus fiables, et moins coûteux à implémenter et à contrôler au niveau national et européen.

Le régulateur européen doit inciter à l'harmonisation entre la culture quantitative et la culture non quantitative du risque

Le risque systémique doit être détecté bien avant qu'il ne se concrétise, et les facteurs économiques le favorisant doivent être surveillés à court terme, comme la production excessive de liquidité induite par l'endettement excessif des États ou par les politiques de taux bas des banques centrales. À partir de quel seuil la concentration de plus en forte des marchés de taux, de matières premières ou de l'énergie sur un nombre très réduit de banques devient-elle un risque systémique ?

Une vigilance accrue doit être accordée aux biais induits par les nouvelles mesures de sécurisation des transactions, notamment le rôle accru des chambres de compensation, avec des effets de concentration, de dépendance vis-à-vis des établissements financiers...

Il ne faut pas désormais penser le risque seulement en termes de fonds propres : en effet, une gouvernance des établissements davantage centrée sur les risques et cherchant à repérer des signaux *faibles*, éventuellement à un niveau très granulaire, peut contribuer à maîtriser les risques plus efficacement que par une augmentation de leurs fonds propres.

Les progrès récents dans l'analyse des grandes données (*Big Data*) montrent fondamentalement deux choses : les critères classiques de type espérance, variance ou autres ne sont pas très efficaces pour discriminer les facteurs de risque ; une analyse basée sur des mesures cherchant à utiliser peu de paramètres, mais des paramètres plus pertinents, permet de mieux détecter les risques sous-jacents et peut être (contre toute attente) plus conservatrice.

La culture économétrique de l'économie et de la finance doit s'enrichir des possibilités nouvelles qu'offre la culture des *Big Data*, qui permettent de suivre l'évolution des marchés en temps réel. On peut espérer que la nouvelle instance de supervision européenne se dotera de moyens de calcul suffisants pour suivre les mouvements des flux financiers et pour en détecter les anomalies.

Conclusion

Réguler est toujours une activité complexe ; dans le monde de la finance, l'exercice est particulièrement difficile. Des moyens nouveaux devraient être mis en œuvre pour développer une recherche collaborative réalisée par des chercheurs de cultures différentes et capables de proposer un regard neuf sur l'existant et des idées innovantes qui pourraient être testées en vue de réduire la complexité de l'analyse et d'en accroître la robustesse.

Faire de la complexité des risques un enjeu de la recherche européenne avancée en vue d'assurer la stabilité du système financier est un challenge dont nous ne pouvons faire abstraction. Vigilance et bon sens restent les garants d'une

évolution, où rien ne peut jamais être considéré comme définitivement acquis.

Bibliographie

CARUANA (J.), « Minimiser l'impact des crises financières à venir : six points incontournables pour réformer la régulation », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n°13 « Quel avenir pour la régulation financière ? », septembre 2009.

Comité de Bâle, Document de discussion : « Assurer l'équilibre entre sensibilité au risque, simplicité et comparabilité », BRI, 2013.

DESROSIÈRES (A.), *Pour une sociologie historique de la quantification, L'Argument statistique*, Éditions des Mines, 2008.

LEVY-LANG (A.), « Il faut maîtriser la finance ? Qu'en pensent les économistes ? », *Les Echos*, Éditions Eyrolles, 2012.

ROCHET (J.C.), « Le futur de la réglementation bancaire », *Notes TSE*, n°2, décembre 2008.

Les insuffisances de la régulation financière : le cas des agences de notation ⁽¹⁾

Par Pierre CAILLETEAU
AMUNDI

La réglementation des agences de notation a permis de libérer des frustrations contre des agents privés producteurs de standards, mais elle n'a pas fait considérablement avancer les choses en matière de politiques publiques. En particulier, la régulation enracine un oligopole décrié. Or, le manque de biodiversité dans le système financier est bien plus préjudiciable que le risque de voir une agence dégrader hâtivement (ou rehausser tardivement) une notation financière. Cet article propose des pistes de réforme pour réguler moins et mieux.

Dans le blitz de régulations financières qui a logiquement suivi la grande crise financière de 2007-2013, la question des agences de notation a tout particulièrement cristallisé l'attention. Les raisons en sont au moins triples : a) les agences de notation sont des organismes privés qui produisent des normes publiques (ici à l'attention des investisseurs) ; b) les notations sont publiques et chacun peut contester l'opinion qu'elles traduisent (et beaucoup ne s'en privent pas) ; enfin, c) les dégradations de notations souveraines sont perçues comme une atteinte à la dignité nationale, et leurs rehaussements comme des récompenses tardives.

Des défaillances avaient de toute évidence été identifiées ; elles appelaient des recadrages réglementaires. Mais le cas des agences de notation est illustratif d'un type de régulation dominé par le ressentiment et par une ignorance des tensions existant entre différents objectifs, tous légitimes, poursuivis par une même politique publique.

Agences de notation : des défaillances coûteuses pour le système financier et pour leur propre réputation

Il y a eu en effet des défaillances de la part des agences de notation, qui ont été *pour partie* à l'origine de la crise financière. À l'instar d'entreprises ayant vendu un produit défectueux (comme une voiture équipée d'un système de freinage défaillant ou des lasagnes à la viande de cheval), certaines agences de notation auraient aimé pouvoir retirer du marché certains *ratings* de produits structurés, en procédant en quelque sorte

à un *product recall*. Mais le mal était fait. Il était pratiquement et juridiquement impossible de « retirer » les *ratings* considérés, dès lors qu'ils étaient tombés dans le domaine public.

Les agences ont manqué au devoir de vigilance qui les rendait si utiles aux investisseurs. Ces erreurs seraient-elles le fruit de leur incompétence et/ou de leur cupidité ?

En réalité, elles ont clairement pêché par « illusion de scientificité » dans un domaine - l'appréciation du risque de défaut obligataire - qui appelle à adopter une approche multidisciplinaire et modeste. Elles ont aussi cédé aux sirènes du *Zeitgeist* - la finance sans limites - ne voyant pas le hiatus croissant entre les trillions de dollars de titres notés individuellement AAA et l'augmentation exponentielle de la dette dans nos sociétés. Elles y ont sans doute beaucoup moins cédé que d'autres, mais suffisamment pour entacher leur crédibilité.

Des réformes portées par le ressentiment

Les multiples réformes des agences de notation engagées depuis 2008 se partagent essentiellement entre deux catégories : celles qui aggravent les problèmes qu'elles sont censées traiter, et celles qui en créent de nouveaux.

(1) Ce texte est la version longue d'une annexe à l'ouvrage *Décider de notre avenir pour qu'il ne nous soit pas imposé*, de François et Pierre Cailleteau (Éditions Economica, 2013). L'auteur, Pierre Cailleteau, a exercé durant quelques années les fonctions de responsable de la notation des États dans le monde, pour l'agence Moody's.

Dans la première catégorie se rangent toutes les mesures généralement bien intentionnées, mais qui n'aboutissent qu'au rehaussement des barrières à l'entrée sur le marché en sanctuarisant des oligopoles pourtant décriés.

Il en va ainsi, par exemple, des règles fixant le lieu de publication des *ratings*, de l'obligation de rotation des analystes, des changements d'échelle (pour la finance structurée), sans que la question de l'équivalence des *ratings* entre les différentes catégories d'entités notées (quel est le rapport exact entre le AAA du gouvernement américain et le AAA d'un prêt immobilier titrisé ?), pourtant la seule qui compte, soit traitée par les exigences d'un formalisme tatillon (par exemple, les citations imposées dans les annonces de *rating*)...

La plupart de ces mesures, si ce n'est toutes, accroissent les coûts fixes, rendant ainsi le marché de la notation inexpugnable. En même temps, elles conduisent à la constitution de véritables armées de *compliance officers* (ces experts ès-conformité), grâce auxquelles chacun se donne bonne conscience.

Dans la seconde catégorie des réformes précitées se rangent les idées relativement saugrenues (comme celle de créer une agence publique européenne qui pourrait s'appuyer sur l'énorme capital de crédibilité dont bénéficient les autorités européennes en matière d'analyse du risque...), voire troublantes : pénalisation des « mauvaises » décisions (?), suspension des *ratings* en période de crise (c'est-à-dire au moment où ils sont le plus utiles aux investisseurs), validation des méthodologies par les régulateurs, lesquels n'ont pas fait preuve d'une prescience bien supérieure...

Pour être complet, il faudrait ajouter les mesures qui n'auront d'autre conséquence que de donner le tournis aux agences de *rating*, pour un effet à peu près nul en termes de politique publique : par exemple, l'exigence d'une rotation des agences au bout d'un certain nombre d'années et pour certains produits notés (un carrousel de la notation financière, en quelque sorte...).

Les agences de notation en tant qu'auxiliaires de la régulation

En réalité, le cœur du sujet est qu'il ne faut pas réglementer davantage les agences de notation et encore moins les traiter comme des auxiliaires des régulateurs. Il faut, au contraire, les déréguler aussi largement que possible et envisager des pistes alternatives pour les mettre en concurrence et apporter un minimum de « diversité biologique » à un environnement sujet à l'instinct moutonnier.

Une manière de penser le sujet pourrait être de voir dans les agences l'équivalent, pour le monde de la finance, de ce que représente le Guide Michelin pour la gastronomie. Dans ce dernier cas, des experts indépendants qui rendent un service aux gastronomes en notant la qualité des repas proposés par les restaurants qu'ils évaluent. La seule vraie différence est que l'échelle du Guide Michelin est moins granulaire : elle ne comporte que quatre crans (les « étoiles »), au lieu d'une ving-

taine (sans compter les perspectives, positives ou négatives) pour les agences de notation.

On pourrait rétorquer, pour contester l'analogie, que la notation financière est autrement plus importante que la notation gastronomique, en raison des conséquences systémiques que peut avoir un mauvais jugement dans le domaine financier (voir, par exemple, les graves conséquences de l'aveuglement qui a entouré la notation de certains crédits *subprime*). Mais le cœur du problème n'est pas dans le fait que certains évaluateurs puissent se tromper (c'est inévitable). Il est dans le fait que seule une poignée d'évaluateurs exercent cette activité, privant le système du garde-fou que représente l'existence d'opinions diverses. Le risque systémique est le produit de l'uniformité des comportements, qui est elle-même entretenue par le faible nombre des notateurs.

Si l'on reprend cette analogie : qui pourrait juger souhaitable que l'on exige, par la voie d'un règlement, que tout consommateur, avant d'aller au restaurant, consulte le Guide Michelin ; et, mieux encore, que l'on interdise à certains consommateurs de dépenser leur argent dans des restaurants dont la qualité est jugée médiocre ⁽²⁾ ? Qui estimerait souhaitable l'interdiction de la suppression d'une étoile quand la qualité de la cuisine se serait dégradée, au motif que cela serait préjudiciable pour le restaurateur ⁽³⁾ ? Qui considérerait opportun de faire valider par le ministère de la Consommation ⁽⁴⁾ la qualité des méthodes retenues en matière d'évaluation de la cuisine ? Qui jugerait indispensable d'intervenir pour assurer la rotation des inspecteurs ou pour interdire au Guide Michelin de juger un restaurant plus de trois années de suite ?

Le problème de fond est que toutes les réformes qui visent à faire des agences de notation des auxiliaires de la régulation bancaire et financière sont profondément contreproductives, que ce soit en exigeant l'utilisation des notations pour procéder au calcul des fonds propres des banques ou la protection des investisseurs, ou en essayant d'utiliser les notations à des fins macro-prudentielles.

Les agences ne sauraient se voir confier une telle responsabilité macro-prudentielle de lisser le cycle du crédit en ayant la main lourde en haut de cycle et légère en bas de cycle. C'est là le rôle des banques centrales et des autorités de supervision. Les agences ont en revanche une responsabilité fiduciaire vis-à-vis des investisseurs, celle d'étalonner le risque de crédit à tout moment du cycle, et ce même si cela s'avérerait déplaisant ou contreproductif pour l'émetteur de dette.

Ainsi, dans une démarche sans nul doute bien intentionnée, la régulation a conduit à sanctuariser les agences de nota-

(2) Nombre de fonds de pension ne peuvent investir qu'en titres AAA/Aaa ou uniquement en titres au-delà de BBB-/Baa3, créant ainsi des non-linéarités artificielles dans le fonctionnement des marchés financiers.

(3) Aujourd'hui, les dégradations doivent être communiquées plusieurs jours à l'avance aux émetteurs de dette, avec tous les risques de fuites que cela comporte, sous la menace permanente d'une intervention visant à empêcher le passage à l'acte, prétendument pour des raisons systémiques.

(4) Ici un régulateur financier.

tion en les soumettant à un ensemble de contraintes qui rend quasi impossible l'entrée de nouveaux venus sur le marché, et cherche à en faire des auxiliaires de la régulation au risque d'altérer la clarté et la simplicité de la mission de celles-ci.

Que faire dans ces conditions ? Réguler beaucoup moins, tout en régulant mieux

Nous proposons trois pistes.

Premièrement, il convient d'exiger des agences rigueur et transparence dans l'utilisation de l'échelle des notations. Il ne suffit pas que la situation se détériore (ou s'améliore) superficiellement pour que se justifie une baisse (ou une hausse) de la note. Il faut que le *quantum* de risque de crédit supplémentaire rattache structurellement (c'est-à-dire, par-delà les aléas cycliques) l'émetteur de dette à une catégorie de risque différente.

Cela signifie trois choses, au demeurant compliquées, mais nécessaires pour créer une saine exigence par rapport à ce « bien public » produit par les agences de notation privées :

- a) il faut « objectiver » les catégories de *rating* : que signifie précisément une notation AA par rapport à une notation AAA ?
- b) il ne faut fonder les comparaisons qu'au travers des classes d'actifs : par exemple, entre le gouvernement des États-Unis et General Electric, Rabobank ou la titrisation d'actifs immobiliers notés AAA ;
- et, c) il faut faire le départ entre les changements cycliques et les changements structurels, les agences étant censées (de leur propre aveu) noter à *travers le cycle*.

Deuxièmement, il y a une exigence fondamentale qui est pourtant totalement ignorée : connaître l'intensité analytique appliquée aux notations, c'est-à-dire le nombre de jours d'analyse et de suivi consacrés à un émetteur de dette noté. On comprend facilement qu'entre une notation qui est le produit de quinze jours entiers de surveillance par un ou plusieurs analystes et une notation qui est le produit de quinze heures de surveillance par an, il y a une forte probabilité que le travail soit plus fiable dans le premier cas de figure (toutes choses égales par ailleurs). Au lieu d'imposer des réglementations tatillonnes et sans grande pertinence conduisant au recrutement de très nombreux *compliance officers*, il aurait été préférable d'inciter les agences, au travers de la publication d'indicateurs d'intensité analytique, à recruter davantage d'analystes.

Ces deux propositions remplaceraient avantageusement la plupart des réglementations tatillonnes qui ont été édictées depuis 2009.

Troisièmement, pour créer de la diversité dans la production d'analyses du risque de crédit - l'objectif le plus important de toute politique publique, l'uniformité étant porteuse de pro-cyclicalité financière -, il faut revenir au monde de la gastronomie.

Dans le domaine de la gastronomie, il y a fondamentalement deux modèles : le modèle du Guide Michelin (des experts notent la cuisine) et le modèle Zagat (des clients notent la cuisine et quelqu'un agrège leurs opinions selon une grille analytique). La concurrence potentiellement la plus prometteuse pour les agences de notation est le modèle Zagat, dans lequel un « agrégateur » rassemblerait, sur la base d'une grille analytique simple comparable à celle des agences (sur une base mensuelle, par exemple), les jugements des grands investisseurs (gestionnaires d'actifs, compagnies d'assurance, *hedge funds*, banques, fonds de pension...) sur le risque de crédit.

Par rapport à l'utilisation des prix de marché (comme dans le cas des *Credit-Default Swaps* - une autre alternative souvent évoquée), ce type de solution éviterait le problème de l'illiquidité : le fait que 500 ou 1 000 « consommateurs » s'engagent à donner chaque mois leur jugement assurerait la « liquidité ».

Cela permettrait aussi une analyse plus dynamique et plus riche puisqu'au-delà du *rating* (la moyenne), les investisseurs auraient en retour des informations sur la médiane, sur la distribution des opinions autour de celle-ci et sur leur évolution dans le temps.

L'autre avantage serait que ce modèle de financement pourrait être différent de celui des agences (les consommateurs payant la prestation).

Conclusion

Au total, la réglementation des agences de notation a permis de libérer certaines frustrations à l'encontre des agents privés producteurs de standards, mais elle n'a pas fait considérablement avancer les choses en matière de politiques publiques. En particulier, la régulation ne fait qu'enraciner un oligopole pourtant décrié. Or, le manque de biodiversité dans le système financier est aujourd'hui bien plus préjudiciable que le risque de voir une agence de notation dégrader trop hâtivement (ou rehausser trop tardivement) une notation financière.

La FED et la BCE à la croisée des chemins

Par Pierre JAILLET

Chief Representative for the Americas, Banque de France

Contact : pierre.jaillet@banque-france.fr et nyoffice@banque-france.fr

Les grandes économies développées ont plongé ensemble dans la crise en 2008. Elles en émergent en ordre dispersé. Paradoxalement, le découplage macroéconomique croissant entre les États-Unis et la zone euro ne se reflète pas encore dans les politiques monétaires de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque Centrale Européenne (BCE), qui restent assez similaires. Au début de cette année 2015, les deux banques centrales sont cependant soumises à des pressions de sens contraires : la Fed pour engager un processus graduel de normalisation de ses taux directeurs vers un niveau plus compatible avec une reprise économique jugée désormais robuste, et la BCE pour renforcer son action par de nouvelles mesures visant à stimuler une reprise poussive et à prévenir le risque de désancrage des anticipations d'inflation. Cependant, à plus long terme, les banques centrales seront confrontées aux mêmes défis.

Le découplage macroéconomique entre les États-Unis et la zone euro

Alors que la zone euro peine à réenclencher une dynamique de croissance, les États-Unis sont, quant à eux, bel et bien sortis de la « grande récession ». Entre 2009 et 2014, le taux de croissance moyen du PIB y dépasse 2,5 %, soit à peine moins qu'entre 2002 et 2007 (2,9 %). Le Royaume-Uni suit, comme toujours, d'assez près le cycle américain. Le Japon est sous perfusion monétaire et budgétaire depuis un quart de siècle (les « *Abenomics* » en sont l'ultime avatar). Le fait marquant est bien le découplage entre les États-Unis et la zone euro, au-delà des décalages cycliques habituels entre ces deux zones. Il s'accroît de façon spectaculaire depuis 2011, au vu des variables réelles : PIB, investissement et taux de chômage (voir les Graphiques 1, 2 et 3 de la page suivante) ; plus tardivement, s'agissant de l'inflation (voir le Graphique 4 de la page suivante).

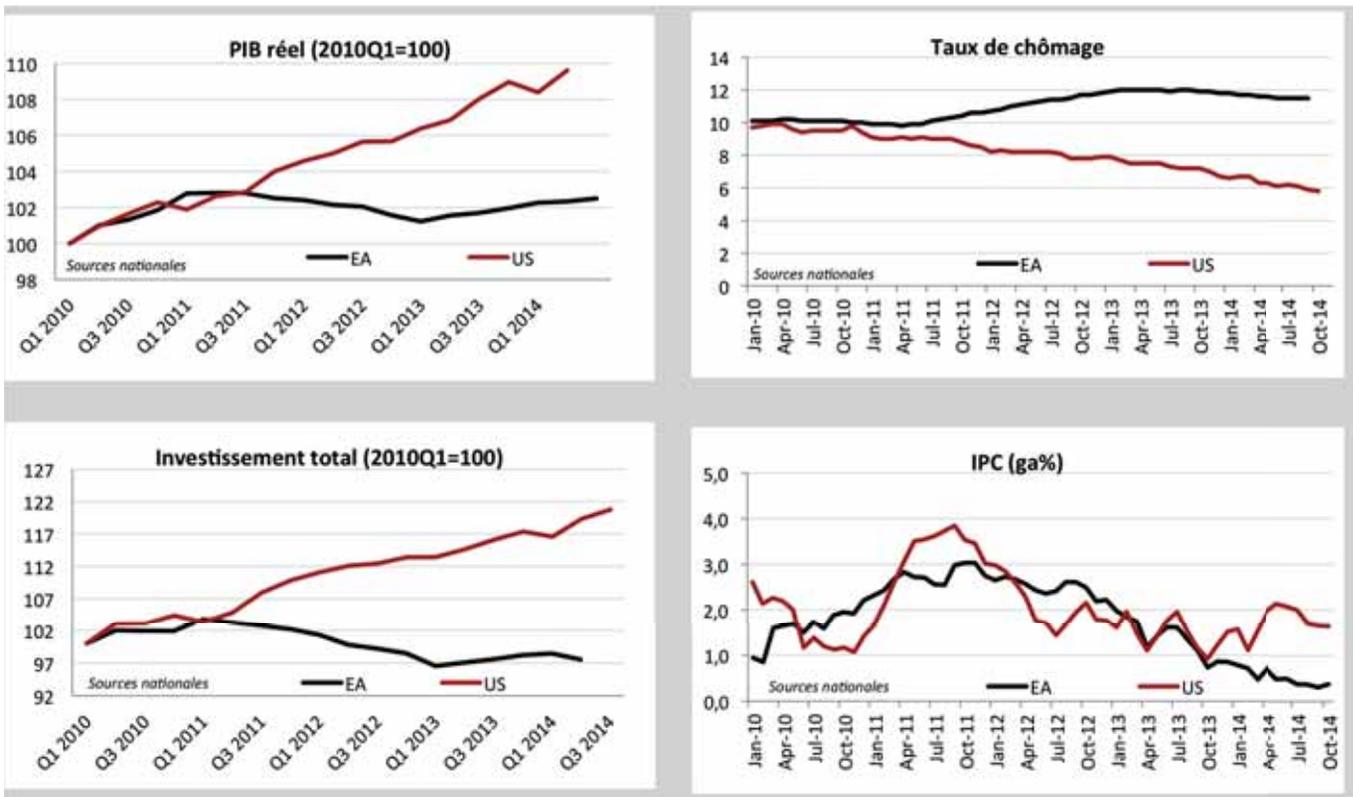
Les politiques monétaires n'ont pas (encore) divergé

La Fed a amorcé timidement son processus de normalisation à partir du début 2014 en réduisant ses achats de titres

(*tapering*) tout en confirmant son intention de geler ses taux. La BCE a abaissé les siens en septembre 2014, elle continue de refinancer les banques de façon illimitée, à taux fixe, et a lancé de nouvelles mesures non conventionnelles. Ainsi, les marchés n'ont anticipé une divergence qu'à partir du printemps 2014 (voir les Graphiques 5 et 6 de la page 19).

Pour autant, les deux banques centrales ne sont pas « à fronts renversés ». La divergence d'évolution à partir de la fin 2012 entre le bilan de la Fed, suite au lancement du programme d'achat de titres (« QE3 »), et celui de la BCE (voir les Graphiques 7 et 8 de la page 20) est à cet égard souvent mal interprétée.

Tout d'abord, le mouvement inverse s'est produit en 2012 à la suite des opérations massives de financement à très long terme (LTRO) de la BCE. En outre, la contraction récente du bilan de la BCE reflète non pas un resserrement de sa politique, mais une moindre demande de refinancement de la part des banques. Enfin, la BCE a instauré, depuis septembre 2014, un taux négatif sur les dépôts des banques pour les inciter à en faire un meilleur usage, c'est-à-dire à accorder des crédits à l'économie. On ne voit donc pas de différence marquée entre les politiques monétaires ou entre les conditions financières des deux zones (avec des taux d'intérêt réels à court terme négatifs, et à 10 ans historiquement bas). Mais le découplage macroéconomique les fait apparaître anormale-



Graphiques 1, 2, 3, et 4.

ment accommodantes aux États-Unis et bien adaptées à la reprise fragile de la zone euro.

La Fed sous pression

Aux États-Unis, les derniers indicateurs confirment la vigueur de la reprise : croissance du PIB de 5 % en rythme annuel au 4^{ème} trimestre 2014, créations d'emplois supérieures à 250 000 unités en moyenne sur les six derniers mois, taux de chômage à 5,8 % en novembre – lequel n'est plus très éloigné du seuil de 5,5 % que la Fed considère « naturel » dans le cadre de son double mandat de plein emploi et de stabilité des prix. À +1,7 %, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) se rapproche du seuil de référence de 2 %. La situation des banques et l'offre de crédit se normalisent, la confiance des consommateurs est au plus haut, l'investissement productif reprend et le marché du logement a été assaini. La dynamique de croissance est donc bien enclenchée et les prévisions convergent sur une trajectoire située entre 2,5 % et 3 % en 2015 et 2016 (avant prise en compte de l'effet net positif de la baisse du prix du pétrole et de la hausse du dollar).

Dans ces conditions, le maintien d'une politique ultra-accommodante (*lower for longer*) est plus délicat à justifier, cela d'autant plus que l'*output gap* se ferme (le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie est revenu à sa moyenne de long terme) et que la baisse du taux de participation (supposée expliquer la baisse rapide du taux de chômage) est un phénomène essentiellement structurel ⁽¹⁾.

Cependant, la Fed a plaidé qu'en raison du caractère exceptionnel de la crise financière ("*This time is different*" ⁽²⁾), une politique

monétaire très stimulante se justifiait pour limiter la dégradation de l'emploi et ses effets d'hystérèse sur la croissance potentielle ⁽³⁾. Dans la même veine, des personnalités académiques influentes, comme M. Woodford ⁽⁴⁾, préconisent de maintenir des taux très bas aussi longtemps que cela sera nécessaire pour compenser la phase où ils ont été contraints par la limite du taux zéro, et de tolérer un taux d'inflation au-dessus du seuil de référence pour compenser la période où il a été au-dessous de ce seuil (ce qui revient à cibler le niveau des prix).

Cette approche est controversée. Les institutions financières commencent à appréhender l'impact négatif d'une courbe de taux aplatie sur leurs marges (même si elles redoutent à court terme l'impact de la normalisation sur des bilans très sensibles aux hausses de taux). Les milieux académiques, dont le rôle de validation des choix de politique économique n'est pas négligeable outre-Atlantique, évoquent les effets pervers de l'écrasement des primes de terme, qui est plus propice au *risk-taking* qu'à l'investissement de long terme (J. Taylor, M. Feldstein), l'inefficacité de la politique monétaire pour traiter les problèmes structurels (A. Meltzer) et les risques d'une

(1) AARONSON (S.) & alii, "Labor force participation ; recent developments and future Prospects", FRB Staff Papers, 2014-64.
 (2) Allusion à l'ouvrage célèbre de REINHART (C.) & ROGOFF (K.), Princeton University Press, 2009.
 (3) ENGLISH (W.) & alii, "The Federal reserve's Framework for Monetary Policy - Recent Changes and New Questions", FRB Staff Papers, 2013-76.
 (4) WOODFORD (M.), "Methods of Policy Accomodation at the Zero Lower Bound", article présenté à la Conférence de la Fed de Kansas City, Jackson Hole, septembre 2012.

« *secular stagnation* » (L. Summers) ou ses effets de redistribution (D. Acemoglu, S. Johnson).

Entre règle et discrétion

Comme la BCE, la Fed a un mandat de stabilité des prix, mais elle vise aussi le plein emploi. En situation normale, cette différence ne doit pas être surestimée : les banques centrales suivent une règle implicite du type « règle de Taylor » visant à minimiser les écarts entre l'inflation observée et l'inflation ciblée (*inflation gap*), d'une part, et la croissance effective et la croissance potentielle (*output gap*), d'autre part. À la limite du taux zéro, elles ont eu recours à des mesures non conventionnelles et ont cherché à guider les anticipations au-delà de la partie courte de la courbe des rendements. Cette *forward guidance* fixe une règle transitoire de gestion et de sortie de crise. La BCE a ainsi annoncé, en 2013, qu'elle entendait maintenir ses taux « aux niveaux actuels ou inférieurs, pour une longue période » ("*at present or lower levels for an extended period of time*"), et elle s'est engagée, fin 2014, à prendre de nouvelles mesures d'assouplissement si nécessaire. Ces mesures ont été annoncées le 22 janvier 2015 (voir *infra*).

Aux États-Unis, la *forward guidance*, qui a connu quelques avatars, suscite plus de scepticisme que d'adhésion quant à sa capacité à éclairer les anticipations ⁽⁵⁾. J. Yellen semble en avoir pris acte. À l'issue de la réunion du FOMC ⁽⁶⁾ de septembre 2014, elle a indiqué son souci de flexibilité et nié toute interprétation mécanique des projections de cet organisme ("*We don't want to be locked*"). C'était faire l'éloge de la discrétion ⁽⁷⁾. Lors de sa réunion de décembre 2014, le FOMC a encore minimisé la portée de sa formule "*for a considerable time*", indiquant qu'il serait ("*...*) *patient in beginning to normalize the stance of monetary policy*". La Fed a repris la main.

Un processus de normalisation bien planifié

La Fed en a décrit la mécanique dans un communiqué du 17 septembre 2014 intitulé *Policy Normalization - Principles and*

Plans : a) décision de relever le corridor-cible du taux des *Fed funds (liftoff)*, b) ajustement du taux des réserves excédentaires des banques pour maintenir le taux des *Fed funds* dans ce corridor, c) mobilisation, si nécessaire, des facilités *reverse repurchase agreements* et *fixed term deposits* - déjà en place - comme instruments complémentaires de drainage de la liquidité, d) réduction graduelle des réinvestissements (en intérêt et en capital) des titres venant à échéance, e) cessions à plus long terme en fonction des nécessités de politique monétaire ("*the Fed will hold no more securities than necessary to implement monetary policy efficiently and effectively*").

La méthode est fixée, mais pas le calendrier. Le centre de gravité du FOMC, dont trois membres font dissidence, jugeant la communication trop accommodante (*dovish*) ⁽⁸⁾, le troisième l'estimant, au contraire, trop restrictive (*hawkish*) ⁽⁹⁾, semble évoluer avec Bill Dudley, Président de la Fed de New York, son membre le plus à l'écoute et le plus écouté de Wall Street, qui a récemment évoqué la possibilité d'un relèvement des taux dès la mi-2015 ⁽¹⁰⁾. Mais, étrangement, les marchés semblent rester sourds à ces signaux et leurs anticipations restent calées sur la fin 2015 ⁽¹¹⁾.

(5) La Fed a annoncé, en décembre 2008, le maintien de taux bas "for some time", puis, en mars 2009, "for an extended period", puis elle a repoussé à trois reprises l'échéance d'un relèvement (fixée successivement à mi-2013, fin 2014 et mi-2015) avant de le conditionner, en décembre 2012, à des échéances "data dependant", en particulier à un seuil de 6,5 % pour le taux de chômage. Mais, ce dernier ayant été atteint plus vite que prévu, elle est revenue en mars 2014 à une formulation plus vague ("for a considerable time after the asset purchase program ends"). Par ailleurs, son annonce d'une réduction des achats de titres (tapering) ayant suscité de vives réactions des marchés à l'été 2013, elle a décidé d'y surseoir en septembre 2013, avant de l'amorcer en janvier 2014.

(6) Federal Open market Committee, instance souveraine et décisionnaire de la Réserve fédérale.

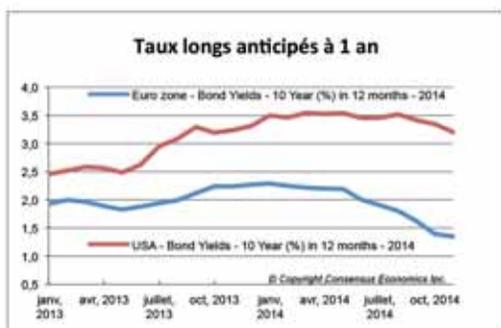
(7) Voir EISENBEIS (Bob), Is Federal Reserve forward guidance dead?, Cumberland Advisors Commentary, sept. 20, 2014. Notons que, sur le fond, la Fed n'est pas très éloignée de l'ancienne formule "We never pre-commit" de Jean-Claude Trichet.

(8) PLOSSER (C.), Fed de Philadelphie, et FISHER (R.), Fed de Dallas.

(9) KOCHERLAKOTA (N.), Fed de Minneapolis.

(10) DUDLEY (B.), The 2015 Economic Outlook and the Implications for Monetary Policy, Remarks at the Bernard Baruch College, NYC, Dec. 1, 2014 (Dudley (B.) est Président de la NYFed, qui est le bras opérationnel de la Réserve fédérale).

(11) Le Vice-président du FRB, S. Fisher, dans une interview au Wall-Street Journal, le 8 décembre 2014, remarquait : "You may say, 'How can the markets have a correct date if you don't tell them?'. En tous cas, la Fed n'est pas "behind the curve".



Graphiques 5 et 6.

© Consensus Economic Inc

L'enclenchement d'un cycle de hausse des taux laisse deux questions ouvertes : celle du taux d'intérêt d'équilibre compatible avec le potentiel de croissance des États-Unis ("How far?") et celle de la vitesse d'atteinte de ce taux ("How fast?"). Si la réponse à la première question est assez claire - le FOMC anticipe un taux des *Fed funds* de 3,75 % à long terme, soit un taux réel de l'ordre de 1,5 % cohérent avec l'hypothèse d'une croissance potentielle stabilisée autour de 2 % -, la Fed reste plus évasive sur la seconde (elle agira en fonction de la réaction des marchés et de l'évolution des données).

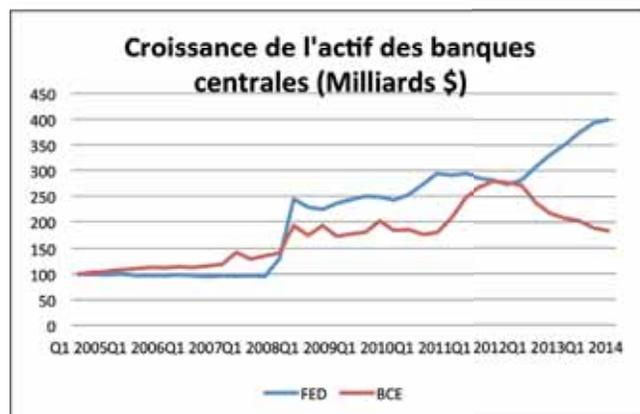
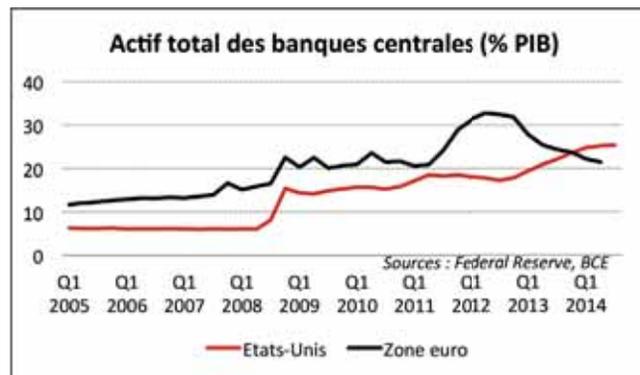
Zone euro : reprise fragile et inflation (trop) faible

La BCE n'en est pas encore là. Elle a souscrit début décembre au diagnostic consensuel d'une reprise lente (0,8 % en 2014 et 1,0 % en 2015) assortie d'un taux de chômage proche de 11 % et d'un écart de production encore significatif. Surtout, l'inflation (+0,5 % en 2014, +0,7 % en 2015) resterait sous l'objectif ("*below but close to 2 %*"), alors que l'impact de la chute du prix du pétrole n'a été que partiellement intégré. Ce choc est certes favorable à la croissance - il serait l'équivalent d'un transfert de revenus vers la zone euro de l'ordre de 200 milliards d'euros, soit 2 % du PIB -, mais il va tirer transitoirement l'indice des prix en territoire négatif. Zone à risque, car, si les anticipations paraissent encore bien ancrées à moyen terme (entre 1,7 % et 1,8 % à l'horizon de 2019, selon les indicateurs), elles suivent de (trop) près l'inflation observée à court terme. Il est donc crucial de ne pas les « valider »⁽¹²⁾.

Par ailleurs, la faible croissance nominale contraint les marges de manœuvre budgétaires de plusieurs pays de la zone et elle complique le retour de leurs dettes vers des trajectoires soutenables. En outre, l'impact des réformes structurelles visant à renforcer la croissance potentielle, dont la mise en œuvre est parsemée d'embûches, est décalé dans le temps ("*short term pains, long term gains*"). La politique monétaire se retrouve de *facto* en première ligne.

De nouvelles mesures non conventionnelles

À l'été 2014, la BCE avait déjà renforcé et élargi sa panoplie d'instruments : taux principal abaissé à 0,05 % et mise en place, au taux de 0,15%, d'opérations ciblées de refinancement à quatre ans (TLTRO) gagées sur la croissance du crédit bancaire aux entreprises, et lancement de programmes d'achat de titres (*covered bonds* et ABS) étalés sur deux ans. Il est trop tôt pour évaluer l'impact de ces mesures, même si des effets sont déjà perceptibles sur la courbe des taux et l'offre de crédit⁽¹³⁾. Ces mesures sont adaptées au contexte de la zone euro, qui diffère de celui des États-Unis à plusieurs égards : absence d'un marché unique de titres (en particulier, souverains), fragmentation spatiale des conditions de financement, prééminence du rôle des banques par rapport aux marchés (dans un rapport de 80/20, symétrique à celui



Graphiques 7 et 8.

des États-Unis), effets de richesse faibles. En outre, les taux d'intérêt sont aujourd'hui beaucoup plus bas (prix des actifs beaucoup plus haut) qu'au moment où la Fed a démarré ses programmes d'achat de titres.

La BCE a ainsi privilégié jusqu'à présent le canal du crédit, tout en jouant de l'effet de signal par sa *forward guidance* ou en allongeant ses opérations de refinancement. À l'issue du conseil des Gouverneurs du 22 janvier 2015, elle a abaissé les conditions de sa facilité TLTRO, désormais au même taux que son taux principal de refinancement, et elle a surtout annoncé le lancement d'un programme élargi d'achat de titres à l'horizon de septembre 2016, à un rythme de 60 milliards d'euros par mois (incluant les programmes d'achat de *covered bonds* et d'ABS)⁽¹⁴⁾. L'extension de son programme d'achats de titres aux marchés des dettes souveraines (et des institutions européennes), dont l'objectif affiché est de faire revenir les anticipations en ligne avec son objectif d'inflation

(12) Voir NOYER (C.), *The Power of Monetary Policy*, Paris Europlace Financial Forum, Tokyo, 25 novembre 2014.

(13) Voir les enquêtes Bank Lending Surveys conduites dans l'Eurosy-tème.

(14) Voir "Introductory statement to the press conference", 22 janvier 2015.

(15) Voir PRAET (P.), "Current Issues in Monetary Policy", discours au PIIE, Washington DC, 9 décembre 2014.

Praet (P.) analyse les canaux par lesquels ces nouvelles mesures pourraient transiter. Il clarifie aussi leur impact quantitatif : "(...) Asset purchases are not an end in themselves. They are not a target of monetary policy. They are an instrument of policy. They are an instrument of policy. Notons que la Fed, tout en calibrant ses achats en fonction de la taille des marchés et de l'impact qu'elle en escomptait, n'a jamais fixé de cible pour le total de son bilan.

“*below, but close to 2%*” à moyen terme installe à certains égards la BCE en *terra incognita* ⁽¹⁵⁾ du fait de la complexité des canaux mobilisés par les outils quantitatifs de la politique monétaire. Les modalités d'intervention de la BCE se rapprochent ainsi désormais de celles de la Fed, mais aussi de celles de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon.

Après la crise : des défis communs à relever

Réunies hier dans les crises, déconnectées aujourd'hui, en sortie de crise, la Fed et la BCE, comme toutes les banques centrales, seront demain confrontées aux mêmes interrogations ⁽¹⁶⁾. Elles portent notamment :

- sur la définition des politiques d'objectifs dans un univers de croissance potentielle et d'inflation (plus) faibles impliquant un taux d'intérêt « naturel » plus bas qu'avant la crise ⁽¹⁷⁾ (mais aussi des taux réels plus élevés qu'aujourd'hui, où ils sont négatifs). Un point plus controversé a trait au calibrage des cibles d'inflation, que certains proposent de réviser ⁽¹⁸⁾. Cette proposition est encore à ce jour réfutée avec trois arguments forts : en premier lieu, le seuil de référence de 2 % fournit un *buffer* permettant de pratiquer des taux réels négatifs sans toucher la limite du taux zéro. Ensuite, pourquoi lever l'ancre, alors qu'il est crucial de stabiliser le point d'ancrage ? Enfin, la cible de 2 % étant la seule variable de politique monétaire commune aux principales banques centrales, elle constitue un référent utile de coopération internationale ⁽¹⁹⁾.

- sur l'articulation de leur mission de politique monétaire avec leur mission de politique de stabilité financière. Les banques centrales devront-elles (davantage) prévenir les déséquilibres financiers et l'essor de « bulles » sur les prix d'actifs (“*Leaning versus cleaning*”) ⁽²⁰⁾ ? Comment concilier au mieux leurs responsabilités accrues de supervision et de résolution des crises bancaires avec leurs objectifs monétaires ? Ces questions se posent aujourd'hui dans le cadre de la politique « macro-prudentielle » qui vise à mettre en cohérence les actions (et les nombreux acteurs) qui concourent à la stabilité financière. Ce cadre doit encore être précisé sur les plans conceptuel et opérationnel. Les banques centrales devraient y assumer leur rôle de leader naturel, ce qui justifiera probablement une interprétation élargie de leur mandat.

- sur la communication, enfin. Il est loin le temps où Montagu Norman ⁽²¹⁾ déclarait : “*Never explain, never excuse*”. Un peu

moins lointain est celui où Alan Greenspan assumait tranquillement l'opacité de ses messages ⁽²²⁾, et encore moins celui où J.C Trichet rétorquait à des journalistes trop curieux : “*We never pre-commit*”. À la limite du taux zéro, les banques centrales ont délivré des signaux explicites sur l'avenir de leurs taux directeurs ou sur celui de leurs mesures non conventionnelles (voir *supra*). L'expérience récente aux États-Unis suggère que cette *forward guidance*, dans la phase très incertaine de sortie de crise, impose des changements de cap qui sont de nature à dérouter l'opinion ou les marchés. Le défi est de concilier flexibilité (face à une conjoncture capricieuse), crédibilité (pour ancrer efficacement les anticipations) et l'*accountability* indispensable vis-à-vis des mandants et de l'opinion publique.

Faudra-t-il, enfin, rétablir une communication plus « conservatrice », une fois levée la contrainte du taux zéro et rétablies les règles de gestion usuelle des politiques monétaires ?

La Fed semble avoir implicitement répondu par l'affirmative. Il semble encore trop tôt pour la BCE de le faire à son tour.

(16) Voir, sur ce vaste sujet, le n°113 de la Revue d'Économie Financière consacré au thème : « Les Banques centrales - Crises et Défis », mars 2014.

(17) La thèse d'une secular stagnation popularisée par Summers (L.) et argumentée par Gordon (R.) n'est toutefois pas consensuelle en raison (surtout) de divergences sur l'impact de l'essor des TIC sur la productivité. Les projections des membres du FMOC s'inscrivent encore dans une fourchette de 1,8 à 2,6 %. Pour la zone euro, les estimations convergent un peu en-dessous de 1 %.

(18) Voir, par exemple, ELSE (M.), The Upside of Europe's Ebbing Inflation, WSJ, Dec.2, 2014. Rappelons qu'à l'inverse, le FMI avait suggéré en 2008 de réviser ces cibles d'inflation de 2 à 4 % pour desserrer les contraintes monétaires.

(19) Voir, sur ce thème, COEURÉ (B.), The global and european aspects of policy coordination, Global Research Forum on International Macroeconomics and finance, Washington DC, 14 November 2014.

(20) BORIO (C.), “Monetary Policy and Financial Stability: what role in prevention and recovery?”, BIS Working Papers, n°440, January 2014.

(21) Gouverneur de la banque d'Angleterre de 1920 à 1944.

(22) “If I turn out to be particularly clear, you've probably misunderstood what I've said” (« Si c'est clair pour vous, c'est que vous m'avez sans doute mal compris »).

L'impact de la réglementation bancaire sur le modèle de financement de l'économie

Par Clémentine GALLÈS

Responsable des Études macrosectorielles, Société Générale

et Olivier GARNIER

Chef-économiste et membre du Comité de direction du groupe Société Générale

Depuis 2009, les banques doivent s'ajuster massivement sous la pression cumulée de la crise économique et financière, des régulateurs et des investisseurs. La place et le rôle de l'intermédiation financière sont dans une phase de modification importante, notamment dans la zone euro, et plus particulièrement en France. Ces changements ne resteront cependant pas sans conséquence pour les autres acteurs du financement de l'économie. En effet, cette modification significative de la taille et de la structure des bilans bancaires poussée par les changements réglementaires prudeniels produit des effets indéniables sur le risque supporté *in fine* par les ménages, les entreprises et les autres intermédiaires financiers.

Cet article analyse les conséquences potentielles de ces modifications sur le modèle de financement de l'économie dans son ensemble ⁽¹⁾. La première partie rappelle les caractéristiques des différents modèles d'intermédiation financière existants. La deuxième partie illustre les évolutions récemment observées dans la zone euro et en France en particulier, et souligne les enjeux de la poursuite de ce processus au regard du bouclage macro-financier global. Enfin, la troisième et dernière partie pose les questions de l'impact de ce nouveau contexte de financement en termes de stabilité financière et de la cohérence de ces changements avec d'autres mesures en cours de discussion au niveau européen.

Le rôle et la place de l'intermédiation financière dans le financement de l'économie

Le financement de l'économie est confronté à un déséquilibre « originel » entre l'offre et la demande d'épargne. Du côté de l'offre, les ménages (globalement prêteurs nets) ont une préférence marquée pour la liquidité et la sécurité. Côté demande, les entreprises non financières et les administrations

publiques (globalement emprunteurs nets) ont par nature des besoins de financement plus longs et/ou plus risqués.

Ce déséquilibre entraîne un besoin de transformation de l'épargne en matière de maturité et de risque. Même si ce besoin existe dans tous les pays, son ampleur est variable : il est plus important dans les pays d'Europe continentale que dans les pays anglo-saxons du fait notamment que les systèmes de retraites y reposent davantage sur la répartition que sur la capitalisation. Des facteurs aussi divers que la fiscalité, l'éducation financière et le degré de développement du système financier peuvent aussi influencer sur l'ampleur de ce besoin de transformation.

Pour répondre à ce déséquilibre, différentes structures de financement existent, qui accordent des rôles plus ou moins importants aux deux types de financement :

- *le financement par intermédiation de bilan* : les intermédiaires financiers prennent en charge dans leurs bilans tout ou partie du risque au bénéfice des épargnants et des emprunteurs.

(1) Cette note est largement inspirée de la contribution d'Olivier Garnier, rapport du Conseil d'Analyse Économique, n°104, « Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », 2012.

Ainsi, les banques portent dans leurs bilans le risque de transformation de la maturité et du risque entre des dépôts le plus souvent sans risque et liquides, et des crédits généralement à maturité plus longue et d'une nature plus risquée ;

- le financement de marchés en direct ou par intermédiation de marché. En direct ou par l'intermédiaire de fonds d'investissement (comme les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)), l'offre et la demande d'épargne se rencontrent, mais les risques restent, en principe, supportés *in fine* par les épargnants.

Aux États-Unis, ce sont les financements de marchés qui dominent, tandis que dans la zone euro ainsi qu'en France, les financements par intermédiation de bilan apparaissent prépondérants. La différence la plus notable se situe dans le faible poids des prêts bancaires aux États-Unis (à peine 15 % du financement total des ménages, entreprises non financières et administrations publiques considérés dans leur ensemble, y compris les financements en actions - cotées et non cotées) comparativement à la zone euro (un peu plus de 40 % du financement des mêmes secteurs non financiers). L'écart est même encore plus prononcé lorsque l'on ne considère que le financement du secteur privé non financier (ménages + entreprises non financières) : moins de 20 % du total aux États-Unis, contre près de 60 % dans la zone euro. Cela reflète non seulement le plus grand recours du secteur privé aux financements dits de marchés (titres de dettes et actions), mais aussi le développement beaucoup plus important de la titrisation aux États-Unis (notamment en matière de prêts immobiliers).

Il convient toutefois de souligner que le risque de transformation n'a pas forcément disparu dans un système désintermédié. Tout d'abord, ce risque peut, par exemple, être supporté directement par les émetteurs eux-mêmes, si ceux-ci financent leurs investissements à long terme par des obligations de plus courtes durées. D'autre part, et surtout, la plus grosse partie des fonds d'investissement offrent à leurs détenteurs une liquidité journalière, alors même que certains de leurs actifs ne sont qu'imparfaitement liquides, notamment en temps de crise. De ce fait, ils peuvent dans certaines circonstances être eux aussi victimes de phénomènes de *run* (fuite des détenteurs), comme on l'a vu en 2007-2008 pour certains fonds monétaires.

Des changements réglementaires modifiant le bouclage macro-financier

Vers un modèle de financement plus désintermédié en Europe (en France, en particulier)...

En raison de risques plus importants portés à leurs bilans, les banques de la zone euro sont particulièrement concernées par l'ajustement aux nouvelles réglementations prudentielles bancaires regroupées dans les Accords de Bâle III, qui visent à durcir les contraintes sur différents axes : capital, levier, liquidité... Cet ensemble de contraintes encourage chaque banque à réduire la taille de son bilan et à y porter moins de transformations des risques (de crédit et de liquidité). Pour ce faire, elles mettent en place des stratégies qui leur permettent

d'ajuster à la fois leur passif (augmentations de capital, rétention des profits, allongement de la dette, rémunération accrue des dépôts...) et leur actif (réduction d'activités de prêts à long terme ou ne procurant pas de dépôts, réduction du risque porté au bilan par recours au modèle « origination, puis distribution » et à la titrisation...).

Les banques européennes se sont déjà largement adaptées, augmentant significativement leurs ratios de capital depuis 2008, ainsi que leurs différents ratios de liquidité. Par exemple, si l'on regarde le ratio de capital « Core equity Tier 1 », qui sert désormais de référence, celui-ci a dépassé 10 % fin 2013, progressant de 3,6 points de pourcentage depuis juin 2011 ⁽²⁾.

En contrepartie, le processus de désintermédiation des financements (vers moins d'intermédiation de bilan et vers plus d'intermédiation de marché) est déjà bien enclenché, en particulier en France. En effet, dans la zone euro, le financement des sociétés non financières par les marchés représente aujourd'hui 20 % de leur endettement, contre 13 % en 2009. C'est en France que le mouvement est le plus marqué, avec une part du financement de marchés qui représente aujourd'hui 36 % de l'encours de la dette des sociétés non financières, contre 26 % en 2009 (et même les deux tiers des flux nets d'endettement sur les neufs premiers mois de 2014). En Italie et en Allemagne, ce mouvement de désintermédiation des financements est également visible, mais dans des proportions qui restent moins importantes. En Espagne, le financement désintermédié reste quasi inexistant à ce jour pour les entreprises, il n'est donc pas du tout venu compenser l'effondrement du crédit bancaire.

L'application complète de Bâle III s'étalant jusqu'en 2019, cet ajustement des circuits de financement de la zone euro devrait se poursuivre.

... nécessitant une adaptation de la structure de l'épargne et des placements des entreprises

Par un effet miroir, toute modification de la taille et de la structure du bilan du système bancaire a pour contrepartie des ajustements dans le bilan du secteur non bancaire considéré dans son ensemble ⁽³⁾. Ainsi, à montant et à structure inchangés des investissements finaux, si le système bancaire prend moins de risque de transformation dans son bilan, ce risque devra alors être assumé par les autres intermédiaires financiers, les épargnants ou les emprunteurs. En d'autres termes, les ajustements des bilans bancaires ne pourront se faire sans trop pénaliser le financement à long terme de l'économie que si plusieurs types d'ajustements s'opèrent parallèlement du côté du secteur non financier :

- il faut augmenter la part des placements à long terme dans l'épargne financière totale afin que la réduction de la capacité de transformation du secteur bancaire ne se fasse pas par la diminution de l'investissement productif de long terme ;

(2) Source EBA, « Basel III monitoring exercise », septembre 2014, sur ratio CRDIV.

(3) On néglige ici les ajustements financiers qui pourraient être réalisés avec des non-résidents plutôt qu'avec des résidents non bancaires.

- il faut aussi accroître les possibilités d'accès direct aux marchés ou aux investisseurs (en substitution des prêts bancaires) pour les emprunteurs n'ayant pas du tout (ou que difficilement) la capacité d'émettre directement sur les marchés.

Mais de telles évolutions qui touchent à la structure de l'épargne vont nécessairement prendre beaucoup de temps.

Du côté de l'épargne, on sait en effet que les comportements font preuve d'une grande inertie. En outre, si l'on considère le cas de la France, on constate même que la part des placements risqués dans le patrimoine financier total des ménages n'a cessé de diminuer au cours des quinze dernières années. Or, plusieurs facteurs pourraient encore amplifier cette tendance qui va à rebours de ce qui serait souhaitable dans un système plus désintermédié. D'une part, le vieillissement de la population devrait accroître le poids des placements non risqués. D'autre part, et surtout, l'évolution récente de la fiscalité de l'épargne (avec notamment la soumission des revenus mobiliers au barème de l'impôt sur le revenu) a pénalisé encore davantage les placements risqués par rapport à certains placements non risqués bénéficiant d'exonérations ou de régimes privilégiés

Du côté des emprunteurs, les évolutions sont plus rapides, même si elles se produisent de façon inégale, et elles sont d'ailleurs déjà bien engagées. Les grandes entreprises se financent désormais quasi-exclusivement sur les marchés. Pour les entreprises de taille intermédiaire, qui n'ont pas directement accès aux marchés, des mécanismes de placements privés de leurs dettes tendent à se développer rapidement, même si les montants restent encore modestes d'un point de vue macroéconomique. Enfin, pour les PME et les TPE, il est vraisemblable que les prêts bancaires vont rester leur principal mode de financement, cela d'autant plus que les banques souhaitent maintenir une relation commerciale étroite avec elles, cette clientèle leur procurant des dépôts considérés comme stables. La BCE cherche par ailleurs à encourager la titrisation des prêts aux PME sous une forme simple et transparente, mais cela va probablement prendre du temps.

Durant la phase de transition, la lenteur de ces ajustements pourrait être source de difficultés de financement pour certaines entreprises. Toutefois, à l'horizon des prochaines années, ces difficultés devraient rester limitées en raison du contexte macroéconomique attendu dans la zone euro : la demande de financements demeurerait en effet bridée par la poursuite du désendettement du secteur non financier et par une atonie prolongée de la croissance.

Implications sur le modèle de financement de l'économie et le partage des risques entre agents financiers et agents non-financiers

Un enjeu de stabilité financière

Ces profondes modifications des circuits de financement de l'économie ne sont pas sans conséquence pour la stabilité financière. L'objectif premier du durcissement de la régle-

mentation est certes de renforcer la stabilité. Néanmoins, à volume inchangé d'investissements longs et risqués, les risques jusqu'à présent supportés par les banques vont d'une manière ou d'une autre être reportés sur d'autres acteurs, notamment sur les épargnants, les entreprises ou les autres intermédiaires financiers (*shadow banking*). On peut se demander si ce report des risques aboutira ou non à un réel gain en matière de stabilité financière. Le report sur les épargnants permettra certes de disséminer davantage les risques, mais au sein d'une population ayant une moindre capacité à les gérer (toutes les études confirment le niveau relativement faible de l'éducation financière des épargnants) et encore plus sujette qu'avant la crise à des comportements procycliques ou à des paniques. Le report sur les entreprises rendra leur accès aux financements plus vulnérable à la volatilité des marchés financiers. Enfin, et surtout, les risques systémiques pourraient se concentrer dans le *shadow banking*, qui est par nature moins supervisé et moins régulé que le secteur bancaire. Cela deviendrait très problématique, si les banques centrales devaient alors passer du rôle de prêteur aux banques en dernier ressort à celui de *market-maker* en dernier ressort.

Quelle compatibilité avec les autres changements réglementaires ?

Du point de vue de la stabilité macro-financière, tout cela milite pour une approche plus élargie et plus intégrée de la réglementation prudentielle, et non plus cantonnée aux seuls bilans des banques (ainsi qu'à ceux des assureurs). Le cas déjà évoqué du système bancaire parallèle (*shadow banking*) est bien sûr au cœur de cette problématique. Mais, outre la difficulté de définir et de délimiter ce secteur, une question de fond se pose. D'un côté, il est souhaitable d'avoir un cadre réglementaire qui soit le plus uniforme et le plus exhaustif possible afin d'éviter des stratégies d'arbitrage réglementaire. Et de l'autre, du point de vue de sa stabilité, le système financier a besoin d'une certaine « éco-diversité » : si tous les types d'institution financière sont soumis aux mêmes contraintes prudentielles, tous vont alors réagir de la même manière et de façon synchrone en cas de choc macro-financier, ce qui en amplifiera la transmission.

Le processus de désintermédiation induit par l'évolution de la réglementation bancaire soulève par ailleurs la question de sa compatibilité avec l'évolution de la réglementation en matière de protection des épargnants. En effet, cette dernière vise à juste titre à éviter le *mis-selling* de produits financiers auprès d'épargnants peu ou mal avertis (voir, par exemple, la directive MIF - marchés d'instruments financiers). Mais, en contrepartie, cela peut dissuader les institutions financières de vendre des placements « à risques ».

Enfin, se pose la question de la compatibilité entre les changements réglementaires et les réformes concernant la structure du système bancaire. Ainsi, au niveau européen, les propositions visant à séparer certaines activités de marché (dont celles de la « tenue de marché ») exercées par des banques dites « universelles » ou de cantonner celles-ci à certaines activités ne sont pas forcément cohérentes avec l'objectif de développer les financements par les marchés.

De l'union bancaire à l'union des marchés de capitaux

Au-delà des changements réglementaires, deux grandes évolutions en cours ou à venir vont profondément influencer le financement de l'économie européenne au cours des années qui viennent : d'une part, l'union bancaire dans la zone euro, dont le mécanisme de supervision unique (en place depuis novembre 2014) constitue la première étape et, d'autre part, le projet de création d'une union des marchés de capitaux au niveau de l'ensemble de l'Union européenne, qui constitue une des priorités de la nouvelle Commission.

Le premier objectif de l'union bancaire (non seulement *via* un mécanisme unique de supervision, mais aussi *via* un mécanisme de résolution unique (MRU) pour les banques en difficulté) est de rompre le lien entre les États membres de l'Union européenne et leurs systèmes bancaires respectifs. Durant la crise, ce lien a en effet contribué à fragmenter la liquidité et le crédit au niveau des frontières nationales. À plus long terme, au-delà de ce premier objectif, l'union bancaire devrait aussi favoriser le développement d'un marché bancaire unique.

Le projet d'union des marchés de capitaux reste, quant à lui, complètement embryonnaire ; il s'agit d'un concept en cours

de construction. Il semble néanmoins être lié à l'objectif des autorités européennes d'aller vers un modèle de financement moins dépendant du crédit bancaire et reposant, par conséquent, plus largement sur un grand marché unique européen des capitaux. En d'autres termes, il s'agirait de permettre à une entreprise de pouvoir se financer plus facilement par des émissions d'actions ou d'obligations dans des conditions qui ne dépendent pas de son pays d'appartenance. Cela soulève notamment de nombreux problèmes d'harmonisation, qui vont de la réglementation des opérations sur valeurs mobilières au droit des faillites en passant par la fiscalité. Plus fondamentalement, il sera difficile d'aller vers un grand marché unique des capitaux sans création d'un grand marché unique de l'épargne.

Au total, même s'il y a encore beaucoup d'étapes délicates à franchir avant d'arriver à de véritables unions tant dans le domaine des banques que dans celui des marchés de capitaux, on peut prévoir qu'à terme le modèle de financement de la zone euro aura profondément évolué : il sera tout à la fois plus intégré et moins dépendant du crédit bancaire, mais ce, dans des proportions encore difficiles à prévoir.

La mère de toutes les régulations : le *Glass-Steagall Act*

Par Christian STOFFAËS
Ingénieur général des Mines honoraire

Six ans après le krach de la banque Lehman Brothers, les analyses convergent pour identifier l'origine de la crise financière. Une spéculation certes dissimulée aux regards par la sophistication des nouveaux instruments financiers, mais qui comme toutes les spéculations excessives s'achève dans le défaut des spéculateurs les plus imprudents : la spéculation sans fonds propres ou, plus précisément, des ratios de capital insuffisants chez les acteurs des marchés financiers, ou encore, dans le langage du métier, le contournement des normes prudentielles par un *leverage* insensé.

Alors qu'après dix ans de libéralisation sans limite la re-régulation des banques et des marchés financiers est aujourd'hui en marche, un regard historique est utile à la réflexion.

Début 1933, dans une atmosphère de chasse aux sorcières, alors que le chômage touche un tiers de la population et que les banques ont fermé leurs guichets aux déposants affolés, le Congrès (récemment élu) du New Deal détermine que la cause du krach est la spéculation boursière, avec des fonds exorbitants prêtés par les banques à leurs clients entraînés par l'atmosphère euphorique des années folles dans l'illusion de l'enrichissement facile. En résultat la législation Glass-Steagall prohibant l'accès aux marchés financiers aux banques de dépôt.

L'abrogation en 1999 de cette législation produisit un effet tout aussi dévastateur

On a joué au casino avec l'argent des déposants : comment expliquer autrement qu'un défaut sur un segment limité des marchés financiers, celui des *subprimes*, ait pu engendrer un séisme d'une telle ampleur.

L'irruption sur les marchés financiers des immenses ressources de la masse monétaire a eu trois conséquences : a) l'abondance des financements a engendré la hausse du prix des actifs, notamment immobiliers, b) l'insolvabilité au premier retournement des prix d'emprunteurs dépourvus de fonds de garantie, car ils se croyaient assurés contre les risques par les instruments financiers (en l'occurrence les *credits default swaps* – CDS) et, enfin, c) la nécessité pour les gouvernements de voler au secours des banques pour éviter

un enchaînement des défauts de paiement et des paniques financières (*too big to fail*).

Prendre des risques spéculatifs en s'endettant de manière excessive (ou en ayant souscrit une assurance contre le risque sans couverture sérieuse), c'est mettre sa solvabilité à la merci du moindre retournement des marchés.

Ainsi, en 1929, les appels de marge adressés aux boursicoteurs après le Jeudi noir les obligèrent à vendre en catastrophe les actions acquises à crédit.

Aujourd'hui, il en va de même du provisionnement en catastrophe à la suite du défaut de créances hypothécaires *subprimes* sorties du bilan par le jeu de leur titrisation au moyen de « véhicules » (les *Structured Investment Vehicles* – SIV) et autres « conduits ».

Comment expliquer qu'un défaut sur un segment somme toute limité des crédits hypothécaires ait pu déboucher sur une crise financière d'une telle ampleur ?

Le krach du véhicule Bear Stearns, en juillet 2007, révèle un ratio prudentiel (de 1 à 35) insuffisant à garantir des titres sans valeur dissimulés dans des véhicules structurés.

La faillite de la banque Lehman Brothers et le sauvetage de l'« assureur » AIG, en septembre 2008, ont révélé des ratios tout aussi stupéfiants, de 1 à 50. En réalité, les « véhicules d'investissements structurés » n'étaient pas hors bilan et ils n'étaient pas assurés contre le défaut, puisque les banques



Photo © RUE DES ARCHIVES/BCA

« Adoptée par le Congrès démocrate quelques semaines après l'inauguration de l'administration Roosevelt, la loi bancaire Glass-Steagall porte le nom des deux co-présidents de la commission d'enquête mise en place pour faire la lumière sur les causes du krach boursier et de la Grande Dépression qui s'ensuivit ». Le Président américain Franklin Delano Roosevelt signe le Glass-Steagall act le 16 juin 1933 (Debouts derrière lui (de gauche à droite) : Allen Barkley, Thomas Gore, Carter Glass, J.F.T. Connors, William McAdoo, Henry Steagall, Duncan Fletcher et Alan Goldsborough).

qui les avaient créés ont dû finalement les rapatrier et les provisionner.

Une petite explication opératoire s'impose, parce que ce bon diagnostic inspirera la solution qui devrait permettre que « plus jamais ça ne se reproduise » : il faut imposer aux banques des normes prudentielles garantissant celles-ci contre le risque systémique. Les débats officiels se sont - enfin ! - centrés sur la source de la crise.

1933 : La commission Pecora

Adoptée par le Congrès démocrate quelques semaines après l'inauguration de l'administration Roosevelt, la loi bancaire Glass-Steagall porte le nom des deux co-présidents de la commission d'enquête mise en place pour faire la lumière sur les causes du krach boursier et de la Grande Dépression qui s'ensuivit.

Ancien secrétaire au Trésor, Carter Glass, le sénateur libéral (c'est-à-dire de gauche) de l'État de Virginie était la bête noire de Wall Street. Il avait en 1913 fait instituer la Réserve Fédérale, dont la nécessité était apparue à la suite de la « panique du cuivre » de 1907.

Le sénateur Henry Steagall représentait, quant à lui, le Sud profond (l'État de l'Alabama) : cet ami des fermiers avait fait adopter l'assurance fédérale des dépôts bancaires (FDIC) qui était destinée à éviter les paniques des déposants affolés vidant leurs comptes : autre manifestation intolérable de dirigisme pour Wall Street...

Le flamboyant « Sunshine » Charlie Mitchell, président de la City Bank, démonte devant la commission d'enquête le mécanisme de la spéculation sans fonds propres. Son audition lors du procès de 1933, qui a été rapportée dans les mémoires du procureur Ferdinand Pecora publiés sous le titre *Wall Street sous serment* fait penser aux procès contemporains à Washington, là où comparurent, entre autres suspects, Richard Fuld, le président failli de la banque Lehman Brothers (surnommé le « Poison » ou le « Gorille » par Wall Street (jamais avare d'affectueux sobriquets)).

Les banques des années folles avaient encouragé leurs déposants à spéculer à la Bourse en leur prêtant des fonds pour leur permettre d'acheter des actions, et en s'enrichissant grâce aux commissions qu'elles prélevaient sur les ventes de ces titres. L'indice des cours de bourse fut multiplié par 4 entre 1925 et 1929. Lorsque le marché boursier se retourna, après le Jeudi noir (le 24 octobre 1929), les appels de

marge rendirent insolubles les spéculateurs endettés, ce qui enclencha l'écroulement du château de cartes de l'insolvabilité : de 1929 à 1932, l'indice avait décroché de 90 %. En 1933, toutes les banques étaient en dépôt de bilan et Roosevelt les fit fermer.

À la lumière des conclusions de la commission d'enquête du New Deal, le Congrès américain trancha : c'était la confusion des genres entre les banques de dépôt et les maisons de titres qui avait encouragé la spéculation boursière ; il fallait désormais interdire aux banques commerciales l'accès aux marchés financiers.

Le mécanisme des spéculations est toujours le même, des oignons de tulipes d'Amsterdam (au XVII^e siècle) aux actions de la compagnie du Mississippi.

La différence entre les spéculations contemporaines et celles du passé, c'est la spéculation à crédit : lorsque l'on joue avec de l'argent emprunté, c'est l'argent des autres qui est perdu.

Aujourd'hui, il suffit de mettre dans la colonne « actifs » : « immobilier » à la place d' « actions » ; dans la colonne « appels de marge » : « rapatriement dans les comptes des "créances toxiques titrisées" », « provisionnement (des engagements soi-disant hors bilan) » et « recapitalisations » et, enfin, dans la colonne « commissions » : « bonus et stock-options ».

Et c'est ainsi que l'on retrouve, écrit entre 2007 et 2009, le script du funeste scénario de 1929-1932.

L'abrogation du Glass-Steagall Act

Ce qui a conféré aux éclatements de la bulle de 1929 et de celle d'aujourd'hui leur force inouïe et au vertigineux krach contemporain sa puissance déferlante, c'est la destruction, il y a de cela une décennie, de la « muraille de Chine » qui séparait les banques des marchés financiers.

Lorsque l'on gère la monnaie, on ne peut être autorisé à prendre des risques avec l'argent des déposants. C'est en mettant les dépôts monétaires à la disposition de la spéculation boursière que les banquiers de Wall Street avaient, en 1929, fait monter vertigineusement les cours et provoqué l'explosion de la bulle boursière. La conclusion du New Deal était simple. L'adoption du *Glass-Steagall Act* entraîna une vague de démantèlements des empires financiers. Ceux-ci durent désormais choisir entre le métier de « banque commerciale » (c'est-à-dire des placements à court terme et sans risque, limités aux bons du Trésor ou aux créances commerciales - le bon vieil escompte) et celui de « maison de titres » (*merchant bank*, c'est-à-dire de banque d'investissement, d'acteur des marchés financiers). Entre financer le haut du bilan ou le bas du bilan, il fallait désormais choisir.

Les géants de Wall Street se scindèrent : ainsi, par exemple, les héritiers du célèbre Pierpont Morgan fondèrent la banque commerciale devenue aujourd'hui JP Morgan Chase et la banque d'investissement Morgan Stanley.

Puis, progressivement, on oublia les motivations de la loi

bancaire de 1933, qui avait été rénovée en 1956, pour n'en voir que les défauts.

Les maisons de titres lorgnaient avec envie sur la gestion des immenses masses financières des dépôts à vue. Les banquiers de détail aspiraient aux généreuses commissions d'intermédiation des banquiers d'affaires et des *traders* de titres. Avant, les banques conservaient leurs créances dans leur bilan lorsqu'elles faisaient des prêts. « Il n'a pas vraiment vécu, celui qui n'a pas connu la douceur de vivre avant la Révolution », disait le Talleyrand de 1815. Que dire alors de l'ennui profond du métier de banquier, avant la dérégulation ?

La compétition exacerbée entre places financières à l'échelle internationale résultant de la dérégulation des marchés financiers joua un rôle décisif dans la surenchère dérégulatrice. Le commerce de l'argent désertait les rives de l'Hudson pour celles de la Tamise : la course au moins-disant réglementaire entre les deux grandes places financières anglo-saxonnes joua un rôle déterminant dans l'abrogation du *Glass-Steagall Act*, la City dérégulée attirant le commerce financier au détriment d'un Wall Street « sur-régulé ».

Dans le courant de la décennie 1980, la prohibition instituée par le *Glass-Steagall Act* se trouva peu à peu érodée par une série d'exemptions obtenues au Capitole par l'intense *lobbying* de K. Street, pour aboutir à son abrogation définitive, en 1999. Les maisons de titres étaient dès lors autorisées à ouvrir des comptes à vue et les banques commerciales pouvaient placer une part de leur actif sur les marchés de titres.

L'événement déclencheur du coup de grâce fut le désir qu'avait le président de la Citibank, Sandi Weil, de fusionner son établissement avec l'assureur Travelers. Inspiré par le sénateur démocrate texan (ami de Wall Street) Phil Gramm, soutenu par le gourou Alan Greenspan, et voté sous l'impulsion du Secrétaire au Trésor démocrate Robert Rubin (lequel pantoufla peu après comme numéro deux de la Citibank), le *Gramm-Leach-Bliley Act* effaça ce « vestige vermoulu du New Deal ». Car c'est bien l'administration Clinton qui démantela cet achèvement majeur de l'administration Roosevelt.

S'ensuivit la révolution financière : celle de la désintermédiation et de l'externalisation ; des banques de dépôt intégrées à des *holdings* financiers diversifiés ; de la fusion des métiers de la finance autrefois ségrégués ; de la banque universalisée et globalisée ; de la titrisation échevelée qui, à partir de 2000, permit de transformer en titres négociables sur les marchés financiers les créances que les banques conservaient autrefois dans leurs bilans et d'une concurrence sans frein entre les institutions financières pour placer des titres, séduire les investisseurs, inventer des produits financiers de plus en plus sophistiqués et de moins en moins transparents, et des commissions de transaction de plus en plus plantureuses.

L'économie en tira certes profit, tout au moins un certain temps. La titrisation, en créant l'illusion du risque zéro, permit de financer des entrepreneurs dynamiques, des fusions-structurations, des innovations technologiques et des projets qui n'auraient pas vu le jour sans cela. L'innovation financière fut un des ressorts de la brillante période de prospérité et de plein emploi de la décennie écoulée.

L'industrie bancaire fut profondément restructurée par le nouveau cadre réglementaire. La dérégulation accrut dans une proportion considérable le volume d'activités et la rentabilité du secteur financier : les services financiers représentaient 40 % des profits des entreprises en 2007, contre 10 % en 1980. La part des banques dans la valeur boursière totale atteignait 23 % (contre 6 %), leur part du PIB 14 % (mais seulement 5 % de l'emploi). Avec comme premiers bénéficiaires les places financières anglo-saxonnes de Londres et de New York, ainsi que les grandes banques universelles et internationales : les actifs des banques suisses représentent 9 fois le PIB du pays (au Royaume-Uni, 4 fois ; en France et en Allemagne, 3 fois).

Dans ce décor propice à l'incendie planté par la libéralisation des marchés financiers, la politique monétaire laxiste et volatile de la banque centrale américaine fut l'étincelle. L'ouvrage fondamental de la révolution anti-keynésienne, *l'Histoire monétaire des États-Unis* de Milton Friedman, a démontré que la cause de la Grande Dépression avait été une politique de crédits faciles suivie d'une politique restrictive, une politique déflationniste corrigeant à contretemps une politique inflationniste.

Le *fine tuning* monétaire et l'idéologie euphorique de l'époque firent oublier les sains principes. Réduit à 1 % après le krach de la bulle Internet et l'attentat du 11 septembre 2001, le taux de la Fed fut remonté à 5 % en 2005 pour calmer l'inflation immobilière. Le laxisme de la politique monétaire engendra le crédit facile et le surendettement des particuliers. La dette des ménages a explosé : en 1974, elle représentait 50 % de leur revenu disponible ; en 2008, elle s'établissait à 150 % dudit revenu.

L'effet sur la liquidité de l'abondance des crédits faciles dû à la politique monétaire fut renforcé par les déséquilibres des paiements internationaux, les pays émergents et les exportateurs de matières premières (dont la Chine et les producteurs de pétrole) accumulant leurs excédents commerciaux et leurs réserves de change, et les prêtant à des États-Unis assoiffés d'endettement.

Les normes complexes du Forum de stabilité financière (le Forum de Bâle) - l'instance où les financiers négocient et fixent les codes de la profession au mieux de leurs intérêts commerciaux - allaient autoriser la prolifération des hors-bilans et un contournement massif des ratios prudentiels. L'expansion de l'activité financière des paradis fiscaux (qui sont en réalité des quasi-filiales des banques internationales) contribuèrent à un excès de recours au *leverage*.

Ainsi se trouvaient plantés les germes de l'amplification spéculative du cycle naturel des marchés financiers grâce aux masses considérables des dépôts liquides mises à la disposition de placements à risque élevé.

Une spéculation à crédit

Ainsi naquit et proliféra le contournement systématique des règles prudentielles imposées aux acteurs financiers régulés,

c'est-à-dire une spéculation sans couverture, exactement comme dans les années 1925-1929.

Le krach Bear Stearns de juillet 2007 a révélé un ratio prudentiel de 35. La faillite de Lehman Brothers et le sauvetage d'AIG, en septembre 2008, ont révélé un ratio encore plus étonnant de 50. En réalité, les SIVs n'étaient pas dans la rubrique hors bilan, mais étaient inscrits dans le bilan. Et ils n'étaient pas assurés contre le défaut, puisque les banques qui les avaient créés ont dû finalement les rapatrier et les provisionner. Comment a-t-on pu être autorisé à spéculer ou à assurer contre le risque de défaut avec des fonds propres aussi faibles ?

La titrisation est, sur le papier, parée d'avantages : le problème a tenu à sa dérive. L'abrogation du *Glass-Steagall Act* fut la cause permissive de la prise de risques inconsidérée par surendettement en autorisant l'essor échevelé de la titrisation au cours de la décennie écoulée. Les banques prêtaient et se débarrassaient immédiatement du risque en titrisant les créances, en vendant aux investisseurs (y compris à leurs propres filiales créées pour la circonstance) les CDOs, SIVs et autres « conduits ». La titrisation permit aux prêteurs de premier rang de se débarrasser de l'appréciation prudente du risque (qui est, comme on le sait, l'obsession des banquiers traditionnels) et de contourner systématiquement les règles prudentielles qui imposent aux institutions financières de maintenir un ratio minimum de fonds propres pour garantir leur prise de risques. Les acquéreurs de titres (investisseurs et fonds de pension) optimisaient l'arbitrage risque/rentabilité de leur portefeuille de placements et se satisfaisaient quelque peu complaisamment de s'assurer contre le risque de défaut par des « produits dérivés » et de faire confiance aux évaluations des agences de notation.

Deux inventions remarquables découlèrent de la déspecialisation des métiers financiers :

- les « véhicules d'investissement structurés » (les SIVs), c'est-à-dire des filiales hors bilan de banques de marché, des banques filiales financées par de la dette n'ayant quasiment aucun fonds propres,
- les « contrats d'assurance contre le risque de défaut » (CDS, *credit default swaps*) écoulés par des assureurs *monolines* eux-mêmes quasi dépourvus de fonds propres (par exemple, AIG).

En réalité, ces véhicules n'étaient pas hors bilan, puisqu'il fallut les provisionner dans les comptes des banques dès le retournement du marché. Et les risques n'étaient pas assurés, puisque les assureurs dépourvus de fonds propres ne purent tenir leurs engagements après que les défauts se furent multipliés.

Par quel miracle les SIV, ABS et autres CDO pouvaient-ils se trouver simultanément dans les engagements des banques et hors bilan ? Comment a-t-on pu être autorisé à spéculer, ou à assurer contre le risque de défaut, avec des fonds propres aussi faibles ? Comment qualifier la vente de polices d'assurance contre le défaut sans posséder de couverture pour permettre le remboursement lorsque le risque se matérialise ?

C'est ce mécanisme de commerce des titres qui a fait l'industrie financière conquérante de notre époque. Des apprentis-sorciers auraient-ils négligé le fait que si des limites et des ratios de fonds propres ne leur sont pas imposés, les banques prêtent sans relâche et les assureurs assurent contre les risques sans se préoccuper le moins du monde d'un possible retournement du marché et de devoir dès lors faire face à leurs engagements ?

Les acquéreurs de produits financiers innovants (fonds de pension et autres investisseurs inconscients, eux aussi rémunérés en fonction du volume des transactions, fermaient complaisamment les yeux sur la capacité réelle des agences de notation à qualifier les risques, sur la garantie réelle apportée par les assureurs de défauts de paiements et même sur la fiabilité des audits comptables et des cabinets d'avocats chargés des *due diligences* (comme en témoigne, jusqu'à la caricature, la fraude Madoff, demeurée si longtemps non détectée) ?

Dès lors que le risque est transféré à d'autres, pourquoi se limiter en veillant à la prudence et aux ratios de fonds propres ? Dès lors que le contrôle le plus élémentaire est considéré comme bureaucratique, la sagesse prudentielle comme un archaïsme, et même le respect élémentaire des lois comme une atteinte à la liberté des marchés, comment s'étonner de ces dérives, dont on se scandalise aujourd'hui ?

Les banquiers, les assureurs contre le risque de défaut, les notateurs avaient tout simplement oublié (ou fait semblant d'oublier ?) le « risque systémique ». Quand les crédits à risque prolifèrent sans limite, comment faire semblant de s'étonner *a posteriori* que les cours des valeurs explosent ? Et comment oublier que la suite inéluctable d'un gonflement vertigineux d'une bulle spéculative, c'est son explosion ?

On croyait réduire les risques en les dispersant sur les marchés, alors qu'en réalité on répandait partout la contagion des créances empoisonnées, qui propulsèrent, dans un premier temps, la hausse spéculative de l'immobilier, des actions et des fusions-acquisitions grâce à l'abondance des crédits, puis semèrent, dans un deuxième temps, la défiance générale lorsque le marché se retourna, les risques disséminés - cause immédiate à partir de laquelle s'enclencha la crise de liquidité interbancaire - étant devenus impossibles à identifier.

Ce qui devait arriver arriva : le marché se retourna, les spéculateurs endettés se révélèrent insolubles. C'est ainsi que le krach Bear Stearns répandit la défiance généralisée dans le crédit interbancaire. C'est ainsi que des incidents de remboursement d'une fraction modeste des créances hypothécaires enclenchèrent un enchaînement fatal. C'est la dure loi du marché. Mais, cette fois-ci, la différence fut la faillite des banques, et la nécessité de les secourir.

La science économique au service de la finance

Quand les banquiers sautent par la fenêtre, les économistes entrent par la porte, pourrait-on être tenté de conclure. Mais

la crédibilité de la science économique a elle-même subi de son côté un krach de grande ampleur.

La « faille » évoquée par Greenspan est l'effondrement brutal de tout l'édifice intellectuel érigé pour faire croire que l'assurance contre les défauts de crédit pouvait se substituer aux fonds propres pour se garantir contre le risque systémique inhérent à toute fièvre spéculative.

On aurait pu s'en apercevoir plus tôt. Mais ceux qui savaient avaient-ils intérêt à troubler le consensus moutonnier et rémunérateur des années folles ? Il fallait bien de bonnes raisons pour justifier une spéculation rémunératrice sans fonds propres. Pour nier le risque spéculatif, les marchés financiers avaient besoin de ces arguments pour se rassurer (ou de prétextes, pour faire semblant de se rassurer).

Ceux qui comprenaient très bien la réalité touchaient des commissions et ne demandaient qu'à se persuader eux-mêmes et à persuader les autres des vertus de la dérégulation et des innovations financières. Quant aux autres, c'est-à-dire le public, ils ignoraient que leurs banquiers et leurs fonds de pension jouaient au casino avec leur argent.

En réalité, la spéculation à crédit avait besoin d'arguments pour s'auto-justifier. La théorie de la finance moderne est la construction intellectuelle la plus imposante de la science économique moderne, les économistes s'étant détournés de la macroéconomie keynésienne décrédibilisée par la révolution monétariste pour s'illustrer désormais dans la microéconomie des marchés.

À la propagande tenant à « justifier » la spéculation sans fonds propres et de plantureuses commissions d'intermédiation sources des superprofits de Wall Street et des *superbonus* des *traders*, la caution de la science économique donnait l'apparence de la vérité. Les théoriciens de la finance ont fourni les arguments et ont cautionné un *leverage* insensé qui a permis une spéculation sans limites.

La quasi-absence de fonds propres et le contournement systématique des règles prudentielles en recourant à des produits dérivés situés hors du champ des marchés régulés relevaient, comme on s'en est tardivement rendu compte, de la quasi-escroquerie déguisée sous les atours de la créativité et de l'optimisation mathématique. Tout comme la garantie contre le défaut de remboursement des créances douteuses, soi-disant apportée par des assureurs eux-mêmes quasi dépourvus de fonds propres par la grâce de la dissociation systématique du risque d'avec la créance, l'assurance contre le défaut a été transformée en créance négociable, et 60 000 milliards de *credit default swaps* ont ainsi été introduits sur le marché.

Les banques et les agences de notation recrutèrent massivement des ingénieurs et des scientifiques. Les modèles mathématiques se firent de plus en plus sophistiqués pour fournir les arguments de vente aux vendeurs d'options, de *futures*, de produits dérivés...

Les « Prix Nobel » bonimenteurs et les modèles mathématiques sophistiqués d'optimisation des risques n'auraient-ils dès lors servi qu'à fournir une justification parée de vertus

scientifiques à de plantureuses commissions d'intermédiation et à des métiers parasites de la finance dérégulée abondamment alimentés par l'épargne liquide ?

À finance globalisée, il faut des règles du jeu globales. Il faut bien plus que le Bretton Woods Act, qui ne concernait que les paiements intergouvernementaux et la coopération entre les banques centrales. Il s'agit désormais de protéger les marchés financiers dans leur globalité en les régulant.

Au contrôle par soi-même tant célébré par les professions financières si promptes à dénoncer un « socialisme » rampant derrière chaque initiative des pouvoirs publics, comme au contrôle des « bureaucrates » et des « politiciens », il faut substituer une « règle » publique, simple, visible, internationale, mais légère. L'autorégulation défendue bec et ongles par les professions financières est aujourd'hui condamnée à un silence contrit par la démonstration de son échec. Mais la régulation (même si elle est aujourd'hui à la mode, après avoir été tant décriée, par l'effet d'un retournement hystérique des idéologies, familier des grandes crises) aura du mal à trouver sa forme efficace et consensuelle. Mais il existe déjà de multiples autorités pour contrôler et superviser. Or, une surabondance des contrôleurs déresponsabilise gravement les acteurs.

Abus de position dominante

En réalité, la régulation bancaire est une question sémantique. N'est-il pas plus simple de revenir à la distinction entre les métiers, tout simplement, en rétablissant le sens des mots ?

Revenons à des fondamentaux quelque peu oubliés, c'est-à-dire à la définition de la mission d'une banque : gérer les moyens de paiement institués par la loi. Depuis bien longtemps, les États ont délégué leur antique privilège de battre monnaie : dans tous les pays, on ne peut exercer le métier de la banque que dans le cadre d'une licence, d'une concession de service public. Mais l'épargne publique liquide a besoin d'être protégée par la loi.

Les professionnels de la finance sont initiés à la prise de risques, c'est leur métier. Le sexe entre adultes se pratique aux risques et périls des intéressés. Mais les mineurs inconscients doivent être protégés. Il est temps pour les banques de se comporter comme des banques. Pour sauvegarder les titulaires des dépôts liquides (c'est-à-dire de fonds immédiatement mobilisables), une banque ne doit être autorisée à procéder qu'à des placements sans risque et à



Photo © THE NEW YORK TIMES-REA

« La décision du Trésor américain de laisser Lehman Brothers faire faillite s'explique par le souci de faire un exemple : une "pédagogie" au prix exorbitant... ». Richard Fuld, responsable exécutif de Lehman Brothers (surnommé par Wall Street « le Poison » ou « le gorille »), devant le House Committee on Oversight and Governmental Reform.

court terme. En contrepartie de son privilège, la banque est soumise à une régulation, à des règles de prudence, à des réserves obligatoires, à des ratios de fonds propres.

Le rétablissement de la spécialisation bancaire et du cloisonnement entre métiers de la banque et métiers financiers constituera certes une distorsion de concurrence. Mais n'est-ce pas l'excès de concurrence - un cas classique d'« échec du marché », pour les économistes - qui a engendré la course à la prise de risques responsable de la situation de crise que nous connaissons ?

Too big to fail : la certitude d'être secouru par la banque centrale ou par l'État soucieux d'éviter des mouvements de panique des déposants a joué un rôle central dans les certitudes arrogantes des banques spéculatives. Si les États ont dû se porter massivement au secours des banques, c'est pour prévenir le risque de panique des clients. *A contrario*, la décision du Trésor américain de laisser Lehman Brothers faire faillite s'explique par le souci de faire un exemple : une « pédagogie » au prix exorbitant... Dès lors, il est légitime d'imposer aux banques une contrainte de spécialisation et de prohiber la prise de risques.

Le démantèlement des abus de position dominante constitue l'outil classique d'une politique antitrust. N'est-ce pas grâce aux subventions croisées créées par leurs activités de banque de détail que les banques de marché ont pu prendre autant de risques en mobilisant de telles sommes ? Et qu'elles ont engendré une vague spéculative d'aussi grande ampleur ?

La nécessité d'un Glass-Steagall Act global

À une finance globalisée, il faut une règle globale s'appliquant partout avec la même force. La coordination internationale est essentielle afin de garantir des conditions de compétition équitables entre les places financières et de prévenir la course au moins-disant réglementaire.

La réponse alternative aux maux symétriques de la régulation et de l'autorégulation, c'est la ségrégation (la « muraille de Chine », dans le langage de l'antitrust) entre, d'un côté, la finance de marché, domaine de la libre transaction des titres et de la prise de risque, réservée aux professionnels et, de l'autre, la gestion déléguée du service public de la monnaie - en veillant à empêcher que l'on ne joue au casino avec l'épargne publique des dépôts à vue.

La loi bancaire globale prendra la forme d'un traité international souscrit par l'ensemble des nations souveraines. Dans tous les pays, les banques sont des entreprises régulées étroitement surveillées par leurs banques centrales garantes de la monnaie. La régulation bancaire est donc déjà installée. Il n'est nul besoin d'institution nouvelle : la régulation bancaire n'a besoin que d'être coordonnée au niveau international.

Il est vrai que les restructurations imposées par la crise vont actuellement en sens inverse de cette préconisation. Pour sauver le système, on adosse les banques d'investissement

et les maisons de titres en faillite à la garantie offerte par les immenses ressources monétaires des grandes banques commerciales. On entend les banques européennes se targuer d'être mieux garanties du fait de leur adossement aux ressources des dépôts monétaires. Comme le défunt Crédit Lyonnais ? Mais ne risque-t-on pas dès lors de faire couler tout le monde ? Attention à la panique de clients déjà pressurés de commissions en tout genre pour rétablir les profits bancaires.

Peut-être faut-il agir ainsi pour pallier le risque des faillites et des paniques en chaîne. Mais, demain, comment reconstruire la finance mondiale sur des bases saines ?

Il faut distinguer les solutions d'urgence (comme l'adossement des acteurs financiers pour passer la crise) des réformes de structure (la déconsolidation et la séparation entre activités de dépôt et activités de placement des banques) qui visent la stabilité sur le long terme. Les professions financières de leur côté multiplient les avertissements : les propositions révolutionnaires risqueraient de susciter la défiance des marchés - c'est-à-dire la leur - et d'handicaper la relance...

Déjà, d'ailleurs, le démantèlement des *holdings* multi-métiers s'est amorcé de manière naturelle. Sous l'impact du *deleveraging* en catastrophe auquel elles sont contraintes, de grandes banques universelles parmi les plus touchées se séparent de leurs filiales banques, ou de leurs assurances, ou bien encore de leurs maisons de titres. Comme après 1929, au lendemain de l'adoption du *Glass-Steagall Act*. La profession ne saurait dès lors trop s'émouvoir d'une déconsolidation imposée par une loi mondiale qui assurera à toutes les places l'égalité des conditions de la concurrence.

Le régime Glass-Steagall qui a régi Wall Street de 1933 à 1999 fut-il vraiment un handicap pour la croissance et la globalisation ? On peut faire confiance aux marchés financiers pour rétablir les mécanismes de financement du risque sous le nouveau régime de spécialisation bancaire, mais, cette fois, dans la transparence et sans les excès.

L'opportunité est là pour engager une réforme, alors que la crise financière a décrédibilisé Wall Street et l'élection américaine annoncée fait bouger les lignes politico-idéologiques. Une alliance se dessine entre la gauche américaine (l'administration Obama et le Congrès démocrate) et l'Europe organisée autour de l'axe franco-allemand.

La France qui lors du Sommet de l'Élysée (en octobre 2008) a conçu et fait adopter dans l'urgence le schéma de sauvetage des banques européennes auquel les États-Unis ont fini par se rallier est en bonne place pour parler avec autorité lors du prochain G20, et au-delà. L'Amérique, qui demeure la puissance de référence, n'est plus en position de dicter ses conditions et doit composer avec le multilatéralisme. La City et Wall Street sont en rivalité pour continuer d'attirer le commerce financier. Enfin, les nations productives, championnes de l'économie réelle et des exportations industrielles que sont l'Allemagne, la Chine et les grands émergents veulent occuper pleinement la place qui leur revient dans le système financier mondial.

La régulation financière entre globalisation et fragmentation

Par François VALÉRIAN

Ingénieur en chef des Mines, Conseil général de l'Économie. Professeur associé de finance au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

Depuis deux cents ans, l'espace financier est plus fluide et cohérent qu'un espace politique fragmenté par les frontières des États. Ce contraste paraissait acceptable tant que les crises financières étaient surtout régionales, mais nous savons aujourd'hui qu'un repli du marché immobilier américain peut causer un changement de constitution en Islande et une faillite presque générale en Grèce. L'interdépendance des marchés financiers rend désormais de plus en plus dangereuse la tension entre globalisation financière et fragmentation du politique. Les crises de 2008-2012 ont mis à l'épreuve la coordination internationale des régulations publiques de la finance. L'affirmation du G20 comme pseudo-gouvernement mondial, les régulations non contraignantes mais très respectées du comité de Bâle, les efforts européens de coordination des budgets et des supervisions sont autant de manifestations d'une globalisation du politique face aux risques systémiques de la finance.

Il faut réguler la finance, parce qu'elle fait appel à la confiance publique sur de l'argent

La finance fait appel à la confiance publique, car elle vend et achète de l'avenir, par nature incertain. L'acheteur d'une action espère de bons résultats de l'entreprise dont il devient partiellement propriétaire, et l'acheteur d'une obligation espère que l'emprunteur ne fera pas défaut, versera les intérêts et remboursera le capital. Même si je ne veux pas entendre parler des marchés financiers et ne veux que laisser mes économies sur un compte bancaire, l'avenir de ma banque m'importe au plus haut point, alors que celui de mon constructeur automobile ou de mon restaurant de quartier ne concerne que mon confort ou mes habitudes.

Les institutions financières font largement appel au public pour se financer elles-mêmes par des dépôts ou des dettes, mais aussi pour proposer à celui-ci des titres nouvellement émis ou déjà présents sur les marchés. Les bourses ou les marchés de capitaux permettent d'accroître les possibilités de mobilisation financière, mais ils ont fait entrer dans le même temps la finance sur la place publique, et ce depuis le marché couvert d'Amsterdam où s'organisa la première bourse de valeurs, au début du XVII^e siècle.

L'appel de la finance à la confiance publique concerne un bien particulier, qui ne peut être comparé à aucun autre parce qu'il permet de tous les acheter. Ce bien, l'argent, est indispensable à la vie matérielle, mais nécessite une vigilance qui soit à la hauteur des actes que certains sont prêts à commettre pour en gagner davantage.

Pour ces trois raisons d'appel à la confiance, de mobilisation du public et de particularité de l'argent, la puissance politique doit réguler la finance. Or la puissance politique, ce sont largement les États, concurrents ou opposés, rarement amis, toujours multiples.

Finance globalisée, fragmentation du politique

Le politique est fragmenté, alors que la finance semble achever de nos jours un processus d'internationalisation entamé il y a plus de deux cents ans. Au début de la guerre d'indépendance américaine, un prêteur sur six à la couronne anglaise était déjà étranger et, en 1803, la moitié de la dette publique des États-Unis était détenue en dehors du territoire national. Les frères Rothschild, dès la fin des guerres napoléoniennes mais surtout à partir des années 1820, organisent les émis-

sions obligataires des grands États européens et nouent avec chacun d'eux des relations de régulation mutuelle. Ils ont obtenu de différents souverains l'autorisation d'exercer, mais, en même temps, ils imposent à ces souverains des conditions qu'on dirait aujourd'hui de gouvernance afin de réduire le risque d'obligations qu'ils vendent au public et qu'ils gardent, souvent, aussi dans leurs bilans. Ils obtiennent que des domaines de la couronne de Prusse soient hypothéqués en garantie des obligations émises et que leur revenu aille en priorité au service de la dette, et il leur est accordé que ces garanties fassent l'objet d'un vote des États provinciaux. Ils obtiennent aussi que la dette prussienne soit plafonnée.

Face à une finance dont l'internationalisation est de plus en plus forte et qui, dès la fin du XIX^e siècle, connaît d'importants krachs boursiers, les États agissent isolément, voire luttent les uns contre les autres par le biais de la finance : une partie des fameux emprunts russes est arrangée par le Crédit Lyonnais pour permettre l'amélioration du réseau ferroviaire russe jusqu'à la frontière avec l'Empire allemand, et donc un transport de troupe plus rapide en cas de guerre. Avant 1914, tout juste peut-on trouver quelques épisodes de coopération entre les banques centrales de France et d'Angleterre, prêt d'or de la Banque de France à celle d'Angleterre à l'occasion de la crise de Baring's en 1890 ou escompte de billets anglais



Photo © Collection KHARBINE-TAPABOR

« Face à une finance dont l'internationalisation est de plus en plus forte et qui, dès la fin du XIX^e siècle, connaît d'importants krachs boursiers, les États agissent isolément, voire luttent les uns contre les autres par le biais de la finance : une partie des fameux emprunts russes est arrangée par le Crédit Lyonnais pour permettre l'amélioration du réseau ferroviaire russe jusqu'à la frontière avec l'Empire allemand, et donc un transport de troupe plus rapide en cas de guerre. » Illustration de Hilly tirée de *Le Sourire* du 9 février 1911.

à Paris pour soulager la pression s'exerçant sur les réserves anglaises lors de plusieurs crises de la fin des années 1900.

L'entre-deux-guerres fournit aux États plusieurs sujets importants de coopération en matière financière. La circulation massive de capitaux de l'Allemagne vers la France et l'Angleterre, puis de ces deux pays vers les États-Unis au titre des remboursements de la dette de guerre, conduit à la création de l'Agent général du paiement des réparations, qui se transforme en Banque des Règlements Internationaux (BRI) en 1930. Cette circulation de capitaux relie davantage entre eux les taux d'intérêt, ce dont les banques centrales prennent conscience, comme le montre la décision conjointe des Américains, des Français, des Britanniques et des Allemands de baisser leurs taux directeurs à l'automne 1927. Par ailleurs, la création ou le développement de plusieurs États fragiles sur les territoires des anciens Empires austro-hongrois, ottoman et russe donnent lieu, dans les années 1920, à des prêts internationaux dits de stabilisation, souvent à l'initiative de la Banque d'Angleterre, que relayent des banques privées de diverses puissances.

La crise mondiale met fin à ces efforts de coopération financière internationale. Lorsqu'en 1931, la Creditanstalt autrichienne fait faillite, la BRI tente d'arranger au profit de l'Autriche un prêt de onze pays à la demande de la Société des Nations, mais les pays créditeurs ne peuvent s'entendre sur les conditions à imposer à l'emprunteur.

Par contraste avec les désordres financiers antérieurs, les trente années qui suivent la Deuxième Guerre mondiale sont parfois présentées comme un temps où le politique a su réguler le financier - un temps dont il faudrait s'inspirer pour la régulation financière présente ou à venir. C'est oublier les conditions très particulières de la finance des années 1950 et 1960, très peu présente dans toute la partie du monde soumise au communisme planificateur et, en dehors de cette partie du monde, fortement gouvernée dans ses flux par la puissance financière hégémonique de l'époque, les États-Unis, et sa monnaie, le dollar. La fin de l'hégémonie américaine, au tournant des années 1970, conjuguée à la globalisation des échanges, a ouvert une période qui dure toujours, caractérisée par un espace financier désormais global et un espace politique bien plus fragmenté qu'il ne l'était du temps des réserves inépuisables d'or américain. Ce politique fragmenté peine à réguler les secousses de la finance globale.

Soubresauts financiers et coopération politique

C'est du début de ces turbulences que datent deux initiatives importantes de régulation financière ou économique internationale. En 1975, les six chefs d'États ou de gouvernements des États-Unis, de la France, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de l'Italie et du Japon se réunissent au sein du G6 et décident de se voir chaque année pour évoquer des sujets économiques et financiers d'intérêt commun. Le G6 devient le G7 en 1976 avec l'inclusion du Canada, puis le G8 en 1997 avec celle de la Russie. Au sein de cette instance, les échanges sont le plus souvent informels, mais ils peuvent



Photo © Brynjar Gauti/ AP-SIPA

« La récession économique immédiate qui résulta de la faillite des trois banques islandaises provoqua un changement de gouvernement et le vote d'une nouvelle constitution. » Le parlement islandais en train de débattre d'une réforme de la Constitution, Reykjavik, janvier 2010.

déboucher sur d'importantes décisions concertées, comme en 1985 l'Accord du Plaza pour dévaluer le dollar face au mark et au yen. Ce groupe de dirigeants n'a pas de réalité juridique, ni en tant que tel de souveraineté politique, mais la force du consensus entre eux crée parfois de la régulation financière internationale.

Un autre groupe dépourvu de pouvoir juridique officiel, mais dont le pouvoir sur le monde financier s'accroît continûment depuis sa création, est le comité de Bâle hébergé par la BRI. Tout comme le G8, il est issu des troubles monétaires des années 1970 et du défaut du Bankhaus Herstatt en 1974 alors que cette banque allemande était contrepartie d'une transaction de change considérable. Le comité de Bâle émane des puissances publiques car il regroupe les représentants des régulateurs et des banques centrales, mais il ne produit que des recommandations qui sont dénuées de toute force juridique directe. Très grande est cependant la force juridique indirecte du comité de Bâle, qui depuis les années 1980, en est à son troisième ensemble de recommandations sur la structure bilancielle des banques. Les principaux États transforment les recommandations de Bâle en droit positif ou adoptent des dispositions voisines, et l'influence du comité de Bâle est désormais telle que sans attendre le droit positif, les principales banques répondent aux souhaits des marchés en se conformant à ses recommandations.

La crise de 2008 a montré à quel point la finance était désormais globalisée. Il a suffi d'un repli du marché immobilier américain pour ralentir considérablement la croissance économique mondiale, par le simple effet de prêts immobiliers dont la combinaison en grand nombre était censée faire baisser le risque et intéresser les investisseurs financiers du monde entier.

Le cas de l'Islande, pays dont les banques avaient pourtant acheté très peu de prêts titrisés américains, illustre les tensions produites par la crise entre finance globale et politique fragmentée. Les trois principales banques islandaises, Kaupthing, Landsbanki et Glitnir se sont retrouvées en cessation de paiement et dans l'obligation d'être nationalisées en l'espace de quelques jours, au début de l'automne 2008. Dans les mois et même les années qui ont suivi, la prise de risque excessive au sein de ces banques et un certain nombre d'irrégularités graves ont été sévèrement dénoncées, en premier lieu par les Islandais eux-mêmes. Cependant, il serait faux de prétendre que la déconfiture des trois banques considérées s'expliquerait uniquement par leurs propres excès. Elles se sont retrouvées en crise de liquidités parce qu'après la faillite de Lehman Brothers, elles ont été incapables de se refinancer ou de faire face à l'exigibilité de leurs emprunts, une incapacité résultant de la dégradation de leur notation financière. Or, ces banques ont été dégradées en septembre

2008 bien plus fortement que d'autres parce que, dès 2006, un petit nombre d'intervenants sur le marché des dérivés de titres de crédit (*Credit Default Swaps* ou CDS) s'accordait à trouver les banques islandaises plus risquées que d'autres, car elles étaient assises en dernier recours sur un tout petit État. Les deux années de controverse sur le risque islandais entre le monde des affaires islandais, soutenu par le gouvernement, et les analystes de grandes banques d'affaires internationales culminèrent à la télévision islandaise en juillet 2008, quand une ministre accusa un analyste de Merrill Lynch de ne rien comprendre à l'Islande. La controverse ne porta quasiment pas sur des fautes de management encore inconnues à l'époque, mais presque uniquement sur le décalage entre l'importance internationale prise par les trois banques et la petite taille du prêteur islandais en dernier ressort.

La récession économique immédiate qui résulta de la faillite des trois banques islandaises provoqua un changement de gouvernement et le vote d'une nouvelle constitution, et la crise financière eut aussi des répercussions internationales majeures. Trois États, l'Islande, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, réagirent à cette secousse d'une crise financière globale en s'opposant très vivement entre eux. Deux banques islandaises, dans les mois précédant leur faillite, s'étaient largement financées sur le marché de détail des dépôts en ligne au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. En septembre 2008, le Royaume-Uni eut recours à une loi antiterroriste de 2001 pour saisir les actifs britanniques d'une de ces banques, qui tentait sans doute de leur faire quitter le territoire britannique. Dans les années qui suivirent, l'Islande refusa sa garantie aux gouvernements britannique et néerlandais qui avaient dédommagé leurs déposants et fut attaquée par les deux autres pays devant l'Association Européenne de Libre-Échange (EFTA).

La difficulté pour les pays à coopérer dans un contexte de faillite bancaire n'a pas été observée que pour les banques islandaises. Cependant, la crise financière a vu naître un nouveau mode de gouvernance internationale de la régulation financière sous l'égide du G20, dont le rôle s'est considérablement accru dès le sommet de Washington à la fin de 2008.

Le G20, pseudo-gouvernement mondial ?

Le G20, créé aux côtés du G8 en 1998 peu après la controverse sur les interventions du FMI en Asie du Sud-Est, était destiné, selon les conceptions de ses inventeurs principalement américains et canadiens, à faire davantage de place aux pays en développement dans la délibération sur les affaires économiques du monde. Alors que tous les membres du G8, à l'exception peut-être du Canada, étaient déjà de grandes puissances il y a plus de cent ans, ce n'est pas du tout le cas des membres du G20, groupe de pays où par ailleurs l'Europe est sous-représentée au regard de son poids économique.

Le G20, qui n'était depuis 1998 qu'un groupe de ministres, réunit des chefs d'État depuis le Sommet de Washington en 2008. Depuis ce sommet, et plus encore depuis celui de Londres, en avril 2009, le G20 publie des déclarations com-

munes comme s'il était un gouvernement mondial, demandant des actions à des organismes qui le plus souvent ne sont sous l'autorité d'aucun des gouvernements représentés, comme la Banque mondiale, le FMI ou le Comité de Bâle. Ce gouvernement mondial qui n'en est pas un, mais jouit d'une attention considérable, a obtenu une influence incontestable. C'est sous son impulsion que s'est formé au sein de la BRI le *Financial Stability Board* (FSB), qui publie régulièrement des recommandations sur des sujets de régulation financière souvent complexes. Le FSB a encouragé la formulation et la mise en œuvre des nouvelles règles prudentielles de Bâle 3 qui restent le principal succès de la régulation financière internationale depuis la crise de 2008, et c'est ce même FSB qui tient à jour la liste des banques dites d'importance systémique, auxquelles Bâle 3 impose une surcharge de capital.

Efficace sur la structure bilancielle des banques en activité, la régulation financière semble l'être beaucoup moins dans l'établissement de procédures de traitement des banques en crise ou en défaut. Le FSB a appelé les principaux établissements bancaires à rédiger leurs « dernières volontés », *living wills* dans le vocabulaire imagé de la régulation, et donc à imaginer elles-mêmes comment gérer au mieux une crise éventuelle de leurs liquidités. Dans ses instructions aux banques, le FSB leur demande de ne pas supposer une coopération des superviseurs en cas de crise de liquidités, ce qui paraît prudent et inspiré par l'expérience, mais affaiblit les appels du G20 à une meilleure coopération internationale. Le superviseur britannique et certains superviseurs américains ont publié des déclarations conjointes prévoyant que, selon la nature de la banque en défaut, un seul régulateur prendrait le contrôle et procéderait à sa liquidation, mais la portée pratique de ces déclarations est encore incertaine. Or, dans la mesure où il n'existe pas de schéma international de gestion des crises bancaires, les superviseurs peinent à s'entendre sur ce qu'il convient d'exiger des filiales de banques étrangères, voire de leur maison-mère. Aux États-Unis, la tendance semble être d'exiger de ces filiales des ratios *minima* en capital, et le superviseur britannique demande de son côté que les banques étrangères n'établissent plus de simples agences à Londres, à la manière islandaise, mais de vraies filiales dotées en capital, si ce n'est une exception qui semble faite au moins pour les grandes banques chinoises. Par ailleurs, les superviseurs américains aimeraient avoir le droit d'intervenir dans les maisons-mères européennes des filiales présentes sur le sol américain de manière à pouvoir contrôler la prise de risque sur ces filiales.

Peu de choses décisives ont été accomplies par la coopération internationale sur la structure des marchés de capitaux et de l'industrie bancaire. Les régulations européenne et américaine ont renforcé les obligations de compensation des produits dérivés, mais ces obligations sont loin de prévaloir dans le monde entier.

Il a été beaucoup question, aussi, de réinventer la loi Glass-Steagall de séparation entre banques commerciales et banques d'affaires, et nombre de rapports ont été produits sur ce sujet. La loi américaine a opté pour une interdiction très minimale d'activités, la loi britannique prévoit un cloisonnement plus conséquent à l'intérieur des établissements

bancaires, mais sa mise en œuvre reste incertaine, et la Commission européenne a produit le rapport Liikanen, qui recommande lui aussi un cloisonnement, mais dont la traduction en directive est très improbable du fait de l'opposition de l'industrie bancaire et de plusieurs États, dont la France, soucieux de défendre leurs banques. Il est vrai que le débat théorique sur l'intérêt de telles séparations n'est pas tranché. Enfin, la régulation de ce vaste secteur aux limites floues que l'on appelle le *shadow banking*, qui transforme de la maturité sans pour autant collecter des dépôts, est encore largement dans les limbes, même si le FSB appelle à davantage de contraintes sur le financement par repos ou sur les prêts de titres pour vente à découvert. Il est d'ailleurs prévisible que le *shadow banking*, moins régulé car moins proche des épargnants, croîtra d'autant plus que l'on régulera le reste de la finance.

Par contre, le système financier plus ou moins opaque qui s'est développé depuis les années 1960, voire depuis l'entre-deux-guerres, et permet à des masses d'argent d'échapper à l'impôt ou de rester entièrement cachées, est depuis la crise de plus en plus attaqué par la coopération entre États. On touche là à la complexité du rôle de la puissance publique par rapport au monde financier. La puissance publique ne se contente pas d'imposer des règles à la finance, elle est aussi actrice de la finance, et ce au moins à trois titres : les États lèvent l'impôt, ils empruntent sur les marchés, et les banques centrales achètent et vendent sur ces mêmes marchés.

La puissance publique, régulatrice et actrice de la finance

Les succès remportés sur le front de l'évasion fiscale comptent peut-être parmi les résultats les plus étonnants obtenus par la régulation financière internationale depuis la crise de 2008. Quand les États membres du G20, touchés par la crise dans leurs recettes fiscales, avaient tous signé à Londres en avril 2009 cette phrase étonnante - "*The era of banking secrecy is over*" -, ils avaient davantage suscité le scepticisme que l'enthousiasme. Or, en octobre 2014, la plupart des pays participant sous l'égide de l'OCDE au *Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes* ont accepté d'entrer dans un système d'échange automatique d'informations fiscales, c'est-à-dire un échange d'informations qui n'ait pas besoin d'être motivé par une requête précise. Ce système, auquel l'OCDE était loin de se rallier en 2009, n'était alors réclamé que par les organisations les plus radicales de la société civile. L'évolution du sujet sur cinq ans est exemplaire des modes complexes de gouvernance internationale qui se sont mis en place depuis la crise pour faire face à la globalisation de la finance.

En 2009, le Sommet de Londres du G20 demande à l'OCDE, sur laquelle il n'a pourtant aucune autorité formelle, d'établir des listes de paradis fiscaux selon leur degré d'ouverture à l'échange d'informations fiscales. Mais l'exercice tourne court, car presque toutes les juridictions concernées concluent à la hâte des traités d'échange d'informations avec d'autres pays, traités qui ne prévoient pas d'échange

automatique, mais seulement des échanges dont le pays demandeur d'information doit motiver la nécessité. Ce sont les États-Unis qui, en 2010, donnent au dossier une impulsion décisive au travers d'une loi nationale d'application transnationale, le *Foreign Account Tax Compliance Act* (FATCA). Le FATCA exige de toute banque étrangère qu'elle communique aux autorités américaines les comptes détenus par des citoyens américains ou dont des citoyens américains sont les bénéficiaires ultimes. La plupart des États importants, à l'exception de la Russie et de la Chine, ont accepté de coopérer sur le sujet avec les autorités américaines, et l'accord récent de Berlin est une sorte de FATCA élargi et multilatéral.

Les États collectent des recettes fiscales, mais ces recettes, même augmentées de ce qui est pris sur la fraude, suffisent de moins en moins à couvrir les dépenses. Les dettes souveraines sont massives et représentent souvent une part importante du produit intérieur brut annuel, voire un montant supérieur à celui-ci. Il y a là une contradiction potentielle qu'il faut bien comprendre, car elle complique la relation entre les diverses puissances publiques et la finance globale. Tant que les États ne font que réguler pour le bien public, tant qu'ils collectent les impôts en combattant une finance parallèle ou secrète, ils se situent dans un rapport à la finance parfois conflictuel mais clair, car ils ne participent pas aux excès éventuels du monde financier.

Au contraire, quand les États s'endettent massivement, ils deviennent des acteurs importants du monde financier et contribuent au gonflement d'une dette dont on sait qu'elle accroît à la fois le revenu et le risque des économies. Tant que l'économie, financière et non financière, est en croissance, les banques se portent bien et l'économie n'a pas besoin d'interventions des États, dont la dette croît peu et se finance aisément. Si les banques sont atteintes dans leurs bilans par une crise semblable à celle de 2008, elles-mêmes et de nombreux agents économiques non financiers ont besoin du soutien des États. Or, ce soutien ne peut se manifester sans un gonflement brutal de la dette, qui ne peut lui-même se réaliser que par un nouvel appel au monde financier. Le monde financier, déjà éprouvé par sa propre crise, fait moins confiance aux États et les rendements qu'il exige des obligations souveraines peuvent croître très fortement dans certains pays, ce qui empêche pratiquement toute expansion de la dette et aggrave la récession de l'économie. De plus, les banques qui sont nombreuses à investir dans de la dette souveraine subissent encore davantage de dévalorisation de leurs actifs. La solidarité entre États est alors mise à l'épreuve, comme elle l'avait été à plusieurs reprises dans les années 1920 et au début des années 1930, et les décisions prises dans ces circonstances sont lourdes de conséquences économiques et politiques.

La crise de la zone euro, ou la globalisation du politique face à la finance globalisée

Le mécanisme de transfert d'une crise financière privée à une crise des dettes souveraines a été au cœur de la crise de

la zone euro et a motivé des décisions très importantes de régulation à la fois financière et politique. L'inquiétude sur les dettes souveraines s'est amplifiée au sein de marchés obligataires largement mondiaux à partir d'un événement non européen, la crise de la dette de Dubaï en novembre 2009, et en quelques mois les dettes souveraines des pays de la zone euro qui semblaient les plus atteints par la crise économique ont baissé en valeur et augmenté en rendement exigé.

La crise, qui a duré de 2010 à 2012, a été d'autant plus forte que les marchés obligataires avaient fait pendant dix ans, depuis la création de l'euro, l'hypothèse d'une solidarité pourtant non prévue par les traités entre les emprunteurs souverains de la zone euro. Cette solidarité a mis deux ans à se mettre en place, mais elle a touché à la fois le politique et le financier, et il s'agit d'un des cas les plus frappants de globalisation du politique indirectement provoquée par une crise de la finance globale. En l'espace de quelques années, les gouvernements de la zone euro, voire sur certains sujets, ceux de l'Union européenne, se sont accordés sur une discipline budgétaire commune conditionnant des interventions solidaires d'urgence, et sur une supervision conjointe des établissements financiers les plus importants. De manière indépendante, mais en cohérence avec les décisions gouvernementales, la Banque Centrale Européenne a entrepris à l'été 2012, comme la *Federal Reserve* américaine et la Banque du Japon, des achats massifs d'actifs financiers souvent désignés sous le vocable de *quantitative easing*, qui ont apaisé les tensions sur les marchés et sans doute permis d'éviter une récession. Les progrès européens ont été plus lents en matière de définition d'un système unique de résolution en cas de crise d'une banque, ce qui confirme la difficulté, observée aussi entre l'Europe et les États-Unis, de s'accorder par avance sur une solidarité internationale quand les déposants ou les créanciers nationaux risquent d'être atteints.

Face à une crise mondiale des dettes privées ou publiques, les régulations nationales et internationales se sont largement concentrées sur les émetteurs de ces dettes, banques et États, et sur leur risque de faillite. Un autre point de vue sur l'accumulation de dette privée ou publique consiste à dire qu'elle contribue à la création monétaire, et donc à des évolutions différenciées de prix d'actifs et à des modifications de taux de change entre régions du monde. Le débat entre

les États-Unis et la Chine sur la sous-évaluation du *renminbi* est récurrent sur les dernières années. On ne saurait exclure que des sorties non coordonnées du *quantitative easing* entre la *Federal Reserve*, la Banque Centrale Européenne et la Banque du Japon aient à long terme une forte influence sur les taux de change entre le dollar, l'euro et le yen, du fait de l'effet de dévaluation qui semble résulter du *quantitative easing* comme des créations monétaires plus traditionnelles. Ces effets de change sont peut-être aujourd'hui tolérables entre grandes régions du monde, peut-être ne le seront-ils plus demain si l'interdépendance financière s'accroît encore.

Six ans après le choc mondial provoqué par le repli d'un marché immobilier national, la contradiction entre finance globale et politique fragmenté paraît toujours source de turbulences, et porteuse du risque d'une crise nouvelle que des États lourdement endettés et peu solidaires n'auraient plus les moyens de juguler.

Face à cette contradiction, deux points de vue s'opposent.

Un point de vue qui n'a pas été adopté par les gouvernements ces dernières années consiste non pas à globaliser le politique, mais à fragmenter la finance, à la cloisonner de nouveau comme elle l'était, selon certains, jusque dans les années 1970. Cela reviendrait à amoindrir fortement le rôle de la finance et ce qui demeure son efficacité, et risquer ainsi un très fort ralentissement de l'économie.

L'autre point de vue est celui dont on observe la mise en œuvre depuis 2008 et qui consiste, face à une finance globalisée, à globaliser le politique. En l'absence évidente et durable d'un gouvernement mondial, il s'agit d'un processus complexe puisqu'il implique le G20 en tant que pseudo-gouvernement mondial, des comités comme celui de Bâle, des structures régionales plus ou moins intégrées comme l'Union européenne, des lois américaines à portée transnationale, voire une Organisation des Nations Unies paradoxalement très absente de cette globalisation du politique, mais qui a voté à l'automne 2014 une résolution en faveur d'un cadre mondial de restructuration des dettes souveraines en défaut.

Un peu d'optimisme ferait espérer que les marchés financiers, dont l'expansion au XIX^e siècle avait largement soutenu la concurrence entre les États, pourraient les contraindre, dans l'avenir, à coopérer davantage.

Pour une régulation écosystémique de la finance ?

Par Dominique DRON

Ingénieure générale des Mines, CGE, ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique

La résilience du système financier a été régulièrement, et davantage encore après l'explosion des *subprimes*, un sujet aigu de préoccupation. De 1970 à 2010, le FMI a décompté 208 krachs monétaires, 145 crises bancaires et 72 crises de dette souveraine. Or, un autre type de système complexe, celui des écosystèmes, a développé et sélectionné sur un temps très long des principes de régulation assez efficaces pour résister (ou se restaurer après) à de nombreux types de choc. L'observation de ces régulations écosystémiques pourrait sans doute enrichir les considérations actuelles sur les conditions de résilience des systèmes financiers, appelés ici, par symétrie, « financystèmes ».

Écosystèmes et financystèmes : pourquoi cette mise en parallèle ?

Des fonctionnements, des concepts et des réseaux communs

Les systèmes écologiques, les systèmes financiers, les systèmes informationnels, les systèmes électriques... sont des systèmes dits complexes. Ils sont composés d'acteurs plus ou moins interdépendants animés de relations de coopération et de concurrence sur la base de flux, d'échanges et de stocks, ainsi que de critères comportementaux propres à chaque acteur. Ils sont soumis à des déstabilisations d'origine interne ou externe. Enfin, ils sont sujets à de multiples modes de vulnérabilité.

Les descriptions dynamiques des écosystèmes remontent à plusieurs décennies. Ils se présentent comme des réseaux aux maillons interdépendants entre lesquels circule l'énergie contenue dans la matière vivante. Des centaines d'observations quantifiées ont abouti à des descriptions des relations entre espèces et milieux chiffrées en unités énergétiques ⁽¹⁾. Chaque espèce est caractérisée par son abondance, ses proies et ses prédateurs. Les similitudes structurelles entre les écosystèmes, les info-systèmes et les financystèmes ont été examinées dans la littérature, l'énergie étant assimilée dans le dernier cas à une monnaie circulante ⁽²⁾.

À l'intérieur de chacun de ces réseaux, les acteurs diffèrent plus ou moins par leur fonctionnement, les ressources qu'ils privilégient et les stress auxquels ils sont exposés. Dans un

écosystème, cela signifie, d'une part, que divers types d'acteurs peuvent cohabiter sans que cela se traduise par une relation de concurrence et, d'autre part, que les espèces et les liens trophiques ne sont pas sensibles aux mêmes atteintes ou aux mêmes pénuries, certains maillons pouvant donc prendre le relais d'autres maillons affaiblis. Du point de vue de la résilience du système, ce constat conduit à déduire une condition de diversité des acteurs ou/et des vecteurs dans leurs comportements ou leurs vulnérabilités.

Cette condition remplie, la circulation de l'énergie et des diverses substances (eau, carbone, azote, phosphore...) dans l'ensemble du réseau peut alors se réajuster après un choc.

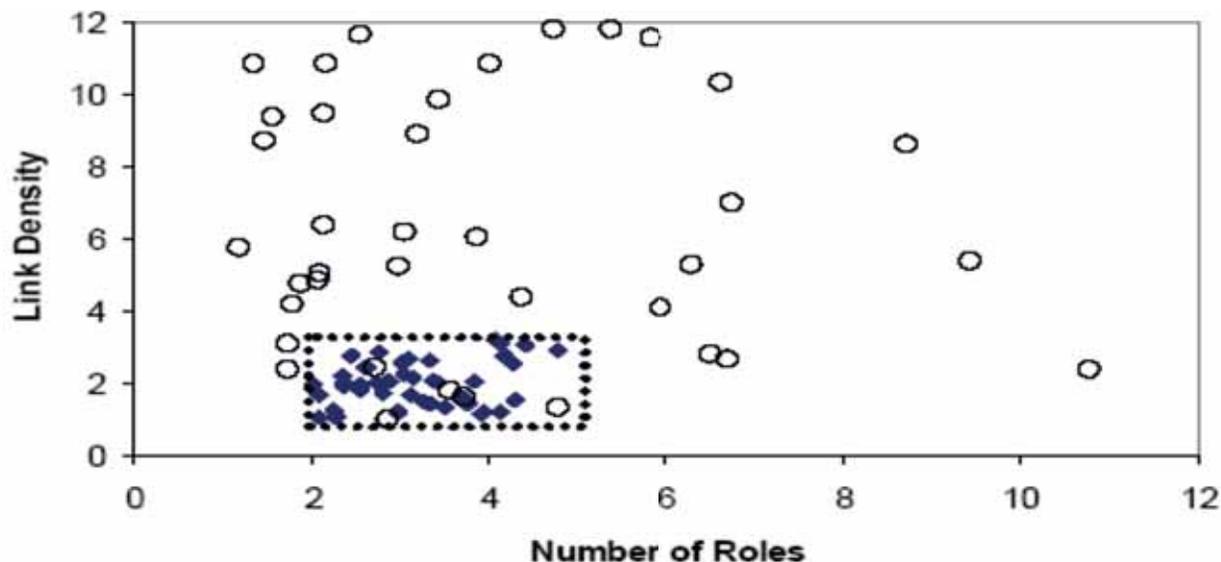
Pour décrire les écosystèmes, il a été recouru aux notions de flux, de nœuds et de connectivité, comme pour les systèmes informationnels ⁽³⁾. Un réseau maillé est composé d'acteurs (ou nœuds), chacun représentant une espèce d'organisme vivant (ou un institutionnel, dans un financystème). Le nombre des liens ou des relations proie/prédateur dans un écosystème, partant de (et aboutissant à) chacun des acteurs représente le degré de connectivité de chacun d'eux.

Il est apparu que les écosystèmes présentant une grande stabilité ou une grande robustesse se situaient dans une fenêtre de connectivité et de diversité se situant entre une

(1) Par exemple, BAIRD (D.) & ULANOWICZ (R.E.), 1989.

(2) ALLESINA (S.) & al., 2005.

(3) ZORACH (A.C.) & ULANOWICZ (R.E.), 2002.

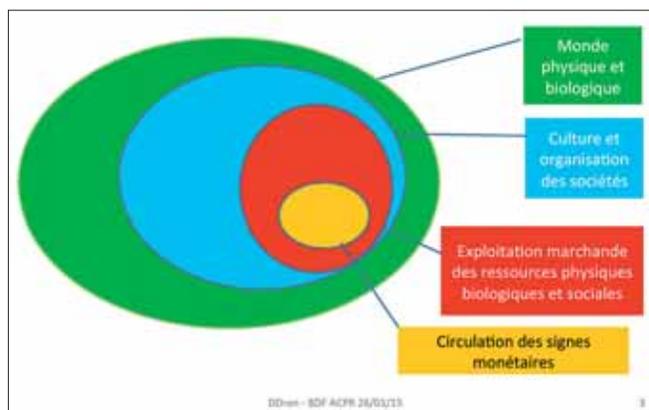


Graphique 1 : Positionnement d'écosystèmes en fonction de leur diversité et de leur connectivité.

borne minimale et une borne maximale ⁽⁴⁾ (voir le Graphique 1 ci-dessus). Cette fenêtre exprime la condition de la résilience du système, c'est-à-dire le maintien d'une bonne répartition de l'énergie circulant au sein de l'écosystème, dont l'analogue serait le maintien d'une bonne circulation monétaire dans l'ensemble d'un financystème.

Quelles relations entre les systèmes financier, économique, social et environnemental ?

Le développement soutenable, souvent représenté par les fameux « trois piliers » symboliquement équivalents que sont l'économie, la qualité sociale et l'environnement, devrait de façon plus réaliste apparaître sous la forme de quatre domaines emboîtés les uns dans les autres. Du plus vaste au plus circonscrit, et dans une hiérarchie dans laquelle le sur-système est la condition d'existence du système inférieur, on trouve tout d'abord le monde physique et biologique, qui autorise l'existence des sociétés et de leurs cultures respectives. À leur tour, ces deux mondes rendent possible toute activité économique, sous la forme de stocks et de flux utilisant et transformant les ressources, qui constitue une sous-partie de la vie des sociétés. Enfin, l'on trouve le sous-système du secteur financier, qui manie des symboles monétaires plus ou moins fortement reliés à cette activité (voir le Graphique 2 ci-dessous).



Graphique 2 : Quels liens entre les univers ? Vision pragmatique.

Deux remarques peuvent d'ores et déjà être faites à ce stade. D'une part, le concept même d'internalisation implique d'étendre les logiques du sous-système financier à des processus physiques, biologiques ou sociaux, ou tout du moins à une représentation de ces derniers qui soit compatible avec lesdites logiques ⁽⁵⁾.

D'autre part, le degré de diversité et d'information s'appauvrit considérablement lorsque l'on passe des niveaux supérieurs au dernier sous-système. Or, en cybernétique, le contrôle d'un système riche en informations et en boucles de rétroaction par un sous-système appauvri aboutit à la perte de cohérence d'ensemble, pour finir par la destruction du système. En biologie, de la même façon, une faible sensibilité d'un sous-système par rapport aux signaux émis par des sur-systèmes est synonyme non pas de robustesse, mais de vulnérabilité ⁽⁶⁾.

Efficiences et résilience des réseaux complexes

Deux types d'approche des systèmes complexes

La littérature académique a commencé, notamment avec la crise de 2008, à examiner les parallèles possibles entre le fonctionnement des écosystèmes et celui du système financier, dans un souci de recherche de robustesse. Parmi les résultats de cette comparaison, peuvent être soulignés quelques points remarquables.

(4) ULANOWICZ (R.E.) & al., 2009.

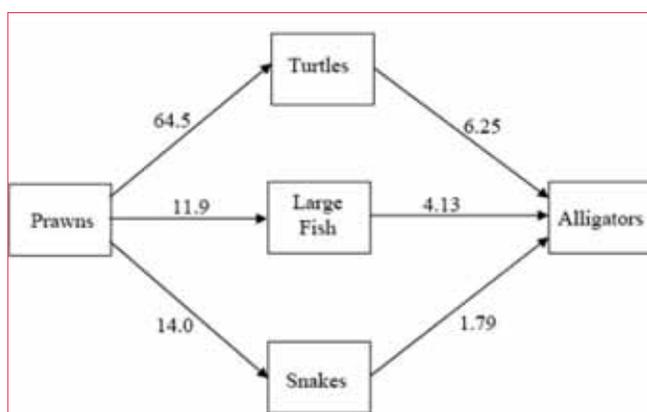
(5) Certains slogans d'établissements financiers comme « Faire de la nature une valeur sûre » ou « Dans le futur, chaîne alimentaire et chaîne d'approvisionnement ne feront qu'un » expriment cette tendance à la colonisation d'un système par les logiques d'un sous-système.

(6) DRON (D.), in La résilience, plus qu'une mode ?, 2013.

Complexité et diversité des réseaux

La fenêtre de stabilité évoquée plus haut a pu être empiriquement quantifiée et interprétée, dans le cas des écosystèmes : les systèmes stables se situaient dans un rectangle, où le nombre de niveaux trophiques allait de 2 à moins de 5 et où le nombre de liens par nœud allait de 1 à 3 ⁽⁷⁾. Des systèmes trop simplifiés aboutissent à des destructions (par eutrophisation, par exemple), et il en va de même pour des systèmes faisant converger un trop grand nombre de liens au niveau de chaque maillon ou seulement au niveau de certains d'entre eux ⁽⁸⁾.

Pour un écosystème, une pluralité de chaînes trophiques se répartissant la circulation de l'énergie entre un échelon inférieur et un échelon supérieur autorise que le relais soit pris par certaines, lorsque, du fait d'une perturbation, un ou plusieurs maillons d'autres chaînes interrompent ou ralentissent leur activité (voir le Graphique 3 ci-dessous). L'activité des espèces restées robustes s'en voit accrue. En termes financiers, ces chaînes et espèces ont donc, de fait, une activité contracyclique.



Graphique 3 : Trois voies de transfert entre crevettes et alligators dans les marais de Floride.

Cette efficacité dépend de ce que les différentes voies trophiques et les diverses espèces ne soient pas sensibles aux mêmes stress. Ainsi, par exemple, si l'un des prédateurs intermédiaires est décimé du fait de la chasse, mais qu'un autre subsiste pour prendre le relais, l'écosystème sera robuste. En revanche, dans le cas d'une pollution chimique ou d'une exploitation de chasse ou de pêche les visant toutes, il n'y a alors pas de relais possible. C'est la diversité des sensibilités et des comportements au sein d'une même classe d'acteurs qui fait leur résilience. De la même manière, il est indispensable, pour les systèmes financiers, que les critères, les produits, les supports et les acteurs soient dans leur nature (et pas seulement en taille) suffisamment divers dans leurs comportements, leurs objectifs et leurs sensibilités aux perturbations pour éviter les dommages systémiques.

Le niveau de connectivité optimal de chaque maillon, compris entre deux bornes, représente une situation intermédiaire entre le fait d'être tributaire d'un seul autre maillon ou d'être sujet à épuisement (nœuds à un seul lien) et le fait de se trouver en situation d'accumulation (*too big to fail*) ou d'hyper-

connectivité propageant les perturbations. Ainsi, l'intégration financière a construit depuis vingt ans un réseau mondial sans compartimentation des zones, des critères ni des activités, dans lequel le haut degré de connectivité des acteurs autorise une contagion généralisée et immédiate par des perturbations ne rencontrant aucune barrière. En outre, la forte concentration récente et toujours en cours des acteurs de premier rang dans le système financier crée des points majeurs d'accumulation et de départ de possibles contagions.

Modélisation bancaire et simulation de chocs

Une autre démarche ⁽⁹⁾ part de modèles de réseaux bancaires réels, auxquels sont appliqués des chocs divers. Elle conclut qu'une grande connectivité entre banques semblables atténue le risque de faillite. Mais si la perturbation est trop forte, cette configuration entraîne une plus grande partie du système vers l'effondrement. En outre, dans un réseau de banques de tailles différentes, chaque gros acteur a d'autant plus de liens avec les autres que la concentration à son niveau est forte, d'où une contagion large en cas de survenue d'un problème sur l'un de ceux-ci. Ce réseau diversifié permet une plus grande robustesse que le précédent. Mais, là encore, seulement si les difficultés rencontrées ne sont pas systémiques, c'est-à-dire si elles ne proviennent pas d'un mode de vulnérabilité commun touchant de la même façon un trop grand nombre d'acteurs.

L'analyse montre aussi qu'au-delà d'un certain seuil, la masse des produits dérivés s'auto-amplifie : les établissements financiers accroissent les quantités de leurs produits au-delà de la demande réelle de couverture tant que la multiplication des produits nourrit la rentabilité de chacun d'entre eux. Le marché se montre alors structurellement déstabilisé autour d'un point singulier. L'existence de ces singularités est renforcée par l'intensité des corrélations entre produits dérivés. Parmi les hypothèses implicites de la théorie de l'arbitrage, figure celle selon laquelle l'activité de *trading* en tant que telle n'a pas d'effet sur la dynamique des marchés ; l'analyse montre ici le contraire.

Financystèmes et écosystèmes : entre efficacité et résilience

Les travaux précédents montrent que le fonctionnement des systèmes résulte d'un compromis entre deux pôles :

- une structure simple comportant peu de nœuds, mais avec un flux important passant par chacun des nœuds, qui se révèle peu résiliente aux perturbations,
- et une structure à nœuds et relations multiples, qui s'avère robuste aux perturbations, au travers de flux plus dispersés entre des chaînes interdépendantes ⁽¹⁰⁾.

(7) ULANOWICZ (R.E.) & al., 2009.

(8) Ibid.

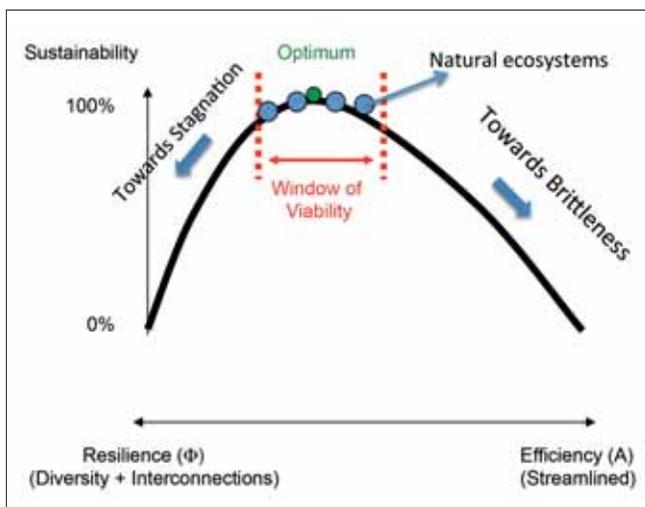
(9) HALDANE (A.G.) & MAY (R.M.), 2011.

(10) ULANOWICZ (R.E.) & al., 2009.

La plupart des raisonnements financiers privilégient un critère d'efficacité ou d'efficience qui s'apparente à une « efficience de débit » interne au sous-système financier, sans prise en considération de la résilience ni des impacts sur les sur-systèmes. Pour un système ainsi conçu comme isolé, l'efficience désigne sa capacité à traiter des flux par rapport aux moyens utilisés en son sein pour ce faire. De ce fait, l'efficience s'accroît en valeur absolue soit en faisant gonfler les flux monétaires, soit en réduisant le nombre des acteurs ou/et des voies d'écoulement.

Il pourrait donc sembler que le fait de minorer le nombre de niveaux trophiques et le nombre d'espèces à chaque niveau permette de réduire les coefficients de perte et d'améliorer l'efficience globale du système. De la même manière, dans un financystème, la réduction du nombre d'acteurs (par concentration ou par faible diversité) est souvent présentée comme une façon d'améliorer l'efficience de débit du système du point de vue des acteurs restants. À l'extrême, au regard de ce seul critère de flux, le réseau le plus efficient n'aurait qu'une seule chaîne d'acteurs !

L'observation biologique montre au contraire qu'un appauvrissement en espèces (dû, par exemple, à la chasse, à la pêche ou à des pollutions ciblant certaines espèces) accroît la fragilité du système vis-à-vis des perturbations ultérieures et réduit l'abondance de vie globale. En fait, le compromis de viabilité sélectionné par l'évolution des écosystèmes se trouve non pas à mi-chemin entre un pôle d'efficacité et un pôle résilience, donc non pas en maximisant l'efficacité, mais, au contraire, déplacé du côté de la résilience. De plus, une mesure de cette capacité structurelle de résilience a pu être proposée ⁽¹¹⁾ (Voir le Graphique 4).



Graphique 4 : Fenêtre de stabilité des écosystèmes entre résilience et efficience.

À l'inverse, les crises successives du financystème concentrent structurellement les acteurs ⁽¹²⁾, le déplaçant vers une fragilité croissante ⁽¹³⁾ qu'amplifient les opérations de *quantitative easing* utilisées selon les mêmes critères. Examinons plus en détail, par comparaison, les conditions de résilience des écosystèmes et les pistes qu'elles pourraient ouvrir pour les financystèmes.

Les sources de résilience des écosystèmes : quelles pistes pour les financystèmes ?

Quatre caractéristiques des écosystèmes contribuent structurellement à leur résilience biologique : l'existence de rétroactions permettant un maintien dans des limites physiques soutenables, une plasticité liée à une connectivité suffisante, mais sans substituabilité généralisée, une grande diversité des types d'acteurs et des cycles de matière et d'énergie bouclés permettant d'entretenir des stocks vitaux.

Des rétroactions gérant des limites

Un maintien interne dans des limites viables

Une régulation caractéristique d'un écosystème est la relation prédateur/proie, dont les fluctuations se répondent. Les rétroactions de ce type permettent de ne pas épuiser les ressources, elles évitent toute exponentielle. *A contrario*, par exemple, la surpêche au large des côtes namibiennes a fait basculer l'écosystème halieutique vers un peuplement composé quasi-exclusivement de méduses...

La population humaine, ses animaux domestiques, ses consommations de matières et d'énergie, ses rejets de déchets solides, liquides et gazeux ont en revanche suivi des courbes exponentielles depuis une soixantaine d'années : production de déchets, rejets de gaz à effet de serre, consommation d'énergie... La quantité des devises et des produits financiers en circulation ⁽¹⁴⁾ a suivi ce même type de courbe ⁽¹⁵⁾, et il en va de même pour les masses monétaires nationales ⁽¹⁶⁾. La quantité de produits dérivés en circulation est très supérieure à ce que requerrait une relative stabilité du système financier ⁽¹⁷⁾. Le mécanisme des intérêts composés induit aussi, structurellement, une évolution exponentielle de leur montant ⁽¹⁸⁾.

La transposition au financystème de la rétroaction « prédateur/proie », qui permet à un écosystème d'osciller autour d'une zone viable, pourrait conduire, par exemple, à proposer de plafonner les quantités de produits dérivés ou à proposer

(11) Ibid.

(12) Les dix plus grandes banques américaines contrôlaient, en 2013, 42 % du marché, contre 28 % avant la crise de 2008 (LIETAER, 2012, p. 126). En 2013, quatre banques contrôlaient 50 % du marché des changes (BRI, 2013).

(13) GOERNER (S.J.), 2009.

(14) La valeur notionnelle des produits dérivés est passée de 100 000 à 600 000 milliards de dollars entre 2001 et 2007, soit une progression trois fois plus rapide que l'augmentation du PIB mondial (HALDANE & MAY, 2011).

(15) Banque des Règlements Internationaux (BRI) 2013 : 5 300 milliards de dollars s'échangent quotidiennement dans le monde, soit 3 fois plus qu'en 2004 et de 5 à 6 fois plus qu'en 1992. Ces transactions correspondant à des biens réels (investissement, biens et services, envois d'argent par des migrants) représentent moins de 5 % de ces montants, celles liées à des marchandises en représentent 2 %.

(16) LIETAER (B.) & al., p. 70 et pp. 147-148, 2012.

(17) HALDANE (A.G.) & MAY (R.M.), 2011.

(18) LIETAER (B.) & al., p. 181, 2012.

que les taux d'intérêt, c'est-à-dire le prélèvement sur la valeur à venir des produits marchands (et, indirectement, non marchands) de l'activité humaine, ne puissent être globalement durablement supérieurs à la disponibilité en valeur desdits produits, c'est-à-dire au taux de croissance. Mais comme la croissance des consommations matérielles se heurte à des limites physiques par nature finies, la recherche de viabilité revient donc notamment à poser la question de l'existence même d'intérêts composés applicables à l'ensemble des circulations monétaires.

Le fonctionnement du sous-système financier occulte les rétroactions des sur-systèmes

Selon une démarche similaire, le système économique est souvent représenté comme un système fermé en équilibre général, ce qui exclut ou, au mieux, simplifie à l'excès les rétroactions entre les deux sur-systèmes sociaux et naturels. Les décisions prises sur cette base faussement étanche ont toutes les chances d'être inappropriées, voire pire, au regard de ces sur-systèmes.

Cette absence de rétroaction a été aggravée par la mondialisation de ces dernières décennies, qui a peu à peu décollé, pour de nombreux producteurs, la rémunération du travail de la consommation des clients, et donc « externalisé » cette rétroaction, autrefois « interne » aux yeux des acteurs, pour de larges pans de l'économie réelle, à savoir la sanction liée à l'appauvrissement de ses propres consommateurs. Cette autonomisation des critères et des règles endommage la régulation de l'ensemble du système.

Dans ce registre, les pratiques récentes du *bench-marking* généralisé et de la *fair value* sont auto-accélératrices. Il en est de même de la construction d'indices composites agrégeant, par exemple, énergie, minerais et céréales, devenus pour leurs manipulateurs de simples *widgets* sans lien avec leurs conséquences dans les sur-systèmes⁽¹⁹⁾. Haldane et May⁽²⁰⁾ soulignent cette autonomisation en rappelant que « *les deux tiers de la croissance spectaculaire des bilans bancaires sur les décennies récentes reflètent les relations intérieures au système financier lui-même plutôt qu'avec des acteurs non financiers* ».

Une plasticité sans substituabilité générale

La plasticité du vivant

Les écosystèmes puisent une part de leur résilience dans une certaine plasticité des relations interspécifiques : lorsque l'un des maillons ou l'un des liens du réseau est défaillant, pour des raisons internes ou externes au réseau lui-même, les flux de matière et d'énergie qui passaient par lui peuvent être temporairement ou définitivement, partiellement ou totalement repris par d'autres liens ou d'autres espèces.

Dans tous les cas, la capacité de résilience est constituée (au moins), d'une part, de capteurs capables de renvoyer des informations sur l'évolution que connaît le monde extérieur et, d'autre part, d'une structure qui, une fois l'interprétation de ces signaux réalisée, présente une plasticité fonctionnelle, voire morphologique. Or, cette plasticité est liée à trois caractéristiques :

la perception de signaux venant de l'extérieur, la connectivité des nœuds du réseau, qui doit être suffisante et non excessive, et la diversité des comportements des acteurs.

À l'échelle du temps humain, la substituabilité du vivant est limitée

Si les chaînes trophiques se caractérisent par une certaine plasticité, les écosystèmes, quant à eux, ne sont interchangeables ni entre eux ni avec des biens fabriqués. Ainsi, les services rendus par les océans en termes biologiques, physico-chimiques et climatiques ne sont pas remplaçables par une succession de piscines, d'aquacultures et de réacteurs à micro-algues ! Par conséquent, la monétarisation des services, des régulations et des ressources naturelles, et, *a fortiori*, leur traduction en indices financiers mettent en scène une substituabilité illusoire. Même s'il a été fort utile de traduire en langage monétaire des phénomènes qui échappaient totalement à l'analyse financière⁽²¹⁾, cette traduction reste extrêmement partielle et, surtout, si son produit est utilisé non pas en fonction des caractéristiques des phénomènes « représentés », mais selon les modes et les rythmes d'utilisation des produits financiers, il accroît le champ d'une substituabilité fictive. Il faudrait donc en termes de résilience, compartimenter les domaines non substituables, ou tout du moins assurer que leur inter-convertibilité ne soit pas systématiquement possible dans les conventions et les calculs.

Une résilience par la diversité des acteurs et de leurs relations

En biologie, c'est la diversité qui permet la résilience, par exemple en permettant à d'autres espèces de remplacer provisoirement celle qui a été atteinte par un facteur extérieur afin de maintenir les fonctionnements des cycles, ou en permettant, par complémentarité des apports, de recoloniser un milieu après dévastation. C'est le sens de la Trame verte et bleue instaurée par le Grenelle de l'Environnement, qui tend à réunir sur un tissu continu des conditions de maximisation de la biodiversité.

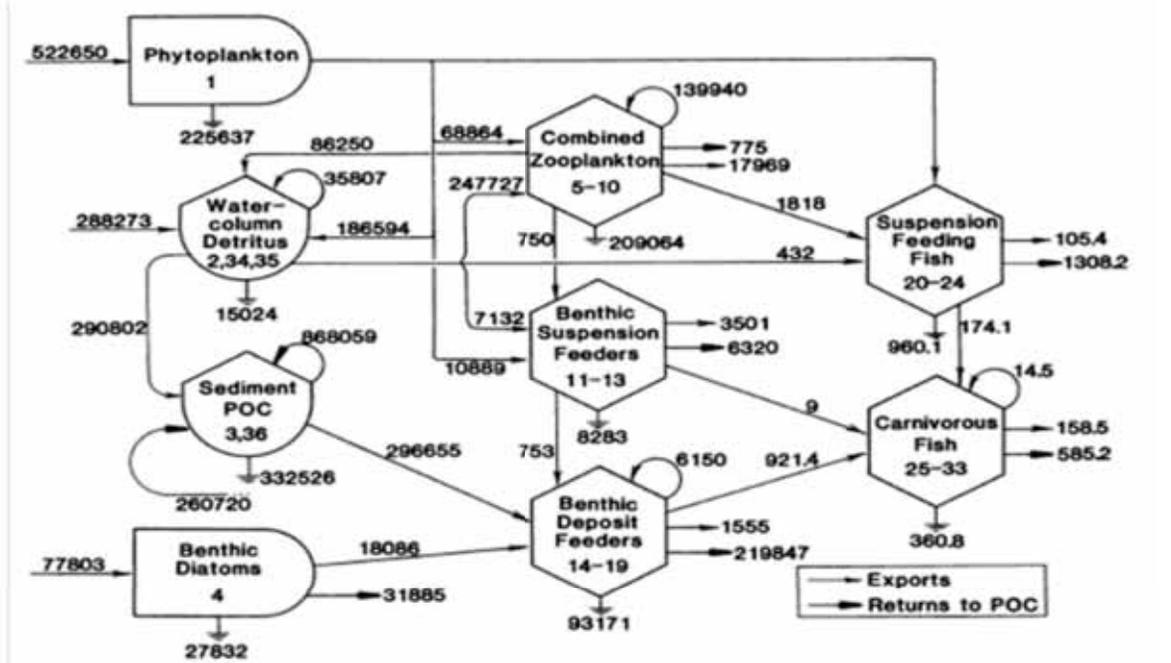
C'est aussi la diversité qui permet l'abondance, par exemple, pour accroître sans apports extérieurs la production biologique par hectare (en cultivant, ensemble, des légumineuses, des arbres et des céréales, par exemple), parce que chaque espèce ne prélève pas exactement les mêmes ressources et parce qu'elle échange ses excédents avec les espèces voisines. Autrement dit, si tous les acteurs de l'écosystème avaient les mêmes critères, les mêmes besoins ou les mêmes désirs, il y aurait compétition généralisée et appauvrissement du système. Or, on constate au contraire en écologie davantage de coopération et de complémentarités que de compétition, notamment interspécifique.

Rendre le financystème plus robuste demanderait donc de diversifier les critères utilisés entre des acteurs qui soient

(19) MASTERS (M.) & WHITE (A.), 2008.

(20) Op. cit., 2011.

(21) COHEN de LARA (M.) & DRON (D.), 1998.



Graphique 5 : Un écosystème: un réseau de flux bouclé (Ulanowicz et Baird (1989), Chesapeake bay).

eux-mêmes peu interchangeables, de se doter de logiques différentes. Des métriques, de la vulnérabilité, d'une part, et multicritères, d'autre part, sont dès lors indispensables pour restaurer un équilibre entre efficacité et résilience ⁽²²⁾.

En outre, en l'absence de rétroactions régulatrices suffisantes venant des sur-systèmes, il serait là encore nécessaire de compartimenter les procédés et/ou les stocks, comme en pyrotechnie, pour éviter la contagion. La compartimentation peut porter sur les acteurs (la re-séparation des activités de dépôt des activités d'affaires relève de cette catégorie, ainsi que le maintien de différences fonctionnelles entre acteurs bancaires : banques commerciales, banques coopératives, banques publiques, *low profit limited liability corporations* (USA), banques de monnaies complémentaires...), sur les utilisations des supports d'échanges (la compartimentation des usages de types de produits financiers, par exemple) ou sur les supports eux-mêmes.

Pour illustrer ce dernier cas, les monnaies complémentaires ⁽²³⁾ telles que le WIR suisse utilisé depuis 1934 par une entreprise suisse sur cinq a une action stabilisatrice anticyclique ⁽²⁴⁾. De nombreux exemples de monnaies complémentaires existent en Europe et dans le monde (il en existe environ 200 au Brésil, une centaine au Japon... au total, environ 4 000 dans le monde, dans cinquante pays, en BtoB, BtoC ou CtoC. Des exemples historiques de grande ampleur sont aussi documentés ⁽²⁵⁾.

Un bouclage des cycles entretenant les stocks

Un quatrième principe de résilience pour les écosystèmes est le bouclage des flux (par exemple, de carbone, d'eau, d'azote, de phosphore...), entretenant notamment la fertilité des sols et empêchant les accumulations nocives (voir le Graphique 5 ci-dessus).

Or, le fonctionnement financier ne favorise généralement pas ce bouclage (déficience en matière de réinvestissement et/ou de redistribution). On assiste plutôt à des accumulations locales que favorisent des boucles amplifiantes, telle que la propension logique des établissements de prêt à ne faire crédit qu'aux acteurs disposant déjà d'épargne, ce qui finit par accentuer la concentration monétaire à l'échelle macroéconomique (concentration sur une minorité de la population du produit des intérêts à travers les prix des biens et services). Cela appauvrit le fonds d'épargne de la plupart des ménages et les capacités d'investissement globales des entreprises. Le schéma est le même dans le cas de la matière organique des sols, qu'épuise l'agriculture conventionnelle.

Les ressources financières créées « en creux » par l'emprunt à intérêt bouclent-elles ailleurs ? Par exemple, alimentent-elles l'offre (à défaut de la demande) ou les salariés et l'investissement (à défaut des consommateurs) ? Selon Martin Wolf, tel n'est pas le cas: "*Only about 10 per cent of UK bank lending has financed business investment in sectors other than commercial property*" ⁽²⁵⁾ [« L'argent prêté par les banques britanniques à des secteurs autres que l'immobilier commercial n'a financé des entreprises qu'à hauteur de 10 % »]. Ce schéma n'est pas nouveau, mais il a acquis, au cours des vingt dernières années, une intensité accrue et une extension inégalée du fait des outils informatiques et d'une connectivité généralisée à la quasi-totalité de la planète.

⁽²²⁾ Livre blanc pour le financement de la transition écologique, 2013.

⁽²³⁾ À ne pas confondre avec des monnaies alternatives (le bitcoin, par exemple), qui présenteraient des caractéristiques de fonctionnement identiques (voire dégradées) par rapport aux monnaies classiques.

⁽²⁴⁾ Veblen Institute, 2011.

⁽²⁵⁾ LIETAER (B.), 2013.

De plus, cette reconstitution de stocks ou de garanties de fonctionnement à long terme, qui est de fait vitale, n'est pas valorisée par une pratique de l'actualisation dépréciant l'avenir qui exprime en fait une dissipation constante de la valeur. Dans le cas des écosystèmes, Roger Guesnerie explique que le taux d'actualisation devrait même être strictement négatif.

Conclusion

Au regard des analyses qui précèdent, le financystème conventionnel semble présenter aujourd'hui des caractéristiques inverses des conditions de résilience telles qu'observées dans les écosystèmes. Dans le domaine financier, le fonctionnement des marchés se voit piloté par un nombre de plus en plus restreint d'acteurs dominants et mimétiques : il est sorti de l'ajustement théorique par les grands nombres. L'équilibre entre efficacité et résilience semble bien dépassé, ce qui ne constitue pas une surprise au regard des écosystèmes.

Il serait imprudent de considérer que le seul contrôle de la compétence et de la moralité des individus suffirait à corriger ces défaillances. En effet, il semble que les symboles monétaires agissent sur les mêmes zones du cerveau humain que les impulsions activant un souhait de satisfaction immédiate, comme le sexe et la violence, mais d'une façon encore plus intense, et qu'ils conduisent à réduire spontanément la coopération entre individus ⁽²⁶⁾ ! Il faut donc nous doter d'une organisation structurellement robuste, car s'en remettre à la vertu de chacun paraît dans ces conditions peu réaliste. Nous serions sans doute bien inspirés de nous imprégner des leçons des écosystèmes...

Bibliographie

"The seasonal dynamics of the Chesapeake Bay ecosystems", BAIRD (D.) & ULANOWICZ (R.E.), *Ecological Monographs*, 59-4, pp. 329-364, 1989.

"Quantifying the complexity of flow networks: how many roles are there?", ZORACH (A.C.) & ULANOWICZ (R.E.), *Complexity*, 8-3, pp. 68-76, 2003.

Ecological subsystems via graph theory: the role of strongly connected components, ALLESINA (S.), BONDONI (A.) & BONDAVALI (C.), *Oikos* 110, pp. 164-176, 2005.

The accidental hunt brothers: How institutional investors are driving up food and energy prices, MASTERS (M.) & WHITE (A.), special report 31 juillet 2008.

"Quantifying economic sustainability: implications for free-enterprise theory, policy and practice", GOERNER (S.J.) & al., *Ecological Economics*, 69, pp. 76-81, 2009.

"Quantifying sustainability: resilience, efficiency and the return of information theory", ULANOWICZ (R.E.) & al., *Ecological Complexity* 6, pp. 27-36, 2009.

"Is our monetary structure a systemic cause for financial instability? Evidences and remedies from nature", LIETAER (B.), ULANOWICZ (R.E.), GOERNER (S.J.) & McLAREN (N.), *Journal of Future studies*, 2010.

Currency pluralism and economic stability: the Swiss experience, KALINOVSKI (Wojtek), Veblen Institute, octobre 2011.

"Systemic risk in banking ecosystems", HALDANE (A.G.) & MAY (R.M.), *Nature* 469, pp. 351-355, 2011.

« La résilience, objectif et outil de politique publique », DRON (D.), in « La résilience : plus qu'une mode ? », *Responsabilité et Environnement*, n°72, *Annales des Mines*, octobre 2013.

Rapports et ouvrages

« Économie et environnement dans les décisions publiques », COHEN de LARA (M.) & DRON (D.), Cellule prospective et stratégie, *Documentation française*, rapports officiels, 1998.

Les grandes représentations du monde et de l'économie à travers l'histoire, PASSET (R.), 2010.

Money and sustainability, the missing link, LIETAER (B.), ARNSPERGER (C.), GOERNER (S.) & BRUNNHUBER (S.), 2012.

Livre blanc sur le financement de la transition écologique, ministère de l'Économie et des Finances, ministère de l'Écologie, coordination DRON (D.), 2013.

Au cœur de la monnaie, LIETAER (B.), 2013.

⁽²⁶⁾ <https://postjorion.wordpress.com/2014/05/09/289-wolf-soutient-le-smart/>

La coopération internationale entre régulateurs de marchés financiers

Par Benoît de JUVIGNY

Secrétaire général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

et Françoise BUISSON

Directrice des Affaires européennes et internationales, Autorité des Marchés Financiers (AMF)

La coopération internationale est un élément désormais essentiel de la régulation financière. Elle n'est pas une fin en soi : elle vient se conjuguer aux composantes de base de la régulation : l'autorisation, la réglementation, la supervision, l'enquête et la sanction. L'internationalisation et l'interconnexion grandissante des marchés exigent des régulateurs qu'ils conduisent leur mission en veillant à maintenir un délicat dosage entre la protection des investisseurs et l'ouverture des marchés qu'ils régulent à des acteurs et produits provenant de pays étrangers. Dans ce contexte, la coopération internationale est à la fois une composante clé de l'efficacité de la régulation et un facteur susceptible de faciliter la conduite transfrontalière des activités de marché.

Au cours des quinze dernières années, la dimension internationale de la régulation et, partant, de la coopération à ce niveau est devenue très prégnante. Née du fait d'une internationalisation des transactions financières elle-même liée à la mondialisation des échanges économiques, cette coopération s'est accrue avec le développement des acteurs de dimension internationale. Elle s'est encore intensifiée sous l'effet de la crise financière qui s'est déclenchée en 2008 : cette dernière a confirmé la nécessité d'une plus grande coordination entre les politiques de régulation dans le monde, d'une part, pour prévenir de nouvelles failles et, d'autre part, pour assurer une égalité de concurrence entre les acteurs des différents pays et éviter les possibilités d'un recours à des arbitrages réglementaires.

La transformation du Forum de Stabilité Financière en un Conseil de Stabilité Financière (en 2009) et les appels récurrents des décideurs des pays du G20 en faveur d'initiatives concertées en matière de régulation depuis le Sommet de Pittsburgh (tenu en septembre de la même année) illustrent la prise de conscience des gouvernements quant à la nécessaire coordination de leurs actions pour renforcer le système international de régulation financière.

En Europe, la crise de 2008 a également eu l'effet d'un catalyseur, accélérant le renforcement institutionnel dont l'Union avait besoin pour pouvoir fonctionner plus efficacement. Le Système européen de supervision financière est né en

2011, il inclut le renforcement de la coopération entre autorités de marché au sein d'une nouvelle autorité européenne, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority* - Autorité européenne des marchés financiers). Pour les autorités nationales des pays membres de l'Union européenne, la dimension européenne de la régulation est aujourd'hui la norme et sa composante relative à la coopération est le ciment indispensable à la cohésion d'un marché unique des services financiers.

La réalité du métier de régulateur a changé considérablement au cours de ces dernières années. Qu'il s'agisse de veiller à l'intégrité du marché ou d'assurer la protection de l'épargne, il n'est plus possible pour les régulateurs de n'envisager leur action que dans un environnement purement national. Dans ce nouveau contexte, les régulateurs, telle que l'Autorité des Marchés Financiers, exercent leurs pouvoirs en agissant lorsque cela est possible sur le levier de la coopération internationale, au plan bilatéral comme au plan multilatéral.

L'ambition du présent article est, en partant de l'expérience de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), d'illustrer les différentes dimensions de la coopération entre régulateurs au regard de l'objet sur lequel elle porte et des formes qu'elle peut prendre, en montrant son évolution au cours des dernières années, et de souligner les voies qui, à notre avis, permettraient de renforcer à l'avenir l'efficacité de l'action coordonnée entre régulateurs.



Photo © Pascal SITTLER/REA

« Dans ce nouveau contexte, les régulateurs, telle que l'Autorité des Marchés Financiers, exercent leurs pouvoirs en agissant lorsque cela est possible sur le levier de la coopération internationale, au plan bilatéral comme au plan multilatéral. » De gauche à droite : Gérard Rameix, directeur général de l'AMF, Michel Prada, président de l'AMF, et Christine Lagarde, ministre de l'Économie, Paris, décembre 2008.

Une coopération internationale multiforme

Cette coopération, synonyme d'entraide et d'assistance, trouve tout d'abord à s'exprimer pour permettre les échanges techniques, dans l'apport d'expertise ou d'expérience dans des domaines où chacun peut apprendre de ses homologues et leur apporter son propre savoir-faire ;

Elle se traduit aussi dans l'élaboration de standards ou de principes communs, les régulateurs partenaires s'inspirant des cadres en place dans les autres juridictions, améliorant ainsi *in fine* la convergence entre les cadres réglementaires en vigueur ;

Elle est l'une des conditions à remplir pour permettre un accès en toute sécurité aux marchés et aux investisseurs locaux à des acteurs ou à des produits venant de pays étrangers et donc soumis à des réglementations différentes et placés sous des autorités de tutelle autres. Dans des contextes de marchés ouverts à des entités de pays tiers, elle peut également avoir pour finalité de faciliter la supervision d'entités opérant de manière transfrontière ;

Enfin, elle s'exprime dans le cadre des enquêtes conduites par les autorités du monde entier lorsque celles-ci se heurtent

à leurs frontières territoriales dans le cadre de leur mission de surveillance du respect de leurs règles.

L'expérience de l'AMF recouvre ces différentes formes de coopération qui s'expriment tant de manière bilatérale que multilatérale, et au plan européen comme international. La coopération est en effet un *continuum* dont les différents éléments sont complémentaires et tous indispensables à l'efficacité de tous les autres. Le défi est cependant de pouvoir mobiliser les moyens humains et financiers nécessaires pour développer ces différentes formes de coopération.

La coopération dans le cadre des enquêtes : la plus indispensable à l'action des autorités

La coopération dans le cadre des enquêtes est la forme la plus visible et sans doute la plus nécessaire à l'action des autorités : l'échange d'informations afin de permettre le respect des règles, dont chacun est responsable, est en effet devenu plus nécessaire que jamais en raison de l'internationalisation des marchés. Les actes sanctionnables impliquent souvent des comportements, des parties impliquées ou des preuves situés dans des pays étrangers. Les enquêtes servent en

priorité à réprimer les abus de marché et, en particulier, à rechercher les délits d'initiés, une mission qui a récemment pris une dimension internationale encore plus marquée. À l'origine organisé en bilatéral, ce type de coopération a donné lieu, il y a de cela un peu plus de dix ans, au développement de formes multilatérales propices à une plus grande robustesse et à l'homogénéité des procédures.

La coopération bilatérale

L'AMF, qui a repris les droits et obligations de la Commission des Opérations de Bourse (COB), est signataire d'une cinquantaine d'accords de coopération en matière d'échange d'informations avec des autorités homologues étrangères. Le premier fut signé en 1989, avec la *Securities and Exchange Commission* (SEC) des États-Unis. Ces accords ont pour objet d'organiser et de mettre en œuvre entre les signataires une procédure d'assistance mutuelle dans l'échange d'informations, de façon à leur permettre d'exercer leurs missions de surveillance des marchés financiers dans leurs juridictions respectives. Remplacés, en pratique, dans l'activité quotidienne de coopération au titre des enquêtes par les accords multilatéraux en vigueur par ailleurs, ils symbolisent les liens privilégiés qui unissent les signataires.

La coopération multilatérale

À ces accords bilatéraux sont venus s'ajouter deux accords multilatéraux sur la coopération et l'échange d'informations (l'un étant international et l'autre européen).

Sur le plan international, un accord multilatéral de coopération adopté en 2002 lie entre eux les membres de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Cet accord a pour objet d'organiser l'assistance mutuelle et l'échange d'informations destinés à permettre l'application et le respect des lois et réglementations en vigueur dans les juridictions des autorités signataires. Sa signature est une condition pour devenir membre de l'OICV. Il présente la particularité (qui en fait sa force) de subordonner l'obtention de la qualité de signataire par une autorité de régulation candidate à sa capacité de démontrer qu'elle est à même de coopérer et d'échanger des informations avec des autorités de pays tiers. Aujourd'hui, 103 régulateurs ont signé cet accord et les échanges d'informations ont crû de manière spectaculaire pour représenter près de 2 800 requêtes en 2013, soit quatre fois plus qu'en 2007.

Sur le plan européen, il convient tout d'abord de noter la spécificité que constitue le cadre législatif communautaire, premier facteur de convergence au titre de la coopération entre régulateurs et un élément indispensable à l'effectivité du marché unique des services financiers. En effet, chaque directive ou chaque règlement européen comporte aujourd'hui des dispositions en matière de coopération, d'échange d'informations, de confidentialité des informations... qui sont applicables aux régulateurs des États membres de l'Union. En outre, les textes législatifs européens sur les abus de marché constituent le socle indispensable à la lutte contre les délits d'initiés, les manipulations de cours et autres manquements.

Dans le même temps, les régulateurs européens se sont organisés, tout d'abord de leur propre initiative, au sein du premier forum de coopération, le *Forum of European Securities Com-*

missions constitué en 1997 sous l'impulsion de quelques-uns d'entre eux (parmi lesquels Michel Prada, alors Président de la COB), puis le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), qui lui a succédé, a constitué un réseau des responsables de leurs services d'inspection permettant à ces derniers de mettre en commun les difficultés qu'ils rencontraient et de resserrer leur coopération transfrontière dans leur lutte contre les infractions boursières. Ils ont ensuite franchi une étape supplémentaire, en 2005, en mettant au point un accord multilatéral de coopération et d'échange d'informations, qui a été remplacé en 2014 par un nouvel accord multilatéral dans le contexte de l'ESMA (dont cette dernière est également signataire). L'innovation introduite par cet accord est le fait qu'à l'échange d'informations liées aux besoins des régulateurs dans le cadre de leurs enquêtes et de leurs contrôles s'ajoutent les échanges d'informations tels que les prévoient les textes sectoriels, y compris ceux relatifs à la coopération en matière de supervision (comme nous le verrons ci-après, par exemple, dans les règlements et directives sur les ventes à découvert, les marchés d'instruments financiers, les fonds alternatifs ou encore sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)).

Coopération en matière de supervision : une évolution récente

Pour satisfaire aux besoins de coopération liés à des développements industriels tels que la constitution d'acteurs agissant de manière transfrontière (par exemple, le groupe Euronext) et répondre à la crise financière de 2008 qui a conduit à des réformes comprenant, entre autres, la régulation de marchés et d'activités qui ne l'étaient pas jusqu'alors (comme le marché des dérivés négociés de gré à gré ou OTC) ou encore les agences de notation), les régulateurs de marchés ont mis au point des modalités spécifiques d'organisation de leur coopération en matière de supervision : l'organisation de collèges de régulateurs et l'établissement d'accords de coopération dédiés à la supervision des acteurs concernés en sont les principaux exemples.

Les collèges de régulateurs

La constitution de collèges, par le biais d'accords entre autorités de surveillance destinés à promouvoir une meilleure compréhension des risques, à améliorer les échanges d'informations et à instaurer une coordination dans la supervision d'entités de dimension internationale, est une pratique établie dans le domaine prudentiel. Elle a été encouragée dès 2008 par le Forum de Stabilité Financière.

Sur le plan international, on peut noter, par exemple, les recommandations (publiées en 2013) de l'OICV relatives aux collèges de supervision des agences, qui portent sur les modalités de mise en place de tels collèges pour les principales agences agissant de manière transfrontière.

Dans un autre domaine de compétence de l'AMF, la constitution d'Euronext (en 2001) s'est accompagnée de la mise en place de modalités de coopération spécifiques entre les régulateurs des différentes entités du groupe. C'est ainsi qu'est

né le Collège des régulateurs d'Euronext, matérialisé par un accord signé entre les régulateurs néerlandais, français, belge et portugais sur la coordination de la régulation et du contrôle d'Euronext NV. Au gré des évolutions industrielles ultérieures du groupe Euronext, d'autres accords ont été signés afin d'instaurer la coordination de la régulation et le contrôle des marchés dérivés ou encore pour faciliter l'exercice de leurs missions respectives par les régulateurs concernés par la régulation d'Euronext lors de son rapprochement avec le *New York Stock Exchange* (NYSE - la Bourse de New York).

Le format « collège » a ensuite inspiré le législateur européen dans le cadre de la régulation des agences de notation ou encore dans celle des marchés de dérivés de gré à gré (*OTC – Over the counter*). C'est ainsi, par exemple, que le règlement EMIR relatif aux produits dérivés négociés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux assigne à un collège d'autorités la surveillance des chambres de compensation ayant une activité transfrontière. Le texte consacre ainsi le caractère européen et coopératif de la surveillance des chambres selon un modèle déjà mis en œuvre pour la surveillance de la chambre de compensation française LCH. Clearnet SA.

Les accords de coopération en matière de supervision

Le caractère insuffisant de la coopération entre régulateurs dans le cadre de la surveillance des marchés et de leurs acteurs qu'a révélé la crise financière de 2008 a conduit à l'adoption de mesures tant au plan international qu'au plan européen.

Au niveau international, dans le cadre des travaux lancés pour proposer des réponses à cette crise, l'OICV a publié en 2010 des principes visant à améliorer la coopération et l'échange d'informations entre régulateurs de marchés en matière de surveillance quotidienne des marchés et de leurs acteurs. Les principes ainsi édictés sont assortis d'un accord-type qui a été utilisé dans la mise au point d'accords bilatéraux, notamment par l'AMF et par d'autres régulateurs européens dans leurs discussions avec des régulateurs de pays tiers pour assurer la supervision d'acteurs agissant de manière transfrontalière comme les chambres de compensation (LCH Clearnet SA en tant que *designated clearing house* aux États-Unis) ou les banques agissant en qualité de *swap dealers* en vertu du Dodd-Frank Act américain.

Au plan européen, comme indiqué plus haut, la coordination des régulateurs en matière de supervision des acteurs européens est traitée tant dans le cadre des textes législatifs sectoriels que *via* l'accord de coopération qui lie les membres de l'autorité européenne au sein de l'ESMA.

Dans l'environnement international actuel, la coopération en vue de l'élaboration de principes ou de normes de régulation revêt une importance cruciale

Au niveau international, en complément du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BCBS), de l'Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance (IAIS), l'OICV est le normalisateur international chargé d'élaborer des standards

internationaux permettant d'assurer le bon fonctionnement, la transparence et l'intégrité des marchés financiers et la protection de l'investisseur. L'organisation joue un rôle majeur en faveur de la convergence des réglementations des marchés dans le monde. Ses Principes de régulation financière servent de référence au Fonds Monétaire International et à la Banque Mondiale pour la conduite de leurs programmes d'évaluation des systèmes financiers des pays membres du FMI. La mise en œuvre de ces standards élaborés en commun est l'un des objectifs auxquels s'engagent les membres de l'Organisation.

Parmi les évolutions les plus marquantes de ces dernières années, il convient sans nul doute de noter :

- la nécessité d'assurer une meilleure coordination du développement et de la mise en œuvre des standards internationaux, en particulier de manière trans-sectorielle (ce rôle étant dévolu au Conseil de Stabilité Financière) ;
- le besoin d'assurer la mise en œuvre effective des standards et des principes par les régulateurs de façon à assurer la sécurité du système financier mondial. Une vérification de la mise en œuvre des principes internationaux est ainsi menée tant au sein de l'Assessment Committee de l'OICV que par le Conseil de Stabilité Financière (CSF), en complément des évaluations du FMI ;
- plus récemment, au vu de l'expérience acquise dans la mise en œuvre des principes internationaux visant à réguler les marchés dérivés de gré à gré - un marché international s'il en est -, le besoin s'est également fait sentir d'assurer une plus grande convergence entre les cadres réglementaires des différentes juridictions, ce qui passe aussi par la nécessité de favoriser une plus grande granularité des standards internationaux. Seraient ainsi facilitées la comparabilité des régimes des différentes juridictions et la détermination de l'équivalence entre ces régimes.

Nul n'est besoin de rappeler ici le *modus operandi* qui préside à l'élaboration de la législation européenne, y compris en matière financière. Nous résumerons en disant que tout ne s'est pas fait en un jour. Si la crise de 2008 a eu pour conséquence, entre autres, la création de trois autorités européennes (dont l'ESMA), il importe de rappeler l'importance qu'eut l'ambition de ceux qui, en 1997, avaient traduit leur souhait de plus de coopération à travers la création du *Forum of European securities commissions* (FESCO) mis en place sous l'impulsion notamment du Président de la Commission des Opérations de Bourse, Michel Prada. Aujourd'hui, une des missions essentielles de l'ESMA est de contribuer au *single rulebook* européen. En rédigeant des projets de normes techniques qu'elle soumet à la Commission (qui les homologue, en quelque sorte, avec un droit de regard du Parlement européen et de la Commission), l'ESMA contribue directement à la formulation de la législation et de la réglementation européennes, au plus près des besoins de supervision. Cela est un élément majeur, car les enjeux liés aux textes préparés par l'ESMA sont importants, ces actes réglementaires assurant l'efficacité du droit communautaire en précisant dans le détail les règles générales définies par les directives ou les règlements. Il s'agit là d'une étape clé sur la voie de la convergence européenne.

La coopération technique, pilier essentiel de l'action internationale des régulateurs

Dans un contexte où les modèles de régulation sont en concurrence, la politique de coopération technique est un vecteur important pour les régulateurs, qui peuvent ainsi faire connaître leur modèle de régulation. Cette coopération est de nature à favoriser une meilleure connaissance mutuelle entre régulateurs, laquelle est propice à l'instauration d'une plus grande confiance, à faciliter les reconnaissances de produits ou d'acteurs et, par la suite, le développement de flux d'affaires. Le dialogue ainsi noué leur permet de tisser des liens utiles dans le cadre des discussions au sein des enceintes multilatérales.

Les outils déployés à cette fin ressortissent généralement à des actions de formation, à des échanges de pratiques, à des séminaires, à des rencontres organisées en association avec les professionnels, autant de dispositifs généralement mis en œuvre dans le cadre d'accords bilatéraux de coopération technique entre régulateurs.

Ce type de coopération peut également s'exprimer de manière multilatérale. L'AMF a ainsi développé au cours des années 2000 deux structures de coopération multilatérale : l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI) et le Partenariat méditerranéen. L'un et l'autre ont pour but de favoriser entre les membres l'échange de points de vue tirés de leur expérience de la régulation financière, d'organiser des formations, de discuter de l'évolution des marchés financiers au sein des pays membres, ainsi que du rôle et des missions des autorités régulatrices. La spécificité de la première structure est de permettre à ses membres de tirer pleinement avantage des liens privilégiés qui les unissent à travers leur usage commun du français et, souvent, de cadres légaux très similaires. La seconde a pour objet de faciliter les échanges entre les régulateurs de pays bordant la Méditerranée en favorisant une convergence autour des exigences de la réglementation européenne et en développant une culture commune de supervision et de contrôle.

Ces différentes formes de coopération constituent-elles une palette d'outils suffisamment variés pour assurer l'efficacité de la régulation aujourd'hui ? Quels sont les progrès à réaliser ?

Les préoccupations des régulateurs telles qu'exprimées par le Conseil de Stabilité Financière aux leaders du G20 à l'oc-

casion du dernier sommet, à Brisbane, touchent à la nécessité d'éviter une fragmentation des cadres réglementaires néfaste à la conduite efficace de ces activités de manière transfrontière. Des progrès sont donc encore nécessaires en termes de développement de mécanismes de coopération entre régulateurs afin d'assurer la convergence et la non-duplication des règles.

Tout d'abord, il est nécessaire de disposer de standards internationaux dont la granularité permette d'aboutir à une régulation transfrontière effective, c'est-à-dire :

- des règles qui soient cohérentes et s'articulent entre elles, ce qui permettrait ensuite leur reconnaissance par les juridictions concernées ;
- une coopération en matière de supervision reposant sur la confiance mutuelle.

Ensuite, il faut mettre au point des outils (tels que des principes) qui guideront les approches transfrontières des régulateurs. Aujourd'hui, les approches utilisées dans le monde varient, allant d'un traitement national (qui ne tient aucun compte de l'éventuelle régulation de l'acteur ou du produit concerné dans une autre juridiction) à des approches de reconnaissance mutuelle dans lesquelles chacun s'appuie sur l'équivalence du cadre réglementaire de l'autre juridiction et sur la supervision assurée par le régulateur local. Il faut reconnaître qu'aujourd'hui nous ne disposons pas de principes ni de critères communs pour déterminer l'équivalence ou la comparabilité des cadres réglementaires. Lorsqu'une telle approche est adoptée, chacun établit l'équivalence de l'autre sur la base de son propre cadre réglementaire. Les limites de ce système, appliqué aux activités de dérivés OTC, sont bien connues et impactent directement la conduite de ces activités.

Des réflexions sur ces questions difficiles sont en cours au sein de l'OICV, et l'AMF y contribue activement en portant ces messages. Il convient de ne pas encourager la fragmentation de la régulation et le repli sur les cadres nationaux (chacun souhaitant assurer la primauté de son propre système), mais, au contraire, un juste équilibre et une approche de reconnaissance et de confiance mutuelle entre juridictions, seul à même d'accompagner le développement des marchés. Au service des économies.

La compensation des produits dérivés : évolutions structurelles et réglementaires

Par Margherita REDAELLI ⁽¹⁾

Docteur de recherche ès sciences politiques et expert scientifique à l'Université de Pise

Avéré pendant la crise financière, le succès des dispositifs de maîtrise des risques par les contreparties centrales a porté les régulateurs d'après-crise à confier à ces dernières des rôles et des risques qui en font des entités potentiellement différentes de ce qu'elles étaient auparavant, notamment en ce qui concerne la compensation des dérivés négociés de gré à gré. Cette tendance, unie aux problématiques de mise en œuvre et à l'évolution de la structure du marché, est susceptible d'introduire de nouveaux risques qui requièrent, pour être encadrés, une surveillance renforcée et une coordination étroite au niveau international.

Qu'est-ce que la compensation par contrepartie centrale ?

Les contreparties centrales (CCPs) sont des établissements qui garantissent la bonne fin de transactions financières après leur négociation. En 2013, les 40 principales CCPs dans les pays du G20 ont traité 32 milliards de transactions financières, pour une valeur totale de plus de 480 000 milliards de dollars ⁽²⁾.

Une CCP s'entremet entre un vendeur et un acheteur de titres et, par le biais d'un procédé juridique dit de *novation*, remplace le contrat de vente initial par deux contrats : l'un entre le vendeur de titres et la CCP qui s'en porte acheteur, et l'autre entre l'acheteur de ces mêmes titres et la CCP qui les lui vend ⁽³⁾. Cette duplication contractuelle comporte trois avantages majeurs en termes de protection du marché. En premier lieu, elle minimise les risques de contrepartie supportés par chaque intervenant, qui n'a plus à se soucier de la solidité financière de sa contrepartie, du niveau de ses expositions ou de sa capacité à honorer ses obligations. En effet, en cas de défaut d'un intervenant, la CCP prend sur soi l'obligation d'acheter les titres ou le cash, et de les livrer à la contrepartie originaire dudit intervenant.

En second lieu, elle résulte de la concentration de plusieurs positions du même intervenant sur la CCP, ce qui a pour effet de réduire les flux de liquidité nécessaires au dénouement de l'ensemble des transactions de ce dernier. Par rapport à un marché où les contrats seraient traités en brut et de façon

strictement bilatérale, la CCP permet jusqu'à 90 % de réduction des besoins en liquidité pour le dénouement des transactions grâce au calcul des positions nettes et au traitement simultané des transactions similaires ayant une contrepartie commune et négociées à une date donnée.

Enfin, la CCP assure un système opérationnel à l'état de l'art pour la gestion de l'information et la transmission de celle-ci aux systèmes de paiement, aux référentiels centraux de données et, le cas échéant, à d'autres intervenants.

La concentration de ces fonctions au sein de la CCP exige qu'elle mette en place un système de maîtrise de risques rigoureux, qui s'articule généralement autour de deux principes : la sélection à l'entrée et l'accumulation de réserves.

(1) Je souhaite remercier tout particulièrement M. Carlo Comporti, M. Mario Nava, M. François Valérian, M. Fabrizio Planta, M. Sebastijan Hrovatin et M. le Professeur Carlo Filippini. Les opinions exprimées dans cet article reflètent seulement celles de son auteur.

(2) Données tirées du rapport du Comité des Paiements et des Infrastructures de Marché, Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPML countries. Figures for 2013, septembre 2014. Environ 20 CCPs sont établies dans l'Union européenne dont moins de 10 de grande envergure.

(3) La CCP devient aussi, selon la définition désormais classique, « le vendeur de chaque acheteur et l'acheteur de chaque vendeur ». Pour une introduction à l'histoire et au fonctionnement des CCPs, voir NORMAN (P.), *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*, Wiley, 2011, et KOKKOLA (T.) (ed.), *The Payment System*, Banque Centrale Européenne, 2010.

Le premier principe (la sélection à l'entrée) s'exprime dans les conditions d'admission des membres compensateurs. Ces conditions vont des exigences en capital de l'adhérent compensateur à son statut réglementaire, en passant par ses capacités techniques et opérationnelles ⁽⁴⁾.

Le deuxième principe (l'accumulation de réserves) est mis en œuvre à travers la collatéralisation des positions de chacun des adhérents compensateurs en proportion du volume, du niveau de risque et de la concentration de ses positions, ainsi qu'en proportion du risque de contrepartie auquel il expose la CCP.

La CCP surveille le niveau de ces risques et recalcule en continu le montant des ressources financières qui lui seraient nécessaires pour prendre en charge les positions d'un adhérent compensateur, si celui faisait défaut dans des conditions de marché stressées. Chaque jour, la CCP règle avec ses membres la variation de collatéral requis à cette fin, sous la forme d'appels de marges adressés à ses adhérents compensateurs. De plus, les membres contribuent à une réserve commune destinée à faire face à des surcroûts de besoins de ressources. Cette dernière réserve est connue sous le nom de *fonds de défaillance* et témoigne de la disposition des membres à supporter un coût supplémentaire pour renforcer les capacités financières de la CCP, plutôt que d'avoir à assumer les conséquences de l'implosion du marché qui ne manquerait pas de résulter d'un défaut non maîtrisé de la CCP.

Cette priorité accordée à la protection du marché par rapport aux participants pris individuellement, justifie la pratique d'appels de marges supplémentaires (*add-on*) adressés à un adhérent dont les conditions financières se dégradent. Cette pratique procyclique est susceptible d'envoyer au marché un signal adverse, voire même déstabilisant pour l'établissement en difficulté, mais elle a permis entre autres à des CCPs confrontées à des faillites bancaires de limiter leurs pertes d'une façon assez surprenante.

Un marché en pleine évolution

En osant la comparaison entre le système financier et un système thermodynamique, on pourrait montrer que dans un moment donné, le système financier supporte un risque constant dans l'ensemble de ses parties. Ce risque ne peut pas être éliminé, mais il peut être soit redistribué entre les différentes parties, soit contenu, mais avec la contrepartie d'un coût toujours élevé pour les intervenants.

L'un des objectifs de la réglementation d'après-crise est le cantonnement aux CCPs du risque associé aux produits dérivés de gré à gré, dont on estime la valeur notionnelle à 691 000 milliards de dollars dans les pays du G20 à fin juin 2014 - une valeur en nette croissance tendancielle dans les dernières années ⁽⁵⁾.

Le paradoxe est que le succès des CCP d'avant-crise dans leur rôle de « tuyaux sécurisés » de transmission des transactions financières les porte à assumer après la crise des rôles et des risques qui font d'elles des entités se différenciant de ce qu'elles étaient auparavant ⁽⁶⁾.

En effet, les CCPs ont émergé de la crise comme un des rares éléments du système en mesure d'activer de façon opportune des procédures de limitation de pertes suite au défaut d'une contrepartie. En outre, les régulateurs ont vu dans l'utilisation poussée des CCPs une occasion d'accroître la transparence et la liquidité des transactions sur dérivés, dont l'opacité avait conduit avant la crise à l'accumulation disproportionnée de risques au sein de certains intervenants ⁽⁷⁾.

Certes, les CCP n'ont pas pour finalité de maintenir la liquidité du marché, d'autant plus que crises et défauts s'expriment souvent sous la forme de crises soudaines de liquidités, plutôt que de solvabilité ⁽⁸⁾. Mais la législation post-crise mise entre autres sur leurs dispositifs de maîtrise des risques pour accroître la perception de sécurité des marchés, et donc influencer le comportement des intervenants dans le but de limiter la volatilité de certains marchés due à des crises de confiance.

La sécurité des CCPs a été un sujet de réflexion majeur dans les groupes de travail internationaux, car leur fragilisation du fait de leur utilisation accrue mènerait à terme à la perte de leur crédibilité, au grand détriment de la stabilité financière. Ainsi, les *Principes pour les infrastructures de marchés financiers* publiés en 2012 par le Comité des Paiements et des Infrastructures de Marché de la Banque des Règlements Internationaux et par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (connus sous le nom de Principes CPMI-IOSCO) cherchent à relever ce défi en renforçant les exigences de sécurité applicables aux CCPs et en introduisant des dispositions supplémentaires en matière de compensation des produits dérivés ⁽⁹⁾.

(4) Voir le Code monétaire et financier, Livre IV, Titre IV, Articles L. 440-2 et suivants. Pour les conditions d'adhésion à la CCP française LCH. Clearnet SA, voir également le Titre II de ses Règles de la Compensation publiées sur : www.lchclearnet.com

(5) Voir : Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, Statistical release, OTC derivatives statistics at end-June 2014, novembre 2014. Voir le passage du communiqué du G20 de Pittsburgh (juillet 2009) recommandant un usage accru de la compensation par contrepartie centrale pour les instruments dérivés négociés de gré à gré.

(6) Une réflexion académique et réglementaire a été engagée sur le nombre optimal des CCPs dans un marché. Voir, entre autres RENAULT (F.), « Risque de concentration et nombre optimal de contreparties centrales pour un actif unique », Banque de France, Revue de la Stabilité Financière 14, 2010, pp. 191-198, et DUFFI (D.) & ZHU (H.), Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk?, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper 46, 2009.

(7) Il ne faudrait néanmoins pas en conclure qu'une compensation de tous les instruments financiers serait souhaitable. Tout d'abord, certains contrats dérivés sont établis pour corriger le risque créé par une transaction indépendante - les compenser signifierait les dissocier de leur transaction-jumelle, et donc amoindrir leur pouvoir de hedging. Aussi, il est nécessaire de laisser au marché la faculté de créer et de négocier des contrats fortement sur-mesure qui, par conséquent, n'ont pas vocation à être compensés par une CCP (voir : SIDANIUS (Che) & WETHERILT (Anne), Thoughts on determining central clearing eligibility of OTC derivatives, Bank of England Financial Stability Paper 14, March 2012).

(8) Un élément clé de la crise financière a été, en effet, une crise de liquidités dans laquelle « les banques ne se faisaient plus confiance entre elles ». Voir, par exemple, Les leçons d'une crise. Quelques pistes de réflexion, Discours de M. Jean-Paul Redouin, sous-gouverneur de la Banque de France, Paris, 17 décembre 2008.

(9) Le renforcement des standards est attesté, par exemple, par le Principe 4 sur la couverture du risque de crédit ou par le Principe 15 sur la couverture du risque général d'activité.



Photo © Pierre Gleizes/REA

« Ainsi, les Principes pour les infrastructures de marchés financiers publiés en 2012 par le Comité des Paiements et des Infrastructures de Marché de la Banque des Règlements Internationaux et par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (connus sous le nom de Principes CPMI-IOSCO) renforce les exigences de sécurité applicables aux CCPs et introduit des dispositions supplémentaires en matière de compensation des produits dérivés. » Le bâtiment de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à Bâle, septembre 2010.

Si le recours accru aux CCP est une conséquence de la crise, la structure du marché des CCPs avait commencé à évoluer plusieurs années auparavant. De monopoles nationaux actifs sur les marchés réglementés et de supposés *monopoles naturels* en vertu de leurs coûts de réseau et de leur taux d'investissements, les CCPs sont entrées graduellement en compétition directe entre elles et ont aujourd'hui vocation à se transformer en centres de cantonnement d'un risque financier parfois très spécialisé et peu liquide ⁽¹⁰⁾. La mention - nouvelle - d'un *risque d'activité* supporté par les CCPs dans les standards CPMI-IOSCO reconnaît de fait cette transformation du marché. Du point de vue des CCPs, ces développements se traduisent par des stratégies de différenciation active entre les concurrents ⁽¹¹⁾ et par la recherche constante de gains de marché dans l'environnement souvent restreint des grands *dealers* internationaux. Ces stratégies aboutissent à une réduction de la fongibilité entre CCPs, en dépit de leur plus grand nombre et du risque plus élevé de leur activité : de nouveaux défis se substituent donc aux anciens.

Avec l'obligation de la compensation par contreparties centrales de certains instruments dérivés, l'évolution structurelle s'intensifie et s'étend potentiellement à l'ensemble du marché du fait d'une sélection plus stricte à l'entrée des adhérents compensateurs, qui se justifie par une moindre transpa-

rence du prix des instruments dérivés, par leur complexité et par leurs exigences accrues en termes de liquidité. De cette réduction du nombre de participants directs de la CCP par rapport à l'ensemble des intervenants qui accèdent à ses services, résulte une structure de marché pyramidale dans laquelle la majorité des intervenants accède indirectement à la compensation, par le biais d'une relation contractuelle avec un ou plusieurs participants directs.

Cette structure de marché redistribue certains risques hors de la CCP et en introduit de nouveaux, qui sont spécifiques à l'intermédiation, en proportion de l'éloignement entre l'intervenant et la CCP. À leur tour, les participants directs à la CCP sont susceptibles de devenir des nœuds encore plus critiques du système financier, comparables pour certains d'entre eux à des quasi-infrastructures ⁽¹²⁾. C'est pourquoi une discipline de surveillance fonctionnelle des activités de compensation au sein de la supervision bancaire commence à se développer à ce jour ⁽¹³⁾, tandis que de nouvelles initiatives réglementaires visent à mettre en place un cadre de maîtrise du risque de défaut des CCPs. Il s'agit de mécanismes dits de résolution, dont la mise au point représente peut-être un des défis majeurs à venir dans la réglementation financière internationale ⁽¹⁴⁾.

(10) Pour une étude de l'évolution de la structure de marché entre 2000 et 2010, voir Bank for International Settlements, Committee on Payment and Settlement Systems, Market structure developments in the clearing industry: implications for financial stability, November 2010.

(11) Par exemple, par le biais de la constitution d'une position dominante sur la compensation de certains produits, par une structure de prix avantageuse pour la compensation de grands volumes de transactions, ou bien encore par la connexion privilégiée avec des plateformes d'échange importantes.

(12) Les problèmes liés à la structure du marché sont pris en compte à plusieurs titres dans la nouvelle réglementation. Si le standard CPMI et la Commission européenne se sont montrés soucieux de favoriser un accès des plus ouvert aux infrastructures, le Règlement européen 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux » (EMIR - publié au Journal officiel de l'Union européenne, L. 201, pp. 1-59) prévoit une stratification du marché jusqu'au troisième degré (celui des clients des adhérents compensateurs).

(13) Au niveau micro-prudentiel, l'existence de règles internationales sur l'exposition aux CCPs illustre l'attention portée par les autorités aux risques liés à la compensation. L'article 302 du Règlement (UE) 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR - publié au Journal Officiel de l'Union européenne, L. 176, 27 juin 2013, pp. 1-337) impose, en effet, aux établissements de crédit de surveiller leur exposition aux CCPs. Aussi, au niveau macro-prudentiel, des études ont-elles paru sur la question de la surveillance des activités de compensation (voir, notamment, HERMANS (L.), Mc GOLDRICK (P.) & SCHMIEDEL (H.), "Central counterparties and systemic risk", Macro-prudential Commentaries, European Systemic Risk Board, November 2013).

(14) On ne pourra pas traiter dans l'espace de cet article des thématiques liées à la résolution des CCPs. Il suffira de mentionner les plus grands défis à relever en cette matière : limitation de l'utilisation de fonds publics pour renflouer les ressources de la CCP défaillante, réduction de la dépendance de la CCP vis-à-vis de ses adhérents compensateurs au moment du défaut, réduction du risque de contagion entre les différentes parties du marché, disponibilité de ressources financières (capitalisées au préalable ou non) suffisantes pour assurer une couverture complète des pertes. Voir : Commission européenne, Consultation on a possible framework for the recovery and resolution of nonbank financial institutions, octobre 2010 ; CPMI-IOSCO, Recovery of financial market infrastructures, 15 octobre 2014 ; European Association of Clearing Houses, Recovery and Resolution of CCPs, juillet 2014 ; JP Morgan Chase, What is the resolution plan for CCPs ?, septembre 2014 ; Eurex, How central counterparties strengthen the safety and integrity of financial markets, juillet 2014.

Une coordination difficile

La mise en avant des CCPs dans la compensation des produits dérivés en favorise l'internationalisation, et ce d'autant plus que les contrats dérivés sont souvent souscrits par des établissements ayant une présence planétaire et s'adressant à un marché interconnecté et global.

Cette réalité contraste avec la nécessaire fragmentation de la réglementation et de la supervision au long des frontières politiques. Les principes dits PFMI (*Principles for financial market infrastructures*) introduisent la responsabilité qui incombe aux autorités de supervision de coopérer entre elles. Mais les grands enjeux de coopération doivent également englober la mise en œuvre de la réglementation ⁽¹⁵⁾.

Les groupes internationaux, tels que le CPMI-IOSCO, sont composés de spécialistes qui veillent à la rationalisation des principes de sécurité au niveau théorique. Avec la complexité accrue de la compensation de dérivés de gré à gré, ces groupes ont produit des standards nécessairement articulés, qui, de ce fait, ont ouvert la voie à des transpositions réglementaires différentes selon les juridictions d'application. De surcroît, l'anticipation de telles divergences a poussé plusieurs juridictions à chercher à se protéger contre des réglementations étrangères moins contraignantes, et donc plus intéressantes aux yeux des intervenants de marché. Pour poursuivre leur objectif, les différentes autorités nationales ont employé deux méthodes. La première méthode a consisté à ne pas reconnaître les CCPs étrangères dont la juridiction est plus complaisante, et ce afin de limiter l'exploitation d'*arbitrages réglementaires* par les intervenants de marché. La deuxième a résidé dans l'insertion dans sa propre législation de dispositions ayant un effet *extraterritorial*.

Les problèmes liés aux différences de transposition se font d'autant plus pressants dans le cas de l'Europe et des États-Unis que la majorité des banques d'importance systémique et des CCPs ont une présence significative en Europe ou aux États-Unis. La création parallèle et la longue gestation de la législation d'après-crise dans ces deux juridictions ont eu pour conséquence la production de textes instaurant des provisions extraterritoriales, adoptées certes dans le but de limiter les risques, mais aussi comme moyen de négociation politique. Un exemple particulièrement clair en est, d'un côté, l'article 4(4) du *Règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux* (EMIR) en Europe, et de l'autre, son homologue dans la Section 22 du *Securities Act 1933* modifié par le Titre VII du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, aux États-Unis, qui introduit un principe d'applicabilité extraterritoriale à toute transaction ayant « un effet direct et prévisible » sur la juridiction d'origine, et ce indépendamment du lieu de négociation. Les critères d'identification de ces transactions devant être développés ultérieurement,

ces dispositions ont inauguré une phase de négociation très intense entre régulateurs, ainsi qu'une période de forte incertitude du marché.

À partir de 2009, CCPs et institutions financières ont en effet détourné une partie de plus en plus significative de leurs ressources pour chercher à influencer les résultats de la négociation et à anticiper l'impact, y compris du point de vue opérationnel, d'exigences réglementaires hétérogènes et encore provisoires. De leur côté, les régulateurs ont repoussé à plusieurs reprises les échéances trop ambitieuses annoncées pour la finalisation de la législation secondaire ou pour sa mise en œuvre.

Des avancées ont depuis été réalisées : une bonne partie des mesures applicatives attendues ont été publiées, réduisant ainsi la marge d'incertitude, et la Commission européenne et l'*U.S. Commodity Futures Trading Commission [CFTC]* ont souligné déjà en juillet 2013 leur intention de coopérer pour résoudre leurs divergences. Aujourd'hui, l'Union européenne soutient que les exigences de marges aux États-Unis sont insuffisantes et reconnaît qu'elles rendent les CCPs américaines plus attractives du point de vue concurrentiel, étant moins coûteuses pour les intervenants de marché. Ainsi, l'Union n'a toujours pas, à ce jour, reconnu la juridiction des États-Unis comme équivalente, une étape pourtant nécessaire pour que les participants européens puissent adopter des charges réduites en capital relativement à leur exposition aux CCPs américaines. Pour sa part, la CFTC se propose de restreindre les opérations des CCPs ne disposant pas d'un agrément de *Derivatives Clearing Organisation*, c'est-à-dire la grande majorité des CCPs européennes.

Comme cela a été évoqué par plusieurs spécialistes, une solution pragmatique à ces divergences pourrait consister en la reconnaissance d'une équivalence entre juridictions, en l'admission mutuelle de *substitute compliance* pour les CCPs d'origine étrangère et en l'application de standards de maîtrise de risques comparables, ce qui ferait entre autres converger le coût d'adhésion pour les participants, et donc éliminer les déséquilibres concurrentiels.

Parvenir à ce résultat paraît désormais n'être plus qu'une question de temps. Mais les nombreux obstacles rencontrés pour y arriver serviront peut-être d'incitation à une coordination plus étroite sur les dossiers réglementaires futurs.

(15) Pour les progrès dans la mise en œuvre de la réglementation sur la compensation des dérivés dans les juridictions du G20, voir : *Financial Stability Board, OTC Derivatives Market Reforms Eighth Progress Report on Implementation, 7 novembre 2014.*

Doit-on s'inquiéter des perspectives du secteur bancaire chinois ?

Par Jean BEUNARDEAU

Directeur Général, HSBC France

La Chine a un impérieux besoin d'une croissance forte et soutenue pour assurer son développement économique et social, ce qui rend la question de la solidité du secteur financier chinois fondamentale. Même si ses politiques monétaire et fiscale accommodantes vont permettre de maintenir les prévisions à court terme, l'efficacité et la robustesse du secteur bancaire sont majeures pour assurer le développement économique intérieur de la Chine sur le long terme. Dans cet article, nous analyserons l'évolution du secteur bancaire chinois et les inquiétudes qui entourent son développement actuel, ainsi que son impact sur l'économie de la plus grande puissance asiatique. Nous explorerons également les contours du secteur bancaire informel (*shadow banking*) et les risques réels que celui-ci fait peser sur l'économie chinoise.

La Chine a un impérieux besoin d'une croissance forte et soutenue pour assurer son développement économique et social, ce qui rend la question de la solidité du secteur financier chinois fondamentale. Le ralentissement de la croissance mondiale et des exportations chinoises va demander à l'Empire du Milieu de revoir son modèle de croissance pour l'orienter progressivement vers son marché intérieur et la consommation des ménages. Même si ses politiques monétaire et fiscale accommodantes vont permettre de maintenir les prévisions à court terme, l'efficacité et la robustesse du secteur bancaire sont majeures pour assurer le développement économique intérieur de la Chine sur le long terme.

Le système bancaire chinois a connu une profonde mutation au cours des quarante dernières années, qui a commencé sous l'impulsion de Deng Xiaoping en 1978. Les cinq grandes banques commerciales d'État que l'on connaît aujourd'hui ont été structurées à cette époque. La Chine se dote ensuite, dans les années 1980-90, d'un marché bancaire multiniveaux avec l'apparition des banques commerciales urbaines, rurales et étrangères, qu'elle fait converger vers les pratiques bancaires occidentales depuis 2003 en réponse à la crise asiatique de 1997 et à l'entrée de la Chine à l'OMC au début du siècle. La création (en 2003) de la *China Banking Regulatory Commission* (CBRC), organe de réglementation bancaire indépendant de la Banque Populaire de Chine, la cotation en Bourse des principales institutions financières et l'entrée minoritaire à leur capital d'institutions internationales ont permis de mettre en place un système qui se rapproche progressivement des normes internationales.

Aujourd'hui, pourtant, le secteur bancaire chinois inquiète, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, les encours de crédit s'envolent, atteignant 200 % du PIB en 2013 contre 120 % en 2008, ce qui provoque des surchauffes dans les secteurs industriels et de l'immobilier, et suscite des inquiétudes au sujet d'une possible envolée des créances douteuses. L'industrie financière est accusée de financer la surproduction des secteurs minier, de l'acier, du verre et du photovoltaïque, qui connaissent un ralentissement marqué de leur activité, et d'encourager la bulle immobilière dans les villes de l'est du territoire, Shanghai étant désormais une des villes les plus chères du monde. L'endettement croissant des gouvernements locaux est également source d'inquiétude. Ensuite, le développement rapide du secteur financier informel (*shadow banking*) fait poindre un manque de contrôle du secteur financier par l'État chinois faisant craindre des risques de crédit et de liquidité qui pourraient menacer la stabilité économique du pays.

En réponse, des mesures énergiques ont été prises par le gouvernement chinois et les premiers points sont en cours de résolution. Les prix de l'immobilier sont aujourd'hui largement stabilisés du fait de restrictions réglementaires sur les acquisitions financées à crédit. Les secteurs industriels en surcapacité font l'objet de restructurations et de concentrations sous la houlette des ministères concernés. Les inquiétudes relatives aux créances douteuses doivent être relativisées. D'une part, l'abondance de liquidités et la croissance économique limitent la fragilité des entreprises et, d'autre part, une partie des craintes vient

de financements d'infrastructures structurés sur des périodes de temps courtes par rapport à leur amortissement normal, pour des raisons de manque de technicité des établissements bancaires. L'allongement des maturités et le refinancement sur les marchés obligataires répondent à une large partie du problème.

Mais le *shadow banking* appelle davantage de commentaires. Il s'est constitué en Chine par le besoin des acteurs économiques d'avoir un accès plus large au crédit et par la présence de liquidités abondantes liée à la politique monétaire de la banque centrale. Il est également l'expression des forces naturelles du marché dans un contexte bancaire encore très réglementé, qui impose notamment un taux maximum de rémunération des dépôts, des taux d'intérêts fixes sur les crédits et des restrictions sur le financement de certains secteurs d'activité économique. Ce marché informel, qui représente 30 % du financement de l'économie en 2013 (12 % en 2008), joue aujourd'hui un rôle positif. Il prend essentiellement la forme de prêts interentreprises intermédiés par des structures bancaires, dans lesquels le risque de crédit est porté par la contrepartie, ainsi que celle de crédits accordés par des *trusts* véhicules financiers spécifiques souvent sponsorisés, voire détenus par des banques commerciales.

Ces structures échappent aux mécanismes de réglementation standards : elles ne sont pas soumises aux obligations de capital réglementaire et de ratio d'endettement maximum et ont la possibilité de rémunérer leurs clients au travers de forts taux d'intérêt. Ces *trusts* proposent à des entreprises excédentaires et à une clientèle d'épargnants des produits de dépôt à court terme à des taux dépassant 5 %, lorsque les dépôts bancaires réglementés rapportent au maximum 3,3 %. Ces liquidités leur permettent ensuite de prêter à la fois aux secteurs industriels et au secteur immobilier, ainsi qu'aux gouvernements locaux *via* des véhicules spécifiques d'investissement afin de financer leur politique de développement des infrastructures.

Le *shadow banking* n'est pas en soi un problème. La majorité des financements aux États-Unis et en Europe ne passent pas par le bilan des banques, dont le coût d'intermédiation est élevé. Cette tendance va d'ailleurs s'accroître en Europe du fait de l'alourdissement massif des contraintes qui renchérissent les activités de crédit des banques. Mais comme il recouvre des prises de risques excessives, le *shadow banking* est susceptible de provoquer une crise économique. En revanche, il génère rarement des risques systémiques, car les pertes éventuelles s'imputent sur les fonds propres des épargnants, et non sur des dépôts, ce qui provoquerait des faillites bancaires en chaîne.

Les risques associés au *shadow banking* nécessitent néanmoins d'être correctement maîtrisés.

Tout d'abord, le risque de crédit. En prêtant à des industries en surcapacité auxquelles le régulateur chinois a volontairement réduit l'accès au crédit, ou au secteur immobilier dont la surchauffe fait craindre des conséquences sociales, ledit régulateur participe à l'augmentation de la fragilité des entreprises et des ménages.

Ensuite, il y a le risque de liquidité induit par une asymétrie entre les échéances des dépôts collectés, qui ont une échéance à court terme, par rapport aux financements d'infrastructures à long terme accordés aux gouvernements locaux. Ce risque est particulièrement marqué, car la volatilité

des dépôts collectés est grande du fait d'une course à la rémunération entre les acteurs du marché informel.

Enfin, l'aléa moral lié à la croyance d'un interventionnisme sans limite de l'État chinois, qui anesthésie les craintes de faillite, et à un certain laxisme réglementaire, peut faire craindre des dérives, comme l'explosion du marché interbancaire le met aujourd'hui en lumière.

Conscient de ces failles, le régulateur chinois est intervenu à plusieurs reprises. Il a limité et réorienté le champ d'activité des trusts en limitant à 35 % la part des dépôts collectés utilisés pour du financement, et il a renforcé les exigences de transparence et d'information sur les opérations effectuées. Cet été, il a également réformé le marché interbancaire chinois, dont la croissance exponentielle, liée à l'utilisation de ses liquidités par les banques et par les trusts pour financer leur politique de développement de crédits, devenait incontrôlable. Il a introduit des restrictions plus conformes aux standards internationaux afin d'en augmenter la transparence et l'efficacité.

Les premières faillites de trusts ont pour l'instant été absorbées par les puissantes banques d'État dans la plus grande discrétion. Mais l'État a récemment annoncé qu'elles ne soutiendraient plus les entités qui ne respecteraient pas la réglementation et qui auraient pris des risques inconsidérés.

Doit-on craindre, en conséquence, un effondrement du système bancaire chinois ?

Non, et ce pour deux raisons : le ratio de la dette chinoise par rapport au PIB est encore faible par rapport à celui des principales économies occidentales ; de plus, les principales institutions chinoises ont les reins suffisamment solides pour absorber une hausse significative des défauts de paiement et ont un accès aisé au capital, comme l'a montré la récente levée de fonds propres de l'ICBC à Hong-Kong, les marchés de capitaux chinois étant actifs et soutenus par l'abondance de l'épargne des ménages. Enfin, l'actionnaire en dernier ressort des principales banques, c'est-à-dire l'État, est assis sur plus de 3 000 milliards de dollars de réserves de change, qui sont de moins en moins nécessaires pour soutenir une devise, le *renminbi*, qui est de plus en plus capable d'être reconnue dans le monde entier pour ses mérites propres.

L'État chinois a surtout aujourd'hui la difficile tâche de trouver un juste milieu entre une réglementation financière trop stricte, qui limiterait la consommation et l'investissement intérieur, et un environnement trop laxiste, qui pourrait engendrer un risque systémique significatif. À cette fin, il poursuit l'ouverture progressive de son secteur bancaire pour limiter ces risques à travers la suppression des taux de dépôts réglementés, la libéralisation des marchés intérieurs financier et boursier, et l'internationalisation progressive du *renminbi*. Le maintien de la croissance chinoise sera rendue possible par l'accélération de la transformation du secteur financier chinois en y associant une politique de relance de la demande par des mesures fiscales et de grands travaux appropriés. L'importance prise par le secteur bancaire chinois est le témoin de la libéralisation croissante du plus grand marché intérieur mondial, laquelle est menée avec prudence par un État chinois conscient du fait que l'équilibre politique et économique du pays en dépend.

Quelle régulation mondiale pour les assurances ?

Par Catherine LEZON

Secrétaire Générale adjointe, International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

La régulation mondiale de l'assurance par l'*International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) s'exerce au travers de la production de normes en trois étapes successifs : les Principes essentiels de l'assurance (ICPs) pour les entreprises et pour les groupes d'assurance, un Cadre Commun de contrôle (ComFrame) spécifique aux groupes d'assurance actifs à l'international (IAIGs) et des mesures spécifiques pour les assureurs systématiquement importants à l'échelle mondiale (G-SIIs). L'IAIS s'est fixé des objectifs ambitieux, notamment le développement en trois ans de la première norme en capital ICS mondiale basée sur le risque et s'appliquant aux IAIGs.

Les normes de l'IAIS auront nécessairement un impact considérable : l'IAIS prendra en compte ce qui existe en la matière sur le plan régional ou national, mais ce travail n'a pas pour vocation d'être le miroir d'une quelconque norme existante. Cela supposera nécessairement des ajustements par rapport aux systèmes en vigueur, car les normes devront être transposées par chaque État. L'IAIS et ses membres sont convaincus que ce changement ira dans le sens de l'intérêt général.

Mais 2016 sera loin de marquer le terme des activités de l'IAIS en la matière. L'IAIS considèrera les étapes de transposition et les phases de transition et devra aussi réexaminer, en temps voulu, la construction et la calibration de la norme en capital. Comme on peut le constater, la régulation mondiale des assurances par l'IAIS est un travail de longue haleine.

Qu'est-ce que l'IAIS ?

L'IAIS (*International Association of Insurance Supervisors* - Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance), qui a fêté son 20^{ème} anniversaire en 2014, est le régulateur mondial du secteur de l'assurance, c'est-à-dire l'organisme reconnu de production de normes pour le contrôle des assurances au plan international, auquel font régulièrement appel tant le G20 que d'autres organismes internationaux.

L'IAIS est l'équivalent pour le contrôle des assurances de ce qu'est le Comité de Bâle pour le contrôle des banques. Le Secrétariat de l'IAIS est, comme celui du comité précité, situé à Bâle, au sein de la Banque des Règlements Internationaux. L'IAIS joue un rôle similaire, au plan mondial, à celui de l'*Euro-*

pean Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) et à celui de la Commission vis-à-vis de l'Union européenne.

Ses membres sont les autorités de réglementation et de contrôle des assurances de plus de 200 États dans environ 140 pays, dont l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) pour la France, les contrôleurs de tous les États membres de l'Union européenne, l'EIOPA et la Commission européenne, le Fonds Monétaire International et la Banque Mondiale.

La mission de l'IAIS est de promouvoir une réglementation et un contrôle efficace et mondialement cohérent dans le secteur de l'assurance, avec deux objectifs explicites : a) développer et maintenir des marchés de l'assurance qui soient justes, sûrs et stables, dans l'intérêt des assurés, et b) contribuer à la stabilité financière mondiale.

Les activités de l'IAIS peuvent être réparties en trois catégories :

- la production de normes (principes, standards, documents d'orientation) pour un contrôle efficace de l'assurance,
- la promotion de l'application de ces normes au travers d'activités de formation et d'évaluation de leur mise en œuvre,
- la stabilité financière : développement d'une méthodologie d'identification des assureurs systématiquement importants à l'échelle internationale, de mesures ciblant ceux-ci et d'outils renforcés de surveillance macro-prudentielle. L'IAIS est partenaire et membre du FSB (*Financial Stability Board* - Conseil de stabilité financière), qui est une émanation du G20 et qui œuvre, comme son nom l'indique, à la stabilité financière.

Les principes essentiels de l'assurance (ICPS)

La base de l'activité de production de normes par l'IAIS est constituée par les Principes essentiels de l'assurance (*Insurance Core Principles* - ICPS). Ces principes régulièrement mis à jour couvrent tous les domaines du contrôle. Ils s'appuient sur des critères d'évaluation (correspondant à des exigences détaillées) qui sont utilisés par le Fonds Monétaire International et la Banque Mondiale pour leurs Programmes d'Évaluation du Secteur Financier de chaque pays (FSAP), ainsi que sur des indications non prescriptives. Il s'agit d'une approche dite « de haut niveau, basée sur des principes » s'appliquant à toutes les entreprises d'assurance et (sauf exception) aux groupes d'assurance, que ceux-ci soient ou non internationalement actifs. Cette approche permet un large spectre d'approches réglementaires et de contrôle pouvant tenir compte de particularités locales dans une optique « proportionnelle », c'est-à-dire dans une optique tenant compte de la nature, de la taille et de la complexité des entreprises considérées.

Les groupes d'assurance actifs à l'international (IAIGS) : un cadre commun pour leur contrôle, comframe, et une norme en capital, ICS

Les groupes d'assurance actifs à l'international (*Internationally Active Insurance Groups* - IAIGs) représentent un cas particulier, dans ce cadre général : étant par définition plus complexes et internationaux, ils nécessitent un contrôle plus spécifique que l'approche « de haut niveau, basée sur des principes », telle que reflétée dans les Principes Essentiels de l'assurance de l'IAIS. Les marchés de l'assurance sont de plus en plus internationaux : une cinquantaine de groupes d'assurance internationalement actifs couvrent plus de la moitié du marché, et cette tendance va s'accroître dans les prochaines années. Cependant, les approches internationales de contrôle de l'assurance sont encore très fragmentées. Cette fragmentation est à l'origine de deux difficultés majeures : en premier lieu, elle fait obstacle à la mise en place

d'un contrôle efficace des groupes internationaux et, en second lieu, elle engendre pour la profession de l'assurance des coûts supplémentaires de conformité réglementaire.

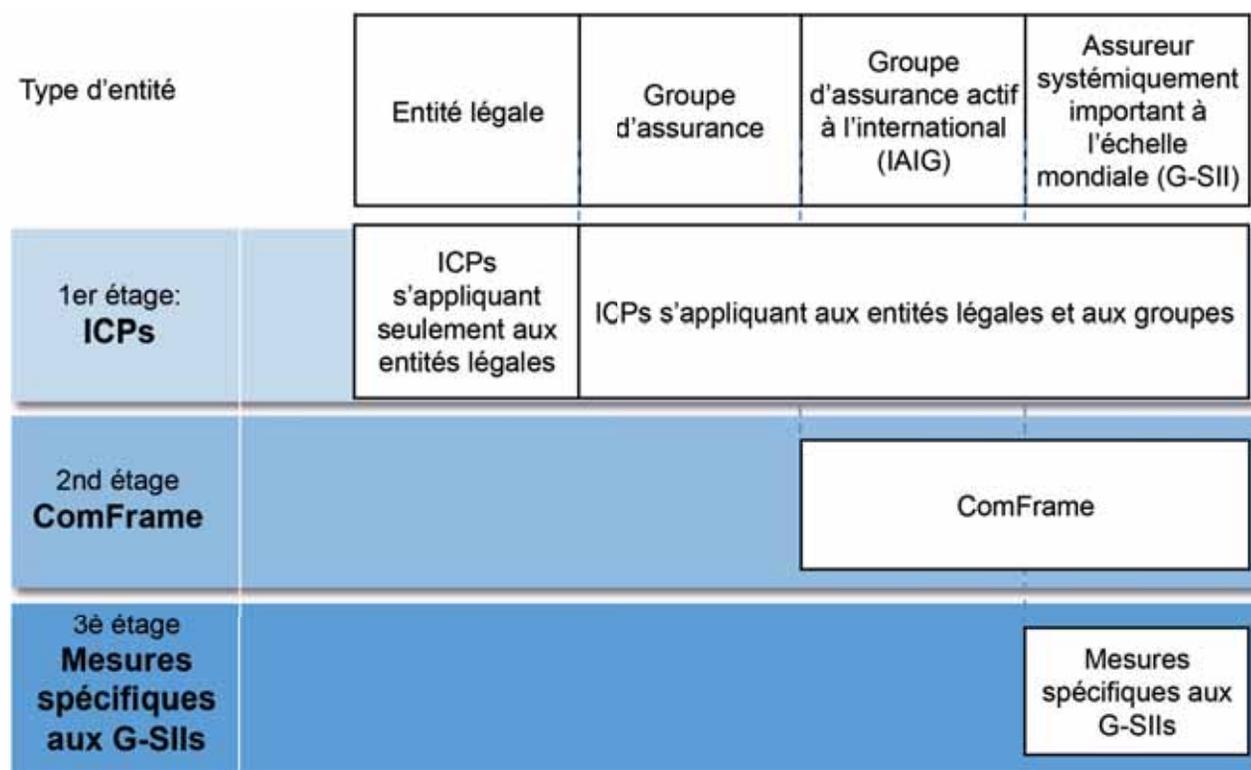
C'est pourquoi, depuis 2010, l'IAIS est impliquée dans le grand projet de développement du *Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups* ou ComFrame : il s'agit d'un cadre complet d'exigences réglementaires et de contrôle (standards et paramètres) tant qualitatives que quantitatives. Dans une approche axée sur les résultats, ComFrame comporte en plus de ces exigences des indications non prescriptives qui les complètent. Les éléments de ComFrame s'appliquent spécifiquement aux groupes internationaux d'assurance, en sus des principes essentiels de l'assurance, auxquels ils se réfèrent.

L'IAIS considère qu'un cadre sain en matière de capital et de contrôle est essentiel pour promouvoir la stabilité financière et protéger les assurés. L'IAIS cherche à développer une « langue mondiale » - une *lingua franca* - au moyen de laquelle les contrôleurs puissent communiquer. Cette « langue mondiale » doit être claire, cohérente, comparable et mesurable. C'est pourquoi l'IAIS et les autorités de contrôle et de réglementation qui la constituent ont décidé de développer, d'ici la fin de 2016, une norme relative au capital, l'*Insurance Capital Standard* (ou ICS) basée sur le risque et harmonisée à l'échelle internationale, dans le cadre de ComFrame.

Cette norme ICS, qui s'appliquera ainsi aux groupes d'assurance internationalement actifs, est l'initiative la plus ambitieuse et importante prise à ce jour par l'IAIS. L'IAIS s'est engagée à ce sujet à l'égard du G20 et développe ses normes en capital en plusieurs étapes, en coordination avec le FSB. Ces normes IAIS sont susceptibles d'avoir un impact considérable sur les réglementations et le contrôle de l'assurance au plan mondial. En effet, elles ne pourraient atteindre leur objectif explicite de cohérence mondiale si elles se limitaient au plus petit dénominateur commun entre les normes réglementaires et de contrôle déjà existantes. Cela signifie que les normes régionales et locales devront s'adapter autant que cela sera nécessaire. C'est notamment le cas pour Solvabilité II, une norme régionale relative à la solvabilité du secteur des assurances qui devrait entrer en vigueur dans l'Union européenne à partir de 2016. Ces normes IAIS auront donc aussi un impact considérable sur les groupes d'assurance actifs à l'international, avec lesquels l'IAIS a entamé un intensif programme pluriannuel d'études d'impact.

L'IAIS ne définit pas de liste de ces groupes, qui doivent être identifiés par les collèges de contrôleurs des pays où ils sont implantés, mais elle propose des critères objectifs d'activité internationale : un IAIG devra ainsi être présent dans au moins trois juridictions et la proportion des primes non domestiques émises devra être supérieure à 10 %. En outre, il devra en moyenne sur trois ans, disposer d'actifs supérieurs à 50 milliards de dollars ou de primes émises supérieures à 10 milliards, ces critères étant complétés par le jugement des contrôleurs. À l'heure actuelle, l'étude d'impact montre qu'une cinquantaine d'acteurs devraient être concernés.

La norme mondiale en capital ICS vise à fournir une mesure



Architecture des normes internationales de contrôle de l'IAIS.

objective, au niveau du groupe, de l'adéquation du capital pour ces groupes d'assurance internationalement actifs, cette mesure devant être comparable entre les différentes juridictions. Cette norme renforcera la coopération et la coordination entre les contrôleurs, elle contribuera aussi à une meilleure égalité des chances entre acteurs du marché et diminuera les opportunités de recours à des arbitrages réglementaires.

ComFrame, y compris la norme en capital ICS, sera adopté fin 2018 après une phase d'études d'impact réalisées auprès de groupes d'assurance volontaires et de leurs contrôleurs, une phase qui a débuté fin 2013 et au cours de laquelle ComFrame et la norme en capital ICS seront raffinés et calibrés. Comme les principes essentiels de l'assurance, ComFrame devra être ensuite transposé par les États dans leurs réglementations nationales. Le 12 septembre dernier, l'IAIS a publié les 10 principes fondamentaux à cette norme ICS, qui ont été par la suite développés dans un premier document soumis à consultation à la fin de 2014 : l'ICS devra notamment être un standard de capital calculé au niveau du groupe consolidé incluant une mesure basée sur les risques et mondialement comparable de l'adéquation du capital. Il reposera sur des méthodes comparables de valorisation des actifs et des passifs, sur une définition de la nature et du montant des fonds propres admis en couverture de l'exigence de capital et sur une exigence de capital basée sur les risques. Le niveau de capital requis et la définition de la nature et du montant des fonds propres admis dépendront de la nature des risques, et ce indépendamment de la localisation du siège social. Parmi les points complexes encore à traiter, il y a la nécessité de trouver un équilibre entre sensibilité aux risques et simplicité, de minimiser les aspects procycliques

inappropriés et d'élaborer des calibrages reflétant le niveau de sécurité souhaité par l'IAIS au niveau mondial. Bien sûr, la résolution de la question de la comparabilité des valorisations des bilans à des fins prudentielles est un préalable essentiel.

Les assureurs globalement systémiquement importants : méthodologie d'identification, exigence supplémentaire de capital (HLA) et exigence basique de capital (BCR)

ComFrame et la norme en capital ICS s'appliqueront aussi aux assureurs dits globalement systémiquement importants (*Globally Systemically Important Insurers* ou *G-SIIs*). L'IAIS a développé en 2013 une méthodologie à appliquer chaque année pour identifier ces assureurs (qui sont désignés par le FSB sur cette base). Cette méthodologie prend en compte leur spécificité : l'IAIS considère que l'assurance traditionnelle est peu susceptible de créer ou d'amplifier un risque systémique et, par conséquent, dans sa méthodologie, les deux catégories d'indicateurs les plus importantes sont les activités non traditionnelles et non assurantielles et l'interconnexion. La même méthodologie s'applique aux assureurs et aux réassureurs, même si, pour ces derniers, les questions de l'interconnexion et de la capacité de substitution en cas de défaillance sont vraisemblablement plus complexes.

En 2013, l'IAIS a aussi adopté des mesures s'appliquant à ces assureurs dits globalement systémiquement importants, en plus des principes essentiels de l'assurance et de ComFrame.

Outre des conséquences en matière de résolution et de contrôle au niveau du groupe, ces mesures comportent une capacité additionnelle d'absorption des pertes correspondant à une exigence supplémentaire de capital (*Higher Loss Absorbency* ou HLA). Cette exigence supplémentaire de capital sera développée d'ici à la fin de 2015 et s'appliquera, à partir de 2019, exclusivement aux assureurs globalement systémiquement importants qui auront été désignés en 2017.

La question est : « une exigence supplémentaire, mais par rapport à quoi ? », car il n'existe pas à ce jour de norme en capital harmonisée au plan mondial. Pour servir de fondation à cette exigence supplémentaire de capital « HLA » appliquée aux assureurs globalement systémiquement importants, la première étape a été pour l'IAIS de développer et d'adopter des exigences simples et basiques de capital (*Basic Capital Requirements* ou BCR) pour les G-SIIs en 2014. Le ratio BCR, qui est calculé sur base consolidée pour toutes les activités financières et non financières significatives, résulte de la comparaison des capitaux propres admis avec l'exigence de capital basée sur des facteurs appliqués à des mesures des principales catégories d'activité (assurance vie traditionnelle, assurance-vie non traditionnelle, actifs, activités d'assurance non traditionnelles, activités hors assurance). À compter de 2015, les informations relatives au BCR seront transmises confidentiellement par les G-SIIs à leurs contrôleurs de groupe, ainsi qu'à l'IAIS pour lui permettre de raffiner la norme BCR si nécessaire. L'exigence supplémentaire « HLA » sera initialement basée sur le BCR jusqu'à ce que la norme en capital ICS soit établie. À partir de 2019, les G-SIIs devront détenir un capital excédant la somme BCR+HLA.

Pour résumer et conclure

La production par l'IAIS de normes relatives au contrôle des assurances s'articule en trois étages successifs dont le

champ d'application est toujours plus restreint (ICPs pour toutes les entreprises d'assurance, ComFrame pour les IAIGs et G-SIIs et, enfin, mesures spécifiques pour les G-SIIs).

L'IAIS s'est fixé des objectifs ambitieux, notamment celui du développement en trois ans de la première norme en capital ICS mondiale basée sur le risque s'appliquant aux groupes d'assurance actifs à l'international.

Les normes internationales élaborées par l'IAIS auront nécessairement un impact considérable : l'IAIS prendra en compte l'existant – avec ses degrés d'avancement variables – sur le plan régional ou national, mais ce travail n'a pas pour vocation d'être le miroir d'une quelconque norme existante (qu'il s'agisse, par exemple, de Solvabilité II pour l'Union européenne ou encore du *Risk Based Capital*, dans le cas des États-Unis). Cela supposera nécessairement des ajustements par rapport aux systèmes en vigueur, du fait que les normes ne seront pas d'application directe : elles devront être transposées par chaque État dans sa réglementation nationale, à la fois sur leurs aspects qualitatifs (gouvernance, gestion des risques) et quantitatifs (BCR et HLA, ICS). L'IAIS et ses membres sont convaincus que ce changement ira dans le sens de l'intérêt général.

Mais 2016 sera loin de marquer le terme des activités de l'IAIS en la matière : il s'agit d'un travail évolutif. L'IAIS considérera les étapes de transposition et les phases de transition au cours de son travail et devra aussi réexaminer la construction et la calibration de la norme en capital en temps voulu. La régulation mondiale pour les assurances opérée par l'IAIS est, comme on peut le constater, un travail de longue haleine.

Les services de paiement confrontés au défi du changement

Par Rémi STEINER

Ingénieur général des Mines, CGE, ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique

La facilité d'utilisation du chèque et de la carte bancaire, l'accès de tous les porteurs de cartes bancaires à tous les distributeurs de billets, l'unicité du prix d'un bien de consommation indépendamment des modalités de règlement... font partie de nos repères familiers et rassurants. Ces repères reposent sur une réglementation foisonnante qui a façonné, au fil du temps, nos us et coutumes en matière de paiement. Mais alors que l'innovation technologique et l'évolution des parcours d'achat sont à eux seuls de puissants facteurs de changement, l'effacement des spécificités nationales en matière de paiement est au cœur du projet européen d'un marché unique et d'une Union dépourvue de frontières intérieures.

L'organisation des moyens de paiement en France

La régulation des activités financières a longtemps présenté en France des traits originaux, au premier rang desquels une définition particulièrement large du champ des opérations régulées. La loi bancaire de janvier 1984, qui constitue encore le cœur de notre Code monétaire et financier, avait en effet qualifié d'établissement de crédit toute entreprise exerçant à titre habituel des opérations de banque, et ces opérations comprenaient non seulement la réception de fonds déposés par le public et les opérations de crédit, mais aussi la mise à la disposition de la clientèle de moyens de paiement ou la gestion de ceux-ci.

Les établissements de crédit disposaient donc en France, sous la surveillance de la Commission Bancaire et de la Banque de France, du monopole des activités de paiement : pas un prestataire de services de transfert d'argent, pas un émetteur de cartes de crédit n'échappait à un cadre prudentiel rigoureux. Vestige de cette vigoureuse tradition régaliennne, le Code monétaire et financier comporte encore aujourd'hui quelque 85 articles législatifs (directement issus d'un décret-loi de 1935) consacrés au chèque bancaire et postal.

Une loi d'août 1993 a chargé la Banque de France, bien naturellement au vu de ses missions historiques, de veiller au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement : n'assurait-elle pas déjà dans ses comptoirs la compensation des chèques entre les banques ? Son rôle de réescompte

auprès des banques des effets de commerce émis par les entreprises les mieux notées n'avait-il pas pour effet de sécuriser les règlements interentreprises ?

La création, en 1984, du groupement d'intérêt économique Cartes Bancaires a résulté d'une démarche commune des banques françaises encouragée par les pouvoirs publics et visant à assurer une parfaite interopérabilité des paiements et des retraits par carte au bénéfice des porteurs de ces cartes et des commerçants affiliés au système. Là encore de façon concertée, les banques françaises ont choisi, au début des années 1990, de jouer un rôle pionnier dans le déploiement du standard international de sécurité EMV (*Europay Mastercard Visa*) dans lequel les transactions reposent sur une puce électronique intégrée à la carte, plutôt que sur une piste magnétique plus facilement falsifiable.

Autre fleuron des infrastructures de paiement françaises issu de cette approche de place, la société STET, émanation des grandes banques françaises, a mis au point et exploite depuis 2008 la plateforme de compensation CORE. Celle-ci assure le traitement de l'ensemble des paiements de détail français, qui représentent la moitié des paiements de détail traités par une chambre de compensation dans la zone euro.

Sous l'égide des autorités de contrôle et grâce à la coopération des établissements financiers, un ensemble de moyens de paiement interopérables, sûrs et bon marché ont été mis en œuvre, étape par étape, sur le territoire national. Dans un contexte français de fort taux de bancarisation et d'incitation des pouvoirs publics à la traçabilité des transactions, ces moyens de paiement ont induit une proportion élevée de

paiements scripturaux et ont favorisé le développement des échanges.

Les préoccupations de la Commission européenne

La Commission européenne n'a pas un intérêt moindre au développement des paiements scripturaux : selon les termes d'une communication de 2003 au Conseil et au Parlement européens, elle explique que les systèmes et les instruments de paiement constituent « *la trame financière invisible de l'économie réelle* » et soutient que la santé des systèmes de paiement et des prestataires qui en assurent le fonctionnement renforce la stabilité financière et la confiance dans la monnaie.

Pour autant, à l'échelle de l'Union européenne, la Commission s'est insurgée contre la subsistance de fractures entre les marchés de paiement nationaux et les marchés de paiement transfrontaliers ; elle juge incompatible avec le principe du marché intérieur la fragmentation qui en résulte. De ce point de vue, toute démarche qui rendrait les paiements plus aisés à l'intérieur d'un marché domestique sans améliorer les paiements transfrontaliers irait à l'encontre de l'accomplissement du marché unique.

C'est dans cette perspective qu'un règlement de 2001 a érigé en principe l'égalité des frais bancaires entre virements trans-

frontaliers et virements domestiques. L'écart de conditions jusque-là important tenait à des circuits de traitement et à des volumes d'opérations très différents entre les deux cas. En France, l'alignement des conditions a conduit les banques (certes à contrecœur) à accepter la gratuité des virements transfrontaliers et donc leur traitement à perte. Cet épisode, de peu d'effet sur le développement du commerce intracommunautaire, a toutefois permis à la Commission de prendre conscience de son pouvoir d'influence.

C'est sous ces auspices que l'initiative du secteur financier pour un Espace Unique du Paiement en Euro (*Single Euro Payment Area* ou SEPA) a été engagée au début des années 2000. Conçu comme un projet de nature essentiellement technique et soutenu par la Banque Centrale Européenne et par les banques centrales de la zone euro, SEPA a conduit à l'abandon des plateformes nationales de virement et de prélèvement. C'est ainsi que le 1^{er} août 2014, le prélèvement français a définitivement laissé place à un nouvel instrument de règlement paneuropéen qui permet aujourd'hui à un trésorier d'entreprise d'opérer un prélèvement aussi simplement sur un compte bancaire allemand ou italien que sur un compte bancaire français.

Mais les promoteurs de SEPA, qui visaient à répondre aux exigences que la Commission avait posées en 2001, se sont très vite trouvés débordés par de nouvelles attentes. En effet, alors que les services de paiement ne relevaient pas dans tous les États membres du seul monopole des établissements de



Photo © Cedric Poulmaire/REA

« Le 1^{er} août 2014, le prélèvement français a définitivement laissé place à un nouvel instrument de règlement paneuropéen (Sigle Euro Payment Area ou SEPA) qui permet aujourd'hui à un trésorier d'entreprise d'opérer un prélèvement aussi simplement sur un compte bancaire allemand ou italien que sur un compte bancaire français. » Jean Clamont, président du Comité d'orientation des moyens de paiement à la Fédération bancaire française lors d'un point presse consacré au passage aux moyens de paiement SEPA, Paris, novembre 2013.

crédit, mais aussi d'acteurs non régulés, SEPA a rapidement éveillé la méfiance de la Commission : cette initiative portée par les grands établissements de crédit n'était-elle pas avant tout destinée à confisquer à leur bénéfice l'exercice des activités de paiement ? Ne constituait-elle pas en réalité une entrave au marché intérieur ?

La solution, à travers le prisme de Bruxelles, a consisté à ouvrir le marché des activités de paiement, non pas en allant jusqu'à les déréguler complètement, mais en brisant les monopoles là où ils existaient. La directive du 13 novembre 2007 concernant les services de paiement visait, en créant la nouvelle catégorie juridique des établissements de paiement, à établir un « *cadre juridique moderne et cohérent* », à garantir des conditions de concurrence équitables pour tous les systèmes de paiement – compatibles ou non avec SEPA – et à apporter « *un progrès sensible en termes de coûts pour le consommateur, de sûreté et d'efficacité par rapport aux systèmes existants* ».

Du fait de ce mouvement de convergence européenne, des centaines d'offices de transfert de fonds au Royaume-Uni sont entrés dans le champ de la régulation, tandis que les banques françaises étaient désormais concurrencées sur leurs activités de paiement par de nouveaux établissements spécialisés soumis à des contraintes prudentielles moindres. L'exigence posée par la directive d'un accès équitable de ces nouveaux entrants aux systèmes et aux infrastructures de paiement ne manque évidemment pas de soulever des questions épineuses.

En juillet 2013, alors que la directive de 2007 n'était entrée en vigueur que fin 2009, la Commission proposait déjà une nouvelle directive écrite dans une perspective d'intégration européenne plus ambitieuse. Elle y ajoutait même un projet de règlement qui, comme celui de 2001 relatif aux virements transfrontaliers, devait affecter le modèle d'affaires des systèmes de paiement par carte en encadrant les commissions qui les sous-tendent. Cette double initiative porteuse d'importants enjeux pour l'organisation et l'économie des systèmes de paiement en Europe ne semble pas, toutefois, faire partie des priorités du nouvel exécutif communautaire.

L'évolution des habitudes et des techniques de paiement

Le déplacement progressif des centres de décision de Paris vers Francfort, Bruxelles ou Strasbourg, la fin du monopole bancaire en France, l'aboutissement du chantier SEPA, l'émergence de nouveaux établissements de paiement plus agiles, moins régulés et libres d'intervenir sur tout le territoire de l'Union... ont pour objectif commun et délibéré d'ébranler les écosystèmes nationaux de paiement, aussi efficaces soient-ils.

Ces inflexions du cadre juridique et concurrentiel des activités de paiement interviennent dans un contexte plus général de mutation du commerce : le paiement constitue en effet l'aboutissement d'un acte d'achat effectué de plus en plus souvent à distance, pouvant donner lieu à des programmes

de fidélisation, issu de techniques élaborées de *marketing "one-to-one"*... Même sur le lieu de vente, le consommateur est de plus en plus souvent connecté : une tablette ou un *smartphone* lui permet de comparer des prix, voire d'acheter à distance chez un autre fournisseur l'objet qu'il est en train de manipuler !

La maîtrise du paiement apparaît cruciale à de nombreux acteurs : les acteurs bancaires historiques, les promoteurs de systèmes internationaux de paiement par carte, les opérateurs de télécommunications (qui sont parfois des acteurs majeurs du paiement dans certains pays sous-bancarisés), les fabricants de terminaux, les grandes sociétés de l'Internet, des jeunes pousses innovantes... Leur intérêt peut tenir moins à la facturation associée à l'acte de paiement qu'à la captation des habitudes des consommateurs et à la perspective d'exploiter les données qui en résultent.

Les enjeux sont aussi technologiques : l'émergence de nouveaux standards, comme celui de la carte à puce (EMV) en son temps, est évidemment susceptible de favoriser certains acteurs au détriment d'autres :

- l'engouement pour le paiement de proximité sans contact (NFC) et les modalités d'implémentation de ce dispositif dans un *smartphone* (sous la maîtrise du constructeur du terminal, de l'opérateur de télécommunications ou d'un tiers indépendant) participent de ce jeu d'acteurs ;
- la prééminence en France des paiements qui se débouclent par carte bancaire pourrait éventuellement être disputée par des circuits de paiement se débouclant par des virements SEPA ;
- l'intérêt d'une monnaie virtuelle telle que le *bitcoin* réside moins dans sa valeur de réserve, qui défraye la chronique, que dans un protocole d'échange qui permet de s'affranchir de la fragmentation et du coût des infrastructures traditionnelles de règlement.

À ce jour, de tels enjeux apparaissent à la fois nombreux et très ouverts.

Les particularités économiques du marché des paiements

Un particulier n'a de place dans son portefeuille que pour un petit nombre de cartes. De plus, il a une propension limitée à retenir des codes secrets ou des manipulations qui demandent une certaine attention. Parallèlement, un site marchand ne peut, pour des raisons de clarté, afficher qu'un nombre restreint de modes de paiement. Il ne peut, pour des raisons de coût et de complexité, interfacier un trop grand nombre de systèmes différents. Pour ces raisons, l'émergence d'une nouvelle plateforme de paiement est en général hasardeuse et coûteuse.

Dans ce domaine, les exemples d'initiatives commerciales infructueuses abondent. Un jalon significatif de la construction hésitante de l'Europe des paiements a été l'échec du projet Monnet, qui était porté par 24 banques issues de 7 pays euro-

péens. Il s'agissait de construire une alternative européenne au duopole américain Visa / MasterCard qui domine toujours le marché des cartes bancaires internationales. Mais faute de l'engagement de la Commission européenne de ne pas prendre d'initiative qui aurait sapé les fondements économiques du projet, celui-ci a dû être abandonné en mai 2012. Moins ambitieux et plus domestique, le projet Paylib (engagé en 2013) de création d'un portefeuille électronique montrera dans quelle mesure les évolutions des règles de la concurrence permettent encore de mener à l'échelle nationale une initiative commune à la plupart des grandes banques (un tel portefeuille, sur le modèle de PayPal, encapsule une carte bancaire et permet de payer à distance, sans communication d'un numéro de carte).

Les moyens de paiement constituent un exemple typique de marché biface, dans lequel interfèrent deux ensembles d'acteurs, dans le cas d'espèce, les commerçants et les consommateurs. De tels marchés se caractérisent par des effets de réseau indirects : plus les commerçants sont nombreux à accepter un système de paiement donné, plus les consommateurs sont tentés d'adopter celui-ci, et vice-versa. *A contrario*, un nouveau système de paiement se trouve au défi de gagner des parts de marché significatives, à la fois et en même temps, parmi les commerçants et parmi les consommateurs. La barrière à l'entrée qui résulte de cette difficulté permet aux systèmes de paiement déjà en place d'exploiter une situation de rente.

Par ailleurs, le prix d'un bien ne dépendant pas de la manière dont le consommateur en acquitte le paiement (dans les pays qui, comme la France, proscrivent le "*surcharging*"), le commerçant supporte seul, sans pouvoir la répercuter sur le consommateur, la rémunération du service de paiement ; tandis que le consommateur, qui a le choix de son mode de paiement, n'a aucune conscience du coût de celui-ci pour le commerçant. Cette situation est propice à des comportements anti-économiques (le consommateur, adroitement flatté par les organismes de cartes de paiement, est tenté de choisir le mode de paiement le plus onéreux pour le commerçant ; dès lors, le commerçant n'a d'autre choix que de rehausser l'ensemble de ses prix de vente - au détriment des consommateurs qui utilisent des moyens de paiement bon marché).

Ces caractéristiques de marché présentent des difficultés particulières pour une autorité de la concurrence qui voudrait rebattre les positions acquises. La voie proposée en juillet 2013 par Bruxelles préconise un plafonnement des commissions d'interchange, qui, lorsque le prestataire de services de paiement du commerçant est distinct de celui du consommateur, constituent la part des frais acquittés par le commerçant et rétrocédée (avec une certaine discrétion) par son prestataire de services de paiement à celui du consommateur.

La sécurité et la confidentialité des paiements

Un observatoire de la sécurité des cartes de paiement assure en France la diffusion de données sur la fraude. L'une des plus remarquables tient au fait que parmi les paiements

domestiques réalisés par carte bancaire, les paiements à distance, bien que six fois moins importants en termes de montants que les paiements de proximité, concentrent plus des trois quarts de la fraude (plus de 150 millions d'euros, en 2013). À l'évidence, la sécurisation des paiements à distance, qui sont vingt fois plus risqués que les paiements de proximité, présente encore des voies de progrès.

La réponse préconisée depuis 2008 par les grands émetteurs internationaux de cartes (Visa, MasterCard...) repose, en ce qui concerne les transactions en ligne, sur l'authentification du porteur de la carte par sa banque (3D Secure). Les stratégies de mise en œuvre de 3D Secure ont été diverses d'un pays à l'autre, et les résultats sont contrastés. En France, les banques, qui pourtant tirent des revenus importants de l'utilisation des cartes bancaires qu'elles distribuent à leur clientèle, ont peiné à mettre en place collectivement un dispositif d'authentification du porteur par simple échange de mots de passe.

Ainsi, des clients, surpris par une demande un peu incongrue les invitant à indiquer leur date de naissance, étaient nombreux à renoncer à leur achat au moment du paiement. Les commerçants en ligne qui avaient adopté 3D Secure, confrontés à une baisse inacceptable de leur chiffre d'affaires, ont abandonné ce dispositif. Encore aujourd'hui, 3D Secure est rejeté par une majorité de commerçants en ligne : soit parce qu'ils ont élaboré leurs propres algorithmes de lutte contre la fraude et prennent à leur charge le coût résiduel, soit parce qu'ils recourent à des prestataires indépendants des banques tels que PayPal, qui est un acteur spécialisé de droit luxembourgeois affilié à un groupe américain.

Pour revenir dans le jeu, les banques françaises misent sur l'authentification renforcée : dans ce mode d'implémentation de 3D Secure, en général, la banque du porteur de carte envoie un code à usage unique sur le téléphone portable de son client, à charge pour lui de recopier ce code pour valider l'exécution du paiement à distance. Mais il reste à convaincre les commerçants en ligne que ce nouveau protocole d'authentification *a priori* plus compliqué que le précédent ne leur fera pas perdre des ventes. Et, surtout, il reste à trouver une déclinaison ergonomique de cette procédure dans le cas d'une transaction effectuée par Internet depuis un *smartphone*.

Mais autant la Banque de France, en soutenant résolument et même pour des transactions de faible montant l'utilisation de codes à usage unique, privilégie l'option qui répond le mieux à la situation présente du marché français, autant une instance européenne devrait composer avec d'autres situations et d'autres influences. Or, dans le projet de nouvelle directive de juillet 2013 et dans un souci d'harmonisation européenne, c'est l'Autorité Bancaire Européenne qui, depuis Londres, devait être chargée de publier les orientations adressées aux prestataires de services de paiement européens en matière de techniques d'authentification des clients.

L'utilisation de données personnelles est un autre terrain sur lequel des ruptures pourraient advenir. Les Français sont habitués à un niveau élevé de protection de leurs données de paiement tant par l'effet d'une application rigoureuse de la

loi informatique et libertés de 1978 que par le secret professionnel assorti de sanctions pénales auquel sont tenus les banquiers. Or, ces données de paiement présentent un attrait majeur pour les commerçants tant à des fins d'exploitation commerciale que de sécurisation du paiement. Il ne va pas de soi qu'une harmonisation européenne préserve cet acquis français. Révélateur est le fait que la seule obligation de secret professionnel en droit européen s'applique non pas aux établissements prestataires de services de paiement, mais aux autorités qui les surveillent...

Les enjeux de régulation

Comme le montrent tous ces exemples, l'organisation des paiements, depuis longtemps assez figée, est à une croisée des chemins sous l'effet d'évolutions technologiques, consuméristes et institutionnelles. Si la marche vers le marché unique européen doit offrir des opportunités au consommateur français, elle peut aussi lui faire perdre quelques repères.

L'approche régulatrice française a longtemps privilégié une approche concertée entre un petit nombre de grands acteurs

bancaires, l'interopérabilité des instruments de paiement qui doit en résulter, la sûreté des paiements pour les consommateurs, la protection des données personnelles attachées aux paiements et l'accessibilité des services de paiement. La cible qui guide l'action des autorités européennes apparaît à ce stade plus incertaine. Une grande vigilance sera nécessaire pour éviter que les consommateurs français ne perçoivent dans la construction de l'Europe des paiements plus d'inconvénients que d'avantages. Le paquet législatif publié par la Commission en juillet 2013 ouvrait à cet égard maints sujets de réflexion.

Le plus important pourrait tenir à la nécessité d'un renforcement de la gouvernance européenne par l'institution d'un Conseil européen des paiements de détail, lequel, reconnu en droit européen et représentant de manière équilibrée l'ensemble des parties prenantes, serait chargé de guider l'action de la Commission et de favoriser une convergence des normes techniques de paiement. Les entreprises françaises engagées dans l'industrie du paiement, qui se situent souvent aux premiers rangs mondiaux de leurs spécialités, tout comme les utilisateurs de services de paiement, ont en effet beaucoup à gagner à un cheminement s'opérant en bon ordre.

Solvabilité II : à vos marques, prêts, partez !

Par Sandrine LEMERY (1)

Première secrétaire générale adjointe de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

Solvabilité II a longtemps fait figure d'Arlésienne. Cette directive a pour objectif d'harmoniser la réglementation prudentielle du secteur de l'assurance en Europe et d'encourager les organismes à mieux connaître et évaluer leurs risques. Les discussions ont débuté en 2002. Sept années de négociation ont cependant été nécessaires avant la publication de la directive cadre en 2009, et autant avant qu'elle ne soit applicable (partiellement) en 2016. C'est que Solvabilité II, bien que reprenant en un seul texte treize directives existantes, introduit dans la réglementation de l'assurance des principes fondamentalement différents de ceux de Solvabilité I : jusqu'ici calculées sur les comptes sociaux, les exigences en capital sont évaluées sous Solvabilité II en fonction d'un actif et d'un passif estimés à la valeur de marché ; le principe de la prise en compte de l'exposition aux risques remplace des limites de placement imposées aux organismes et les règles de gouvernance sont renforcées afin d'encourager les entreprises à se doter d'une gestion des risques adéquate. Le contrôle des groupes d'assurance constitue également un volet de la nouvelle réglementation sur la base d'une plus grande coopération entre les autorités de contrôle des groupes implantés dans plusieurs pays de l'espace économique européen.

Après plus d'une décennie de préparation et suite à la finalisation d'une autre directive (Omnibus II, en novembre 2013), tous les acteurs de l'assurance n'ont désormais plus qu'une date en tête, celle du 1^{er} janvier 2016. Rendez-vous est pris. Et ceux qui n'ont pas cru bon de se préparer à une course de fond se voient désormais contraints de sprinter, pour ne pas manquer le départ.

Après trois ans d'incertitude, Solvabilité II prend forme, pour un coup d'envoi au 1^{er} janvier 2016

Les accords sur la directive Omnibus II marquent la fin d'une longue période d'incertitude. À l'origine, cette directive visait à intégrer les pouvoirs de la toute nouvelle autorité européenne des assurances et des fonds de pension (dont l'acronyme anglais est EIOPA). Mais la crise financière de 2008 ayant révélé les limites d'une pure évaluation en juste valeur qui accentue la volatilité du bilan et les exigences de capital,

les discussions sur le contenu de la directive ont porté sur une tout autre question : comment ne pas pénaliser par la réglementation les activités d'assurance de long terme ? Il aura fallu trois années pour parvenir à un consensus sur le paquet « branches longues ».

La durée des négociations sur le contenu des directives tranche fortement avec le calendrier de finalisation du cadre réglementaire nécessaire avant sa mise en application : dix mois sont laissés aux États membres pour transposer les directives dans leur législation, et une année est accordée aux régulateurs pour publier les mesures dites de niveaux 2 et 3 (actes délégués, normes techniques de réglementation et d'exécution, orientations et recommandations). Ces mesures limitées à des aspects techniques ou à des procédures de mise en œuvre ont vocation à modifier des éléments non essentiels de la directive, en complétant celle-ci. La plupart de

(1) L'auteur remercie Anne-Lise Bontemps-Chanel et Wajjha Syeb, de l'ACPR, pour leur contribution à la rédaction de cet article.

ces textes étant d'application directe, bien les connaître permet de s'y préparer de façon adéquate. Si les normes techniques et recommandations ne seront publiées qu'entre avril et septembre 2015, la consultation publique dont elles font l'objet est l'occasion de se les approprier.

Dans ce calendrier contraint, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) est bien évidemment mobilisée : fortement investie auprès d'EIOPA, elle prend une part active à la finalisation de la rédaction des textes au niveau européen et participe aux travaux de transposition, aux côtés de la direction générale du Trésor et de la direction de la Sécurité sociale. Son objectif est bien qu'au 1^{er} janvier 2016, l'ensemble du marché soit prêt à appliquer l'ensemble de la réglementation Solvabilité II. Et son expertise est mise au service du marché français pour faire en sorte que sa transition vers le nouveau régime soit la plus facile possible.

Préparation et mise en œuvre de Solvabilité II

C'est dans cet esprit que l'ACPR a souhaité, dès 2012, alors que les négociations sur Omnibus II étaient dans l'impasse, pousser le marché français à se préparer au changement majeur qu'allait introduire Solvabilité II. Jusqu'alors, la préparation à la nouvelle réglementation était limitée et volontaire, *via* notamment des études d'impact quantitatives (QIS - *Quantitative Impact Studies*), dont l'objectif premier était non pas de se préparer aux mesures, mais de tester les futures exigences quantitatives. Aussi force est-il de constater qu'à cette période, la préparation du marché français était loin d'être homogène : une majorité d'acteurs estimait en effet que l'ensemble du dispositif pouvait être totalement remis en question.

Or, les mesures relatives à la gouvernance et au *reporting* étaient, quant à elles, stabilisées. Pour éviter que l'enlisement des négociations sur Omnibus II ne devienne un prétexte à l'immobilisme, l'EIOPA a publié en décembre 2012 une opinion encourageant les organismes à mettre immédiatement en œuvre ces mesures. L'année suivante, l'EIOPA a publié des orientations invitant les autorités nationales à faire appliquer les mesures relatives à la gouvernance dès le 1^{er} janvier 2014 et à organiser des exercices de collecte dès 2015.

En France, l'ACPR avait anticipé ces demandes en organisant dès 2013 une collecte de données au format Solvabilité II, ainsi qu'un exercice pilote sur l'ORSA (*Own Risk Self Assessment* – un rapport *via* lequel l'organisme procède à sa propre évaluation des risques qu'il supporte). Ces exercices sont venus compléter la vision que l'ACPR avait de la préparation du marché français *via* son enquête annuelle. En 2014, l'exercice de collecte a intégré une nouvelle dimension technique, puisque la remise des données devait être faite au format XBRL (plutôt que sous la forme de fichiers Excel) et qu'un rapport ORSA était demandé à tous les organismes et groupes volontaires. Les enseignements tirés de ces exercices sont simples : si les organismes répondent massivement aux demandes de l'ACPR, il reste encore beaucoup à accomplir pour qu'ils soient effectivement prêts sur les trois piliers, l'exercice de collecte étant le révélateur du manque

de préparation sur les deux autres. Le nouveau référentiel, de par l'ampleur des changements qu'il implique, reste difficile à appréhender, y compris pour les gros acteurs du marché. Les exercices préparatoires 2015, qui seront réalisés à l'échelle européenne, cette fois-ci, permettront de vérifier si les organismes seront concrètement en mesure de respecter la réglementation dès son entrée en vigueur.

Pour cela, au-delà des exercices préparatoires, les organismes ont à se poser des questions de déclinaison pratique, en particulier sur les aspects relatifs à la gouvernance de leur structure. Bien qu'aucun exercice particulier n'ait été prévu en la matière sur le marché français, l'ACPR a annoncé l'attention qu'elle porterait dans ses contrôles aux actions entreprises par les organismes. En effet, les dispositions qu'introduit Solvabilité II sont radicalement différentes de celles actuellement en vigueur. Ainsi, les organismes ont été sondés ou ont fait l'objet de visite de la part de leurs contrôleurs afin de vérifier leur préparation en termes de gouvernance, et des rappels ont pu être adressés aux organismes considérés en retard. En effet, il convient que ces organismes trouvent désormais des réponses aux questions structurantes pour la mise en œuvre de Solvabilité II. Il est nécessaire d'anticiper les processus d'approbation permettant d'utiliser, au 1^{er} janvier 2016, certaines mesures dérogatoires (paramètres spécifiques aux entreprises, utilisation de la méthode déduction-agrégation pour l'élaboration du bilan prudentiel des groupes ou mesures du paquet « branches longues » sujettes à approbation).

Les organismes souhaitant calculer leurs exigences de capital au moyen d'un modèle interne ont entamé un dialogue avec l'autorité de contrôle depuis plusieurs mois maintenant, voire depuis plusieurs années, c'est-à-dire bien avant le début officiel de la période de candidature fixé au 1^{er} avril 2015. Quant aux autres organismes, ils sont également appelés à se rapprocher de leurs contrôleurs le plus en amont possible afin de délimiter le périmètre de leurs demandes.

La mise en œuvre de Solvabilité II demande donc un effort important, dans un calendrier très contraint, non seulement aux organismes, mais aussi à l'ACPR. Les équipes sont mobilisées tant pour revoir, à l'aune de la nouvelle réglementation, leurs méthodes de contrôle que pour entretenir un dialogue constant avec les organismes afin que l'entrée en application de Solvabilité II se fasse sous les meilleurs auspices.

Solvabilité II : vraiment ?

Conscient de l'importance du changement apporté au cadre prudentiel et avant même les débats suscités autour des contrats d'assurance à long terme dans le cadre d'Omnibus II, le régulateur a prévu des règles dérogatoires permettant aux organismes de lisser sur une certaine période l'impact de la nouvelle réglementation. Le champ d'application de ces mesures couvre différents aspects et répond à des objectifs divers :

- éviter un travail inutile de préparation à des organismes qui n'existeront plus un an après la mise en œuvre de Solvabilité II ;

- permettre la montée en compétence des organismes : en les faisant bénéficier de délais de remise plus longs jusqu'en 2020, ils peuvent ainsi améliorer leurs systèmes d'information et de production de données et assurer une meilleure qualité des données ;
- éviter les effets de palier inhérents à la mise en place de toute nouvelle réglementation en lissant les résultats : ces mesures concernent en particulier les exigences quantitatives. Certaines d'entre elles étaient déjà prévues par la directive de 2009 qu'Omnibus II est venu compléter. Ainsi, il existe plus d'une dizaine de dérogations temporaires portant aussi bien sur le calcul de certains modules de l'exigence de capital que sur celui des provisions techniques ou encore sur la détermination du classement des fonds propres. Ainsi, c'est l'ensemble du bilan prudentiel qui se trouve modifié par ces mesures transitoires dont les plus longues s'étendent sur 16 ans : Solvabilité II ne sera donc pleinement appliquée qu'en 2032.

En attendant, les organismes d'assurance vont tenter de tirer profit de l'ensemble de ces mesures pour améliorer, en affichage, leur couverture d'exigences en capital.

Notons cependant que le régulateur a prévu des garde-fous. Ainsi, par exemple, Omnibus II a introduit deux mesures transitoires relatives au calcul des provisions techniques qui sont exclusives l'une de l'autre : la mesure transitoire dite « taux » (permettant d'ajuster la courbe des taux sans risque) utilisée pour l'actualisation des provisions ne peut être appliquée de façon simultanée à la mesure transitoire dite « provisions techniques », qui consiste à réduire la valeur globale des provisions techniques de la différence entre le montant des provisions techniques en norme Solvabilité I et le montant théorique à la date d'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation. Ou encore, la date limite de l'utilisation de la clause de grand-père permettant de classer des fonds propres Solvabilité I dans une catégorie supérieure dans Solvabilité II est fixée à la date d'entrée en application du niveau 2, qui devrait intervenir plusieurs mois avant le 1^{er} janvier 2016. Enfin, les organismes utilisant les mesures du paquet « branches longues » seront contraints de publier leur niveau de couverture, avec et sans recours à ces mesures.

Malgré tout, cette phase de transition doit rester pour tous une période de grande vigilance. Dévoyées de leur objectif cible, ces mesures pourraient constituer un problème important pour des organismes qui se retrouveraient dans une situation délicate à la fin de la période transitoire : leur bonne application et leur bonne gestion constituent donc un enjeu majeur aussi bien pour les assureurs que pour l'ACPR.

2016 : Et après ?

Au niveau européen, l'entrée en application de Solvabilité II ne marquera pas la fin des travaux liés à la réglementation de l'assurance. Ainsi, les autorités européennes ont déjà inscrit dans Omnibus II la nécessité de revoir, dès 2018, le calibrage

de la formule standard qui permet de calculer les exigences de capital des assureurs. Plusieurs chantiers devraient venir amender, voire compléter le dispositif, comme la révision du cadre prudentiel pour les fonds de pension (dont l'activité est parfois assimilée à celle des assureurs) que la Commission a engagée récemment. De la même manière, les discussions au niveau international portant sur les assureurs systémiques, d'une part, ou les grands groupes d'importance internationale, d'autre part, devraient conduire à moyen terme à des évolutions, voire à des modifications du cadre existant.

En effet, suite à la crise de 2008, les organisations internationales ont mandaté le FSB (*Financial Stability Board*) pour que soit développé un cadre réglementaire approprié afin de détecter et de réguler les risques macroprudentiels et systémiques. C'est ainsi qu'en juillet 2013 a été publiée la première liste d'assureurs systémiques (au nombre de 9) faisant l'objet de mesures spécifiques, parmi lesquelles une exigence de capital supplémentaire, le HLA (*Higher Loss Absorbency*), qui doit être finalisée d'ici à la fin 2015.

Parallèlement, l'IAIS développe un standard de capital en assurance, l'ICS (*Insurance Capital Standard*), un volet quantitatif qui a vocation à compléter le dispositif destiné aux grands groupes d'importance internationale (le Comframe - *Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups*). Ce standard devrait être finalisé d'ici le mois d'octobre 2018 et être applicable à l'ensemble de ces grands groupes dès 2019.

Particulièrement ambitieux, le calendrier du développement de ces exigences pose la question des interactions réciproques, d'une part, et des articulations, d'autre part, avec les régimes existants. Il est difficile d'appréhender de quelle manière les exigences liées à l'ICS s'articuleront avec le volet quantitatif de Solvabilité II. Les compromis nécessaires pour faire aboutir Solvabilité II rendent vains un de ses objectifs initiaux, celui d'en faire un standard international et d'y faire adhérer le reste du monde. Et il est loin d'être évident que Solvabilité II puisse être une application concrète du nouveau standard international.

Conclusion

L'entrée en application de Solvabilité II marque le début d'une nouvelle logique prudentielle davantage intégrée au niveau européen. Révolution dans le monde de l'assurance, la nouvelle réglementation entend pallier les insuffisances de l'actuelle en se rapprochant des méthodologies largement utilisées dans le monde financier : des exigences de solvabilité plus en adéquation avec le profil de risque réel des assureurs, une meilleure gouvernance des institutions et une plus grande transparence vis-à-vis du public. Pour ce faire, Solvabilité II s'inscrit dans la lignée des orientations données par les institutions internationales vers une réglementation harmonisée et une meilleure comparabilité des performances des assureurs à travers le monde, l'objectif *in fine* étant d'assurer la stabilité financière et la protection des assurés.

La médiation du crédit aux entreprises, un exemple d'une nouvelle forme d'intervention publique

Par **Jeanne-Marie PROST**

Ex-Médiatrice nationale du crédit aux entreprises

Face aux risques considérables avec la crise financière de septembre 2008 qui menaçaient d'une déstabilisation de l'ensemble de l'économie par un arrêt brutal du financement bancaire des entreprises, l'État est intervenu rapidement et massivement pour soutenir le système bancaire. Ce soutien a pris notamment la forme d'un renforcement des fonds propres des banques (20 milliards d'euros de prêts en fonds propres remboursables ont été attribués aux banques) et d'environ 80 milliards d'euros de prêts accordés aux banques par la Société de financement de l'économie française (SFEF), créée fin 2008.

Globalement, cette intervention a permis d'éviter une crise bancaire majeure qui aurait plongé l'économie dans une récession encore plus profonde. Cependant, malgré ces actions de soutien au système bancaire, le risque de voir se multiplier les faillites d'entreprises confrontées à une chute brutale de leur financement restait élevé. Afin d'intervenir rapidement pour soutenir le système productif dans cette phase difficile, le Président de la République, M. Nicolas Sarkozy, a annoncé fin octobre 2008 la nomination d'un Médiateur national du crédit aux entreprises.

2008 : Création de la médiation du crédit aux entreprises, un mode d'intervention imposé aux banques dans un contexte de crise

La nomination de M. René Ricol en tant que Médiateur du crédit aux entreprises institue dans le contexte du plan de soutien aux banques une mission nouvelle, celle d'éviter que les entreprises ne soient confrontées à des restrictions de crédit. Le positionnement de la nouvelle médiation est très clair, et ce dès le premier jour de sa création : s'assurer qu'aucune entreprise ne soit confrontée à des refus injustifiés d'octroi de crédits de la part des banques.

La création de la médiation du crédit est un des aspects du plan de relance mis en place par le gouvernement de l'époque : l'État intervient directement pour soutenir le système bancaire à la fois par des prêts accordés aux banques via la SFEF et par l'élargissement de la garantie d'Oseo et des crédits à court terme ; en contrepartie, il impose la médiation.

Dès sa création, la mission répond à trois impératifs : proximité, réactivité et gratuité.

Son mode de fonctionnement est extrêmement simple : tout chef d'entreprise confronté à un refus de financement opposé par sa banque peut saisir le médiateur du crédit, sur le site <http://mediateurducredit.fr>. Dans un délai de 48 heures maximum, l'entrepreneur est rappelé par la succursale de la Banque de France de son département. Le médiateur départemental, après avoir qualifié le dossier, informe les banques en cause de la saisine de la médiation. Cette information déclenche le processus et produit deux conséquences très simples : même si la banque a opposé une fin de non-recevoir à la demande de l'entreprise, elle a l'obligation de rediscuter le dossier sous l'égide du médiateur, et pendant toute la durée de la médiation, la banque doit maintenir l'ensemble de ses concours bancaires à l'entreprise plaignante. Le cadre de la médiation est donc très sécurisant pour l'entreprise, puisque pendant tout le temps que durent les discussions avec la banque sous l'égide du médiateur, elle peut continuer d'utiliser ses lignes de financement.



Photo © Hamilton/REA

« La nomination de M. René Ricol en tant que Médiateur du crédit aux entreprises institue dans le contexte du plan de soutien aux banques une mission nouvelle, celle d'éviter que les entreprises ne soient confrontées à des restrictions de crédit. » René Ricol, Médiateur du Crédit aux entreprises, Paris, juillet 2009.

La création de la médiation du crédit aux entreprises correspond donc à un mode d'intervention souple : recourir au Médiateur revient, pour une entreprise, à imposer à sa banque la discussion, mais pas la solution : le Médiateur ne peut obliger la banque à prêter, son rôle est de faire émerger un accord entre les parties en présence.

Une structure légère reposant sur un accord avec les banques

Cette volonté de créer une structure légère et efficace se retrouve dans la signature de l'Accord de place entre l'État (ministres des Finances et de l'Économie), le Gouverneur de la Banque de France, le Médiateur national du crédit et le Président de la Fédération bancaire française. Il convient de noter que ce n'est pas la loi qui fixe le cadre juridique de la médiation du crédit. C'est en fait l'Accord de place qui engage les parties signataires (notamment les banques, via la Fédération bancaire française - FBF) et qui fixe les règles et organise l'action de la Médiation.

L'Accord a été signé en 2009 pour une période de deux ans. Il a été renouvelé régulièrement, en avril 2011, puis en mars 2013, à chaque fois pour deux ans. De fait, ce cadre contractuel qui voit les parties engagées par leur signature se révèle parfaitement adapté à la mission de la Médiation.

En parallèle, dès 2009, un accord du même type est mis en place avec les assureurs-crédit pour s'assurer que ceux-ci ne procèdent pas à des restrictions drastiques de garanties, ce qui aurait pu conduire à des faillites en chaîne via l'impact de ces restrictions sur le crédit interentreprises. Cet accord a été reconduit et approfondi en juin 2013.

La volonté du gouvernement de déployer la médiation au plus près du terrain l'a conduit à s'appuyer sur le réseau territorial de la Banque de France.

Compte tenu de son rôle prééminent dans la cotation des entreprises, son réseau était particulièrement qualifié pour remplir cette mission, et ce d'autant plus que la perception de ce choix par les banques ne pouvait qu'être rassurante pour celles-ci. Cette décision a permis à la Médiation, en s'appuyant sur un réseau préexistant, d'être opérationnelle dès les premiers jours de sa création, une équipe nationale restreinte étant chargée du pilotage et de l'animation de la mission.

La Médiation s'est également appuyée, dès sa création, sur la mise en place d'un réseau dit de Tiers de confiance de la médiation, qui apportent bénévolement leur appui et leur expertise aux chefs d'entreprise qui en font la demande pour constituer leur dossier de saisine de la Médiation. Au-delà de cet appui technique, le réseau des Tiers de confiance contribue à faire connaître le dispositif.

Au moment de son lancement, afin d'être en mesure d'intervenir rapidement, le véritable défi qu'a dû relever la Médiation a consisté à se faire connaître des trois millions de TPE et PME. Ce réseau de Tiers de confiance a permis une diffusion large et rapide des services offerts par la Médiation grâce à son réseau étendu et diversifié (Chambres des métiers et de l'artisanat, Chambres de commerce et d'industrie, Fédérations patronales, Fédérations d'artisans, Ordre des experts comptables...). L'écosystème des petites entreprises étant en permanence mouvant, cet effort de communication doit sans cesse être renouvelé.

En contribuant à développer une culture du dialogue, la médiation du crédit aux entreprises a trouvé sa place auprès des principaux acteurs : les entreprises, les banques et les organisations socio-professionnelles

Dans un premier temps, la création de la Médiation du crédit a suscité une certaine méfiance auprès des banques, qui redoutaient une forme d'ingérence extérieure dans leurs décisions d'accorder ou non un crédit, ou tout au moins d'influencer leurs réponses.

Mais, rapidement, celles-ci ont constaté que les médiateurs procédaient à une instruction approfondie des dossiers avant de conduire la négociation entre elles et les entreprises plaignantes.

Le médiateur se livre en particulier à une analyse financière poussée de la situation afin de contribuer à dégager la meilleure solution possible à l'issue de la négociation. L'objectif est de permettre à l'entreprise de poursuivre ou de développer son activité, sans exposer la banque à un risque inconsidéré. Dans la plupart des dossiers qui se concluent par un succès, l'entreprise comme la banque ont dû consentir des efforts pour adapter ou réviser leurs stratégies ou leurs engagements afin de repartir sur une base plus solide. Cela montre qu'il existe un cercle vertueux de la médiation : face à un refus de crédit (trop souvent formulé sans véritable explication), la médiation permet d'établir un contact, de rétablir un dialogue, puis une négociation pour dégager une solution qui soit acceptée par l'entreprise et la banque.

Au fil des mois, les partenaires financiers ont constaté le grand professionnalisme des médiateurs dans le traitement des dossiers. D'un interventionnisme redouté sous couvert de médiation, on est passé à un mode de règlement accepté par toutes les parties. Le choix de la Banque de France pour assurer la mission partout sur le territoire a également beaucoup contribué à conférer à la Médiation une image d'indépendance et de neutralité. Ainsi, les renouvellements des Accords de place, en avril 2011 et en mars 2013, ont fait l'objet d'un consensus de toutes les parties, et le prochain renouvellement de l'accord (prévu pour février 2015) ne dérogera pas à cette règle.

Toute la démarche du système de la médiation repose sur le dialogue et une négociation fondée sur une expertise ap-

profondie et objective des dossiers. Le médiateur n'impose rien, il ne dispose d'aucun pouvoir de contrainte ou de coercition dans la mise en œuvre d'une solution de financement pérenne. En aucun cas, il n'imposera une décision de financement à une banque. Ainsi, le taux de succès des dossiers traités en médiation se situe autour de 60 %. Mais, si la médiation a des effets vertueux, elle n'a pas pour autant d'effet miraculeux : une entreprise confrontée à de lourdes difficultés financières ou sectorielles devra s'orienter vers d'autres procédures, telles que la saisine du tribunal de commerce. Plus la médiation sera saisie en amont, c'est-à-dire dès le moment où l'entreprise peut se trouver confrontée à un problème de découvert ou est en mesure d'anticiper une difficulté de règlement d'une échéance, plus la probabilité de trouver rapidement une solution sera grande.

La mise en place du dispositif a également conduit les banques à faire évoluer leurs organisations internes pour améliorer la détection et le traitement des dossiers conflictuels ou difficiles.

En 2009, première année d'exercice de la Médiation du crédit aux entreprises, le nombre de dossiers présentés a été très élevé (16 700). Ce nombre a diminué de moitié l'année suivante, pour évoluer entre 4 000 et 4 500 à partir de 2011.

L'apport de l'Observatoire du financement des entreprises : une médiation enrichie par une fonction d'observation et de proposition

Le Médiateur national du crédit aux entreprises préside également l'Observatoire du financement des entreprises. L'Observatoire, mis en place en 2010, regroupe les principaux acteurs du financement des entreprises : représentants des organisations professionnelles, des entreprises et des sociétés financières, des acteurs publics du financement (BPI France, CDC), ainsi que les principaux fournisseurs publics d'analyses et de statistiques (Banque de France, INSEE, DGE, DGTrésor).

L'Observatoire a un rôle privilégié à jouer dans l'analyse des problématiques du financement des entreprises (notamment des ETI, des PME et des TPE) et dans la formulation de recommandations. Il est régulièrement mandaté en ce sens par les ministres de l'Économie et des Finances. Sa démarche rejoint celle de la Médiation : établir le dialogue entre l'ensemble des acteurs du système, analyser les difficultés et les points de blocage et présenter des solutions concrètes qui seront mises en œuvre.

On est ainsi bien loin d'un État interventionniste qui impose des règles aux acteurs économiques. Cette démarche pragmatique assure une plus grande efficacité. Une meilleure connaissance des difficultés de financement et la mise en lumière de relations conflictuelles dans un espace de dialogue neutre et ouvert vont favoriser l'émergence de propositions concrètes, et surtout acceptées par tous les acteurs. Ce consensus permettra de mettre en œuvre rapidement les actions ou les mesures proposées. Progressivement, ce

processus va conduire à une plus grande transparence et à restaurer la confiance entre les entreprises et les banques, c'est-à-dire entre les acteurs clés de l'économie.

Le dernier rapport élaboré par l'Observatoire en juin 2014 et portant sur le financement des TPE illustre parfaitement cette démarche. L'Observatoire a tout d'abord mené une analyse approfondie, qui a permis de montrer que l'extraordinaire hétérogénéité des TPE explique le fait que des points de vue très différents sur leurs difficultés de financement puissent cohabiter. L'Observatoire a ensuite mené des auditions à la fois de représentants du monde de l'entreprise et des grands réseaux bancaires afin de comprendre les frustrations des uns, et les objectifs et les contraintes des autres. Cela a conduit l'Observatoire à faire cinq recommandations concrètes aux banques pour améliorer leurs relations avec les dirigeants de TPE. C'est sans aucun doute parce que les banques font partie de l'Observatoire et parce qu'elles ont été au cœur des discussions pendant toute l'élaboration du rapport, qu'elles ont accepté de prendre cinq engagements

clés correspondant à l'axe des recommandations de l'Observatoire dès la remise par ce dernier de son rapport aux Ministres. Ces engagements sont aujourd'hui en cours de mise en œuvre.

L'Observatoire a donc permis de générer un consensus sur un sujet sensible et d'obtenir des engagements concrets de la part des différents acteurs, sans qu'il ait été besoin pour ce faire de recourir à la loi.

On pourrait donc évoquer, en conclusion, une intervention publique paradoxale : initiée par l'État dans le cadre d'une intervention puissante, à l'automne 2008, la Médiation est intervenue pour aider 30 000 entreprises et a permis de préserver environ 360 000 emplois.

Mais, au-delà, elle a contribué à faire évoluer de manière sensible le comportement des établissements de crédit et à les mobiliser durablement sur l'objectif du financement de toutes les entreprises.

La protection de la clientèle : un nouvel enjeu pour l'ACPR et le contrôle du secteur financier

Par Olivier FLICHE

Ingénieur général des Mines, directeur du Contrôle des pratiques commerciales (ACPR)

Veiller à la stabilité du secteur financier, c'est protéger les clients des institutions financières et, plus généralement, les citoyens et leur environnement économique. Protéger les clients des institutions financières, c'est, en maintenant la confiance dans le système financier, contribuer à la stabilité de celui-ci. La crise financière de 2007 a montré que le contrôle du secteur financier ne pouvait plus faire abstraction des pratiques commerciales. Depuis lors, le cadre international, européen et français destiné à réglementer ces pratiques et à protéger la clientèle du secteur financier se construit à marche forcée. Forte de son expérience de contrôle des banques et des assurances, l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) a vocation à accompagner la mise en place en France.

La création, en mars 2010, de l'Autorité de contrôle prudentiel (aujourd'hui Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, ACPR) issue de la fusion des autorités de contrôle et d'agrément des banques, d'une part, et des assurances, d'autre part, a été marquée par l'introduction d'une nouvelle mission, le contrôle des pratiques commerciales.

Dans les discours prononcés à cette occasion, l'ambition était claire : il s'agissait, en étroite coopération avec l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et en coordination avec la DGC-CRF (direction générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des fraudes), de « développer de véritables politiques et un savoir-faire français en matière de contrôle des pratiques de commercialisation », de faire de l'ACPR « un véritable gendarme de la commercialisation des produits des banques et des assurances. » ⁽¹⁾.

Cette initiative française est loin d'être isolée. Elle s'inscrit dans un contexte plus général où les pratiques commerciales du secteur financier font l'objet d'une attention croissante un peu partout dans le monde. Ainsi, un an plus tard, en février 2011, le G20 des ministres chargés des Finances demande à l'OCDE de dégager des principes de protection des consommateurs du secteur financier. Cette demande figure dans une liste ⁽²⁾ de mesures destinées à compléter la réforme du secteur financier, à côté du renforcement du contrôle des

banques, de travaux sur la prévention des risques systémiques et sur le *shadow banking*, etc.

C'est là que réside la véritable nouveauté, dans le lien qui est fait entre stabilité du secteur financier et protection des clients de celui-ci. Ce lien nouveau, cette prise de conscience des enjeux liés à la protection de la clientèle est l'une des conséquences de la crise des *subprimes* de 2007 et de la crise économique mondiale qui s'en est ensuivie.

La crise a révélé le lien existant entre la réglementation du secteur financier et la protection de la clientèle de celui-ci

Les règles protégeant les clients (et plus particulièrement les « consommateurs ») dans le secteur financier existaient pourtant bien avant la crise financière et la création de l'ACPR.

(1) Communiqué de presse relatif à l'installation de l'ACP, 9 mars 2010.

(2) Communiqué - Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, Paris, 18-19 février 2011.

En premier lieu, parce que le consommateur de produits financiers ⁽³⁾ est un consommateur au sens générique de ce terme. À ce titre, il ne dispose pas toujours de l'information suffisante pour pouvoir contracter, sur un pied d'égalité, avec un professionnel. Cette asymétrie d'information justifie, dans le secteur financier comme dans beaucoup d'autres, l'énoncé de règles, générales ou spécifiques au secteur, destinées à rétablir l'équilibre. En France, ces règles se retrouvent pour une bonne part dans le Code de la consommation, mais aussi, pour ce qui est propre à certaines activités ou certains produits, dans le Code des assurances et dans le Code monétaire et financier.

En deuxième lieu, le contrôle (dit prudentiel) de la situation financière des institutions financières s'exerce dans un objectif, plus ou moins explicite, de protection de leurs clients puisqu'il les protège contre le risque de faillite ⁽⁴⁾. Cette protection est toutefois indirecte : axée sur la solidité financière des organismes, elle est incomplète en ce qu'elle ne couvre pas tous les aspects de l'intérêt des clients, et surtout en ce qu'elle porte uniquement sur les risques pris en charge par



Photo © Pascal Lebrun/CIT'IMAGES

« C'est ce dernier point que la crise des subprimes a mis en lumière en montrant les conséquences sociales et économiques de deux mauvaises pratiques commerciales appliquées à grande échelle : la commercialisation de crédits immobiliers auprès d'une population qui n'avait pas la solvabilité suffisante pour rembourser leur emprunt conformément à leur engagement et la titrisation de ces crédits et leur vente en tant que produits financiers à faible risque. » Bâtiment en vente à New York, mars 2011.

les institutions contrôlées, mais pas sur ceux qui sont laissés, voire transférés, à la charge des clients de ces institutions.

C'est ce dernier point que la crise des *subprimes* a mis en lumière en montrant les conséquences sociales et économiques de deux mauvaises pratiques commerciales appliquées à grande échelle : la commercialisation de crédits immobiliers auprès d'une population qui n'avait pas la solvabilité suffisante pour rembourser leur emprunt conformément à leur engagement et la titrisation de ces crédits et leur vente en tant que produits financiers à faible risque à des contreparties mal informées. Les acteurs du secteur financier au cœur du scandale des *subprimes* ont créé le risque, puis l'ont transféré : ils ne l'ont pas conservé par devers eux. Dans de telles conditions, le contrôle traditionnel du secteur financier s'est révélé inadapté.

Parmi les dommages causés par cette crise, la perte de confiance du public dans le système financier n'a pas été le moindre. C'est cette perte de confiance que les règles spécifiques de protection de la clientèle ont pour vocation de prévenir, dans un cadre réglementaire en cours de redéfinition aux niveaux international et européen.

L'OCDE a posé les principes de cette nouvelle approche

« S'ils n'ont pas l'assurance, dans la mesure du raisonnable, que leurs intérêts seront protégés, les consommateurs n'auront pas la confiance nécessaire pour participer à l'économie financière ». C'est en ces termes ⁽⁵⁾ que l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) présentait en octobre 2011 les 10 principes de protection de la clientèle qu'elle avait établis à la demande du G20.

Sans entrer dans le détail de ces 10 principes, nous soulignons ici ceux qui apparaissent propres au secteur financier.

L'OCDE affirme d'emblée que la protection des consommateurs usagers du secteur financier doit faire l'objet d'un cadre juridique et réglementaire spécifique, adaptable aux évolutions du secteur, qui s'impose aux prestataires de services financiers et permette de sanctionner les abus (principe 1). Des autorités de contrôle dotées des compétences nécessaires pour remplir leur mission doivent être explicitement chargées de veiller à la protection financière de ces consommateurs (principe 2). C'est affirmer que les modes de régulation classiques des abus (à savoir le juge, le médiateur ou l'autorité administrative à compétence générale) ne suffisent pas dans le domaine des services financiers, en raison à la

³ Dans cet article, nous utilisons l'expression « produit financier » au sens très large de produit ou de service fourni par les acteurs du secteur financier, le secteur financier étant pris lui-même au sens large, en incluant les organismes d'assurance.

⁴ C'est historiquement la première protection dont ont bénéficié les clients du secteur financier, avant le développement de règles destinées à les protéger dans leurs relations contractuelles avec un professionnel.

⁵ Opening Remarks by Angel Gurría, OECD Secretary-General - OECD Conference Centre, 14th October 2011.

fois de la technicité du secteur et des enjeux économiques qui lui sont attachés.

En second lieu, quand l'OCDE aborde la relation entre un professionnel du secteur financier et son client (une relation caractérisée par une asymétrie d'information d'autant plus grande que les produits se complexifient), elle propose, à côté de solutions relativement classiques (amélioration de l'information précontractuelle et transparence, promotion de l'éducation financière), des idées qui visent à rééquilibrer plus radicalement cette relation en obligeant le professionnel à intégrer dans ses propres objectifs le meilleur intérêt de ses clients. C'est ce que le principe 6 relatif au « comportement responsable des prestataires de services financiers » énonce de la façon suivante : « Les prestataires de services financiers et leurs agents agréés doivent avoir comme objectif fondamental d'agir au mieux des intérêts de leurs clients. »

Cette dernière idée est également au cœur des réflexions européennes depuis plusieurs années. Elle est à l'origine des développements actuels, très rapides, de la réglementation européenne du secteur financier dans les trois domaines des services d'investissement, de la banque et de l'assurance.

La protection de la clientèle du secteur financier : une construction européenne

À vrai dire, la question que tentent de résoudre les différents projets européens récemment adoptés ou en cours de discussion n'est pas simple : il s'agit de s'assurer que les professionnels du secteur financier agissent effectivement au mieux des intérêts de leurs clients.

La première réponse a consisté à exiger du professionnel des règles de gouvernance interne destinées à identifier, à prévenir ou à gérer les conflits potentiels entre ses intérêts et ceux de ses clients et à l'obliger à une certaine transparence (en particulier, sur sa rémunération) en cas de conflit identifié. Il apparaît aujourd'hui, après seulement quelques années, que les exigences formulées manquent d'efficacité. Les travaux en cours visent donc à agir plus directement sur la principale source de conflits d'intérêts, à savoir la rémunération des commerciaux et les effets que celle-ci peut avoir sur leur prise en compte effective des intérêts du client.

Parallèlement, la réflexion a porté sur la façon dont le professionnel identifiait les besoins et les caractéristiques financières du client (ressources, charges, patrimoine, endettement) et dont il lui apportait, en fonction de ce diagnostic, la solution adaptée à ses objectifs et à ses intérêts. Entamée initialement dans le domaine des services d'investissement, la réflexion s'est étendue au crédit et à l'assurance et, en s'adaptant à ces différents marchés, elle a abouti à des solutions légèrement différentes. En particulier, un débat persiste autour de la portée des obligations d'explication ou de conseil qui pèsent sur le professionnel lors de la vente (obligations susceptibles de varier en fonction de la complexité du produit ou du service vendu), du degré d'indépendance du commercial vis-à-vis de ses différents « fournisseurs » et de l'étendue de la gamme de produits qu'il propose.

À cet égard, il est intéressant d'observer comment le cadre juridique européen de la protection de la clientèle du secteur financier (motivé, nous l'avons rappelé, par des considérations propres à ce secteur) se développe selon une logique relativement différente de la logique juridique française traditionnelle. Ainsi, par exemple, en France, dans le domaine de l'assurance, les dispositions du Code civil relatives au consentement et au contrat ont conduit le juge à identifier de longue date dans sa jurisprudence un « devoir de conseil », qui incombe au professionnel afin que le client puisse être considéré comme parfaitement éclairé. À l'inverse, les réflexions européennes et les catégorisations effectuées par type de produit et de service conduisent à envisager des cas où le professionnel peut vendre certains produits financiers sans apporter de conseil d'aucune sorte, ni d'explication personnalisée.

Dans ce dernier cas, l'objectif de prise en compte des intérêts des clients par le professionnel ne semble pas atteint par la réglementation européenne. Pour combler cette lacune, un nouveau concept tend à se développer mettant l'obligation de prise en compte de l'intérêt du client non plus à la charge du « distributeur » de produits financiers, mais à celle du « producteur ».

L'idée, connue sous le nom de « gouvernance produit » (*product and oversight governance*), est la suivante : il incombe au producteur de concevoir ses produits de manière à ce que ceux-ci répondent aux besoins et aux intérêts des cibles de marché qu'il aura préalablement identifiées. Dans cette hypothèse, il suffit ensuite de s'assurer que les produits ainsi conçus sont effectivement proposés à la cible de clientèle visée.

La « gouvernance produit » apparaît comme une première barrière contre le risque de mauvaise commercialisation ou de *mis-selling*. Il n'est toutefois pas souhaitable que cette approche un peu mécanique et nécessairement standardisée se substitue à l'obligation de délivrer un conseil ou des explications personnalisées au client du secteur financier. Il est plus pertinent d'y voir un complément à cette obligation.

La « gouvernance produit » oblige par ailleurs à distinguer clairement les responsabilités des producteurs de celles des distributeurs en tenant compte de la réalité des chaînes de production et de distribution des produits financiers. C'est ce qui fait aujourd'hui la principale difficulté de sa mise en œuvre.

On ne peut évoquer les travaux européens sans mentionner les avancées récentes faites en matière d'information précontractuelle. Ce sujet est certes plus classique. Il a été largement traité par les réglementations nationales, avant la montée en puissance de la réglementation européenne. L'approche adoptée à l'échelon européen vise avant tout à simplifier et à standardiser une information souvent trop profuse et complexe pour pouvoir être analysée facilement par le consommateur.

Avec l'adoption de la fiche d'information européenne standardisée sur les prêts immobiliers, l'institution d'un document d'information tarifaire sur les services rattachés à un compte

de paiement et le document clé d'information pour les produits d'investissement (y compris l'assurance-vie), les principaux champs du secteur financier seront bientôt couverts.

Une fois traitées les questions relatives à la conception des produits, à l'information précontractuelle et à l'acte de vente, les prochains chantiers porteront logiquement sur l'exécution des contrats, un domaine dans lequel les réflexions restent relativement modestes à ce stade.

L'évolution du cadre réglementaire évoquée ici est loin d'être totalement stabilisée. L'articulation intelligente et efficace entre les différents concepts qu'elle fait émerger prendra probablement plusieurs années. Elle justifiera peut-être des « repentirs », des corrections à des réglementations à peine adoptées. Ce sont là les contreparties de la richesse et de la fécondité du mouvement engagé au niveau européen pour renforcer la protection de la clientèle du secteur financier.

L'ACPR met son expérience du contrôle au service de la protection de la clientèle

L'ACPR, quant à elle, s'efforce d'anticiper sur les évolutions rapides de la réglementation européenne en matière de protection de la clientèle, tout en mettant en œuvre, dans le cadre de sa mission actuelle de contrôle des pratiques commerciales, les techniques de contrôle et les modes d'action propres à une autorité administrative.

Dotée d'une direction dédiée à cette mission, elle dispose d'équipes spécialisées de contrôle sur pièces et sur place, qui peuvent vérifier la conformité aux règles existantes des pratiques non seulement des établissements bancaires et des organismes d'assurance, mais également des intermédiaires exerçant dans ces deux secteurs. Elle exerce en outre une veille sur ces marchés, sur les contrats commercialisés et sur leur publicité afin de cibler au mieux son action, dans un champ réglementaire très vaste où les acteurs sont nombreux. À ce titre, et sans exercer pour autant d'activité de médiation, elle répond également aux demandes d'information et aux réclamations formulées par la clientèle des secteurs de la banque et de l'assurance.

Dans le domaine de l'épargne, elle coordonne ses actions avec l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) au sein d'un pôle commun institué par la loi en 2010.

Enfin, sa participation aux travaux des Autorités européennes de supervision (l'EBA, dans le domaine de la banque, et l'EIOPA, pour l'assurance) ainsi que dans les instances inter-

nationales lui permettent de peser dans l'évolution à venir de la protection de la clientèle du secteur financier.

Les possibilités d'action de l'ACPR sont variées.

Face à un organisme contrôlé, elle dispose des moyens déjà largement éprouvés dans le cadre de ses missions historiques de contrôle prudentiel : en premier lieu, le rapport de contrôle, dont la procédure contradictoire et le suivi permettent d'obtenir une correction de la plupart des manquements détectés ; en second lieu, la mesure de police administrative, qui est plus coercitive, et, enfin, la sanction pour les manquements les plus graves.

Lorsqu'elle souhaite avoir une action plus générale sur le marché, l'ACPR dispose d'un outil privilégié, la recommandation. Outil de « droit souple » destiné à tirer parti des bonnes et des mauvaises pratiques constatées au cours des contrôles, la recommandation a pour objet de modifier ou d'orienter le comportement des professionnels en les aidant à identifier de manière plus opérationnelle ce qui est attendu de la mise en œuvre de la réglementation protectrice de la clientèle. En cela, elle s'avère être un instrument préventif complémentaire de l'approche répressive.

En définitive, au regard des normes européennes en cours d'élaboration, il ne manque à l'ACPR qu'un seul moyen d'intervention (dont il lui faudra se doter dans les années à venir, au moins pour les produits d'épargne) : la possibilité d'interdire une catégorie définie de produits financiers dès lors que celle-ci constituerait une menace grave pour les consommateurs.

Conclusion

La réglementation destinée à protéger la clientèle du secteur financier s'est considérablement structurée au cours des dernières années et son contrôle, tout au moins dans l'Union européenne, est devenu un élément important du dispositif général de contrôle du secteur financier. À cet égard, en confiant cette mission à l'ACPR dès 2010, la France fait figure de précurseur.

Le chantier reste toutefois inachevé. Et, déjà, le développement de nouvelles formes de « finance » en dehors du cadre classique de la réglementation financière, telles que le financement participatif (qui met directement en relation des prêteurs et des emprunteurs) ou les « monnaies virtuelles », pose la question de l'extension et de l'adaptation de ces principes nouveaux à des situations dans lesquelles le professionnel traditionnel du secteur financier tend à disparaître au profit de nouveaux acteurs.

La régulation du *trading* haute fréquence : approche française et difficultés

Par Alexandra GIVRY

Directrice de la Surveillance des marchés à l'AMF

Le livre *Flash Boys : A Wall Street Revolt* publié par Michael Lewis, le 31 mars 2014, a fait l'effet d'une bombe en accusant les *traders* haute fréquence de truquer le marché. Alors que le régulateur français, l'Autorité des marchés financiers (AMF) appelait à le réguler dès 2009 lors des premiers travaux préparatoires à la révision de la directive sur les Marchés d'instruments financiers, le *trading* haute fréquence (HFT) est désormais un sujet de préoccupation majeure pour la plupart des régulateurs de marché.

S'il semble excessif de diaboliser le HFT, l'analyse des effets bénéfiques et néfastes de cette pratique est néanmoins très mitigée. Au-delà des risques d'instabilité, c'est surtout le phénomène de défiance engendré par cette pratique qui pourrait causer le plus grand dommage aux marchés financiers en leur faisant perdre leur fonction première, l'orientation de l'épargne. C'est pourquoi l'AMF s'implique pour assurer une régulation efficace au niveau européen et cultiver un niveau de compétence tout aussi sophistiqué que celui des acteurs surveillés, de façon à pouvoir identifier et éviter les dérives.

Au cours des vingt dernières années, les marchés financiers ont vu leur écosystème profondément transformé du fait des innovations technologiques. La transition de la crie à la cotation électronique a constitué la première étape de ce bouleversement. Ainsi, dans le cas de la Bourse de Paris, la confrontation des agents de change sur le parquet du Palais Brongniart a été remplacée, dès la fin des années 1980, par un système de négociation entièrement automatisé dans lequel un algorithme est chargé d'ordonner, d'apparier, puis d'exécuter les ordres d'achat et de vente transmis électroniquement.

L'automatisation de l'appariement des ordres a naturellement été suivie par le développement de processus automatisés en amont de la plateforme de négociation. Ainsi sont apparus les algorithmes d'exécution, qui visent à optimiser, en fonction des conditions de marché, l'exécution des décisions d'investissement prises par ailleurs. Par la suite, se sont développés encore plus en amont des automates capables de remplacer le cerveau humain pour prendre ces décisions d'investissement. L'évolution de l'organisation des marchés,

pendant les années 2000, a ensuite joué un rôle de catalyseur, permettant une véritable explosion de ces activités automatisées, d'abord aux États-Unis, puis en Europe.

Un essor du *trading* haute fréquence favorisé par les évolutions réglementaires

La directive concernant les marchés d'instruments financiers (MIF) entrée en vigueur en 2007 visait, entre autres, à organiser la mise en concurrence des bourses historiques avec de nouveaux entrants, dénommés *Multilateral Trading Facilities* (MTF), afin de permettre une réduction des frais de transaction. Si le bilan est, à ce jour, plus que mitigé quant à l'atteinte de cet objectif, la directive a produit, en modifiant radicalement le paysage boursier paneuropéen, des effets qui n'avaient pas été anticipés en créant de nouvelles opportunités pour les activités de *trading* automatisé.

En Europe continentale, la nouvelle réglementation s'est traduite par un éclatement des lieux de négociation. Les opérateurs historiques, qui centralisaient jusqu'alors l'activité d'exécution, ont vu leur activité s'effriter au profit des plateformes alternatives, dont les principaux acteurs - Chi-X et BATS - ont rapidement capté une part de marché significative. Un effet pervers de cette décentralisation a été l'apparition de divergences ponctuelles entre les prix des différents lieux d'exécution. Les acteurs du *trading* automatique ont trouvé dans ces inefficiences génératrices d'opportunités d'arbitrage des conditions de développement particulièrement favorables qui ont été le catalyseur d'une véritable course à la vitesse et ont permis l'apparition du *trading* à haute fréquence, le HFT (*High Frequency Trading*).

Il n'existe pas à ce jour de définition arrêtée du HFT. Celui-ci constitue un sous-ensemble du *trading* algorithmique caractérisé par un horizon d'investissement infinitésimal. Pour être rentables, les algorithmes de *trading* haute fréquence se doivent d'être les plus rapides, et donc d'être capables d'identifier et de profiter d'une opportunité en quelques millisecondes, voire en une poignée de nanosecondes. Les opérateurs du HFT s'appuient sur de puissants ordinateurs placés au plus près des serveurs informatiques de l'opérateur de marché, allant jusqu'à louer pour leurs machines des emplacements dans les locaux abritant les serveurs des bourses (c'est le phénomène de *colocalisation*). En quelques années, cette activité a explosé sur l'ensemble des marchés électroniques : en Europe, elle représente plus du tiers des volumes exécutés sur les marchés d'actions et plus de 80 % des ordres soumis aux plateformes d'exécution.

Un bouleversement du fonctionnement des marchés boursiers

L'apparition de cette nouvelle pratique a profondément bouleversé la physionomie des marchés. Au niveau de la structure globale, tout d'abord, nous avons assisté à une explosion des quantités d'ordres soumis aux bourses : à titre d'illustration, même en se limitant aux instructions transmises au seul marché historique, la volumétrie a été multipliée par presque 5 entre 2007 et 2010 sur le marché des actions françaises, soutenue par l'émergence de nouveaux acteurs qui se sont montrés capables, quelques mois seulement après le lancement de leur activité, de s'accaparer une part prédominante de l'activité.

La force de frappe du HFT réside dans sa capacité à ajuster en permanence et à très grande vitesse sa position dans le carnet d'ordres, en fonction des informations qu'il reçoit des différents lieux de négociation. Ces réajustements permanents et très rapides (notamment dans le cas de stratégies de *market-making*) expliquent pourquoi, en moyenne, 95 % des ordres entrés par un opérateur du HFT sont annulés ou modifiés.

Par ailleurs, les opérateurs des bourses ont adapté leurs règles de fonctionnement de façon à favoriser cette activité d'arbitrage, notamment en réduisant drastiquement le pas de cotation (ou *tick size*), c'est-à-dire le plus petit écart pos-

sible séparant deux prix successifs. Ces mesures ont eu des conséquences allant bien au-delà d'un simple recalibrage des systèmes. En effet, elles ont considérablement réduit la portée de la « priorité temps », c'est-à-dire la priorité qui est accordée aux ordres positionnés préalablement à un même niveau de prix au profit d'une « priorité prix », c'est-à-dire la priorité accordée aux ordres présentés à un meilleur prix, cette dernière étant rendue plus concurrentielle par la multiplication des niveaux de prix possibles. L'incitation à l'affichage des intérêts au sein d'une file d'attente a ainsi été largement remise en cause.

Un impact ambigu sur la liquidité

Le HFT est parfois présenté comme une activité permettant d'accroître la liquidité du marché. Toutefois, l'impact du développement du HFT sur la liquidité des marchés fait l'objet d'ardents débats. Il est d'ailleurs intéressant de constater que ses acteurs concentrent leur activité sur les instruments faisant l'objet des échanges les plus nourris, dont la liquidité est déjà extrêmement élevée.

Si les indicateurs basiques de liquidité affichent sans conteste une amélioration (resserrement des *spreads* et augmentation des volumes disponibles aux meilleures limites), ils constituent des mesures très imparfaites qui ne suffisent pas à établir que la présence de HFT améliorerait ou non l'exécution au profit des investisseurs finaux. À ce jour, les études académiques demeurent partagées quant à un réel effet bénéfique ⁽¹⁾.

Il est en revanche communément admis que le HFT a modifié la nature de la liquidité en lui donnant un caractère instable. Ce phénomène, parfois appelé *ghost liquidity*, s'explique par deux effets concomitants. D'une part, des volumes apparaissant dans plusieurs carnets peuvent représenter un seul et même intérêt, qui semble donc être démultiplié et peut disparaître à la moindre interaction. D'autre part, certains intérêts peuvent être affichés dans le seul but de capter des informations sur les intérêts adverses, afin de permettre aux algorithmes de réagir à la moindre évolution (« liquidité piège »). Cette nouvelle forme de liquidité, qui, en temps normal, réduit la bonne transparence du marché en rendant difficile l'appréciation du prix exécutable d'un bloc (c'est-à-dire le prix auquel l'investisseur peut espérer vendre ou acheter une quantité significative de titres), peut même s'avérer extrêmement néfaste en cas de krach, ces ordres s'évaporant en un millième de seconde et pouvant provoquer de graves ruptures sur le marché.

(1) En identifiant plus rapidement (quasi instantanément) les opportunités d'arbitrage, les traders haute fréquence sont en mesure de réaliser un profit qui se traduirait, symétriquement, par une perte pour l'investisseur, inévitablement plus lent. Dans un article de recherche récent intitulé *Toxic Arbitrage*, Thierry Foucault (professeur à HEC) montre que sur le marché des changes la présence de ces arbitragistes rapides réduirait la liquidité.



Photo © Hiroki Masuike/ THE NEW YORK TIMES-REA

« En identifiant plus rapidement (quasi instantanément) les opportunités d'arbitrage, les traders haute fréquence sont en mesure de réaliser un profit qui se traduirait, symétriquement, par une perte pour l'investisseur, inévitablement plus lent. » L'Attorney général de New York, Eric Schneiderman, annonçant l'ouverture d'une enquête pour fraude contre la plateforme de Barclays, considérant qu'elle favorisait les traders à haute fréquence au détriment d'autres investisseurs, New York, juin 2014.

Une activité porteuse de pathologies

C'est d'ailleurs ce type de phénomène qui, le premier, a mis le HFT sur le devant de la scène médiatique lors du *Flash crash* du 6 mai 2010. Le marché américain des actions avait subi au cours de cette séance un krach boursier effaçant près de 900 milliards de dollars en quelques minutes, avant de procéder rapidement à une correction. Cet incident aurait résulté de la contagion au marché des actions d'une crise de liquidité initialement survenue sur le marché des « E-Minis », un produit dérivé adossé à l'indice S&P500, en raison du passage par un fonds d'investissement d'un ordre de vente relativement important exécuté de manière automatique par un algorithme mal adapté à l'évolution des marchés. Un nombre important d'apporteurs de liquidité, en particulier les HFT, s'étaient alors purement et simplement retirés des marchés. Bien que n'étant pas véritablement à l'origine de l'incident, le HFT a été un facteur aggravant de ce « krach éclair », en facilitant sa contagion par la multiplication des volumes, puis en abandonnant subitement son rôle d'amortisseur par le retrait brutal de la liquidité affichée.

Le HFT génère par ailleurs un risque d'instabilité sur les marchés qui, au-delà d'incidents ponctuels parfois lourds de conséquences pour l'un des acteurs concernés, s'avère

fortement dommageable pour la confiance des investisseurs dans le bon fonctionnement des marchés. Les phénomènes d'instabilité peuvent être d'ordre technique, comme l'ont illustré les difficultés rencontrées par le Nasdaq pour assurer la cotation du titre Facebook le jour de son introduction en bourse, en mai 2012, face à un afflux massif d'ordres ⁽²⁾. Le traitement des volumétries engendrées par l'activité haute fréquence nécessite en effet de la part des opérateurs des bourses des investissements technologiques colossaux, dont les coûts seront finalement supportés par l'ensemble des participants au marché, au bénéfice d'un petit nombre d'entre eux. L'instabilité peut également trouver son origine dans un dysfonctionnement opérationnel des algorithmes (voir à ce propos, notamment, l'erreur de programmation ayant entraîné en août 2012 la faillite de Knight Capital, un

(2) La cotation du titre, qui devait commencer à 11h, avait été retardée d'une demi-heure, l'ordinateur du Nasdaq n'ayant pas été capable de traiter un afflux massif de pré-ordres. Au-delà de ce premier retard, les brokers-dealers n'avaient su qu'à 13h50 si les ordres qu'ils avaient envoyés pendant cette demi-heure avaient été exécutés ou non (et, le cas échéant, à quel niveau de prix). De nombreux brokers-dealers ont déclaré avoir subi de lourdes pertes (estimées entre 100 et 400 millions de dollars) du fait de ce dysfonctionnement.

des plus gros courtiers mondiaux, à l'époque)⁽³⁾. Enfin, les automates de *trading* peuvent, grâce à leur force de frappe, perturber volontairement la cotation de certaines valeurs. Qu'elles soient manipulatoires ou non, ces pratiques peuvent générer des mouvements erratiques et susciter une défiance de la part des investisseurs traditionnels, qui s'interrogent sur la capacité du marché à représenter la réalité de la valeur des entreprises cotées et sur le maintien d'une équité dans l'accès au marché, dans une bourse à deux vitesses.

En fin de compte, le principal risque inhérent aux HFT pourrait être celui d'une fuite des investisseurs traditionnels en dehors des plateformes de négociation, qui ne seraient alors plus en mesure d'assurer leur rôle de formation des prix et d'orientation de l'épargne, ce qui serait dommageable au bon financement des entreprises et, plus généralement, de l'économie.

Quels moyens d'action mobiliser pour maintenir un bon fonctionnement des marchés ?

En raison de ces différents éléments, l'encadrement du HFT représente un enjeu certain pour le bon fonctionnement et la stabilité des marchés financiers, et donc pour leur régulateur (en France, l'Autorité des marchés financiers). L'AMF se garde bien de condamner sans discernement l'accélération des transactions. Néanmoins, il est de son ressort de s'assurer que les évolutions technologiques ne nuisent pas au bon fonctionnement et à l'intégrité des marchés, en limitant les pratiques socialement néfastes et en sanctionnant celles qui présentent un caractère manipulatoire.

Un renforcement nécessaire de l'encadrement réglementaire au niveau européen

Si des initiatives nationales ont pu éclore ces dernières années⁽⁴⁾, c'est seulement au niveau européen qu'une régulation efficace du HFT pourra être mise en place. Les révisions en cours des directives et règlements associés sur les Marchés d'instruments financiers (MiFID/MiFIR) et sur les Abus de marché (MAD/MAR) devraient (à la condition que les standards techniques en cours de préparation déclinent fidèlement leurs ambitions) offrir aux régulateurs les outils qui leur manquaient jusqu'à présent pour pouvoir assurer un encadrement adéquat de cette activité.

Les mesures envisagées sont de trois types : tandis que les nouveaux textes sur les marchés financiers prévoient, d'une part, des dispositions normatives encadrant les acteurs du HFT et, d'autre part, des dispositions techniques visant à en limiter la pratique, le règlement MAR apporte de nouveaux éléments de caractérisation des abus de marché qui devraient faciliter la répression des comportements prédateurs générés par des algorithmes.

La régulation des acteurs (et, en particulier, l'obligation qui leur est faite d'obtenir un agrément et de disposer de systèmes de contrôle de leurs algorithmes de type coupe-circuit) permettra d'imposer un degré d'exigence minimum qui semble absolument nécessaire à la stabilité des marchés compte tenu de la place prépondérante occupée par ces acteurs. En outre, la notification des algorithmes au régulateur (qui est entrée en vigueur au niveau national le 1^{er} janvier 2015) devra permettre de renforcer la capacité du régulateur à connaître l'ensemble des acteurs et des stratégies que ceux-ci mettent en œuvre.

Les mesures techniques constituent, quant à elles, une forme de boîte à outils réglementaire qui permettra, *via* des règles imposées aux infrastructures de marché (tarification, pas de cotation...), de modifier la microstructure de marché et ainsi de mettre fin à la course à la vitesse en limitant sa rentabilité. Si elles sont passées plus inaperçues, ces dispositions seront essentielles pour assurer le maintien d'un équilibre acceptable entre les différentes catégories d'acteurs présents sur le marché.

La nécessité d'un régulateur qui soit également « à la pointe »

Néanmoins, ces mesures ne suffiront pas à effacer le risque d'abus de marché (à basse comme à haute fréquence), et le HFT, dont le contrôle est rendu plus difficile par son extrême rapidité et par la quantité d'opérations générées, restera un enjeu de surveillance majeur pour les régulateurs. L'AMF a depuis plusieurs années adopté une approche plus ambitieuse que l'approche européenne en adaptant son dispositif de surveillance de manière à tenir compte des nouvelles techniques de négociation, en développant des outils et en cultivant des compétences techniques capables de rivaliser avec celles des entités dont elle assure la surveillance. Elle continuera à apporter une attention soutenue à l'analyse des pratiques de HFT tant pour surveiller la qualité de la liquidité que pour identifier les stratégies pouvant présenter un caractère manipulatoire.

(3) L'ouverture du New York Stock Exchange (Nyse), le 1^{er} août, a été perturbée par un dysfonctionnement du modèle de négociation algorithmique de l'intermédiaire Knight Capital. Dans les 45 premières minutes de la séance, les principaux titres du Nyse ont vu leurs volumes d'échange multipliés par 20, leurs prix variant (à la hausse ou à la baisse) de plus de 30 % par rapport à leur cours à l'ouverture de la séance. Le 2 août, Knight Capital a estimé que les pertes engendrées par ce dysfonctionnement s'élevaient à 440 millions de dollars, soit 4 fois son revenu net réalisé en 2011. En conséquence, le cours du titre Knight a chuté de 66 % en deux jours. Ce dysfonctionnement a entraîné la chute de l'entité Knight Capital et son rachat par son concurrent Getco.

(4) En France : la taxe sur les transactions financières (depuis 2012) et les dispositions de la loi de séparation des activités bancaires de juillet 2013. En Allemagne, la loi de 2013 qui exige notamment l'enregistrement des acteurs HFT.

BEUNARDEAU Jean



D.R

Ancien élève de l'École polytechnique, ingénieur en chef des télécommunications et titulaire d'un DEA d'Économie, Jean Beunardeau débute sa carrière au ministère des Finances, exerçant notamment à la direction du Trésor. Il devient Conseiller technique auprès du Premier ministre en 1995. En 1997, il rejoint HSBC France, où il est en charge des activités de Corporate Finance. Nommé Directeur des

Grands Clients en février 2004, il devient Co-Head of Corporate Investment Banking and Markets en mars 2004.

En 2007, il est nommé Directeur de la Banque de financement, d'investissement et de marchés de HSBC France. Le 1er février 2010, il est nommé Directeur général délégué de HSBC France. En novembre 2010, il est nommé Responsable de la Banque de financement et d'investissement pour l'Europe continentale au sein du groupe HSBC.

Il est, depuis le 10 janvier 2012, Directeur général de HSBC France.

BUISSON Françoise



D.R

Diplômée du CESEM (Reims Management School) et titulaire d'un BA (Hons.) en European Business Administration (Middlesex University, Londres), Françoise Buisson a commencé sa carrière en 1986 au Secrétariat général de la Chambre syndicale des agents de change, qui est devenue, en janvier 1988, la Société des Bourses Françaises (aujourd'hui NYSE Euronext). Elle y était en charge de l'actualisation de

la réglementation professionnelle. En 1989, elle rejoint l'Association des professionnels de marché, aujourd'hui l'AMAFI (Association française des marchés financiers), en qualité de Directeur des Affaires internationales et des Questions de déontologie, jusqu'à son recrutement, en novembre 2001, au sein du service des Affaires internationales de la Commission des Opérations de Bourse (aujourd'hui l'Autorité des Marchés financiers), participant notamment à la négociation de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers. Nommée adjointe au Chef du service des Affaires internationales en 2002, elle dirige depuis novembre 2011 la division des Affaires européennes et internationales de l'AMF. Elle représente (en tant que membre suppléant) l'AMF au Board de l'OICV et représente l'AMF au sein d'autres instances européennes ou internationales.

CAILLETEAU Pierre

Pierre Cailleteau est responsable, au plan mondial, de l'activité d'Amundi Asset Management auprès des clients institutionnels (assureurs, fonds de pension, banques centrales, fonds souverains...). Précédemment, il était Managing director chez Lazard au sein du département du Conseil aux souverains. De 2004 à 2010, il a dirigé le groupe Souverain



D.R

de l'agence de notation Moody's. Au sein de ce groupe basé à Londres, il était responsable de la notation des États et des organisations supra-nationales à l'échelle mondiale. Avant 2004, Pierre Cailleteau avait exercé essentiellement des fonctions dans le secteur public national et international. Il a notamment été le conseiller de l'administrateur français auprès du Fonds Monétaire International. Il a par ailleurs créé le service

de Stabilité financière à la Banque de France et a participé, de 1999 à 2002, à la création du Financial Stability Forum (devenu le Board), l'organe de coordination de la régulation financière internationale qui est basé à Bâle. Il a réalisé une partie de ses études à Sciences Po.

DRON Dominique

Dominique Dron est ingénieure générale des Mines et agrégée de Sciences naturelles. Précédemment directrice générale déléguée de l'Ifremer, puis Commissaire générale au Développement durable, elle est aujourd'hui membre du Conseil général de l'Économie (CGEJET) du ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.

EL KAROUI Nicole



D.R

Nicole El Karoui est mathématicienne. Elle est spécialiste des processus aléatoires.

Elle a été Professeur dans différents établissements, dont l'Université de Mans, l'ENS Fontenay, l'Université Pierre et Marie Curie et l'École polytechnique. Ses recherches portent sur les processus stochastiques et les aspects théoriques du contrôle et de l'optimisation stochastiques.

À la fin des années 1980, à la faveur d'un semestre sabbatique, elle découvre l'univers de la banque et l'utilisation des outils du calcul stochastique par les marchés à terme qui viennent d'être créés.

Confronter la théorie et la pratique devient pour elle un vrai challenge, qu'elle relèvera en créant le master Probabilité et Finance, à Paris VI - École polytechnique, lequel a grandement contribué à la renommée internationale des « quants français » dans les salles de marché (*Wall Street Journal*, 2006). Professeur à l'École polytechnique pendant plus de 10 ans, elle y met en place une équipe de recherche en mathématiques financières. Nicole El Karoui est considérée comme l'un des principaux précurseurs du développement international des mathématiques financières et est à l'origine d'une École française de tout premier plan.

Elle contribue activement au rapprochement entre le monde professionnel et le monde académique. Elle a ainsi contribué à la création de la Fondation du Risque et à celle de l'Institut Louis Bachelier, et elle est responsable de la Chaire « Risques financiers » de la Société générale, FdR-Société Générale.

FLICHE Olivier



D.R

Ingénieur général des Mines, Olivier Fliche est ancien élève de l'École polytechnique, diplômé de l'Institut d'Études Politiques de Paris et membre de l'Institut des Actuaire. Entré en 1994 en qualité de commissaire contrôleur à la Commission de contrôle des assurances (CCA), il effectue des missions pour le compte de cette autorité, ainsi que pour l'Inspection générale des Finances et la Cour des comptes. De

2001 à 2003, il est expert national détaché à la Commission européenne, où il participe aux travaux préparatoires de la réforme des règles prudentielles (« Solvabilité 2 »). En 2003, il est nommé chef de brigade à l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM). En mars 2010, il devient Directeur de la 2^{ème} direction du Contrôle des assurances à l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), qui vient d'être créée. En 2012, il rejoint le service en charge du contrôle sur place bancaire. En août 2013, il est nommé Directeur du Contrôle des pratiques commerciales et, en début d'année 2014, devient coordonnateur du pôle commun ACPR-AMF.

GALLÈS Clémentine



D.R

Clémentine Gallès est Responsable des Études macro-sectorielles au département des Études Économiques et Sectorielles de la Société Générale.

Elle a rejoint le groupe Société Générale en 2004, tout d'abord en tant qu'économiste de marchés chez SG CIB, puis en tant que sénior économiste et stratégeste à SG Asset Management. Clémentine Gallès est titulaire d'un doctorat ès Sciences Économiques et d'un Master d'Économie et Finance de l'Université de Toulouse.

GARNIER Olivier



D.R

Olivier Garnier est Chef-économiste et membre du Comité de direction du groupe Société Générale depuis 2010. Avant de rejoindre ce groupe en 1998 pour prendre en charge les activités de gestion d'actifs pour compte de tiers, il a exercé diverses responsabilités au sein du ministère de l'Économie et des Finances ; il a notamment été le Conseiller économique du Directeur du Trésor (1992-1994), puis du Ministre des Finances (1994-1997). Il a aussi été membre de l'équipe des économistes de la Réserve fédérale américaine à Washington DC (1990-1992).

Il est par ailleurs membre du Conseil scientifique de l'Autorité des Marchés Financiers et du Comité de suivi des retraites. Il a été membre du Conseil d'analyse économique auprès du

Premier ministre de 2002 à 2012.

Il est diplômé de l'École polytechnique, de l'E.N.S.A.E et de l'Université Paris-Dauphine.

GIVRY Alexandra

Diplômée de l'École polytechnique et de l'ENSAE, actuaire, Alexandra Givry a débuté sa carrière en 2003 à l'Inspection de la Commission des opérations de bourse (COB). En 2004, elle rejoint l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM) en qualité de Commissaire contrôleur des assurances. Responsable du contrôle permanent d'un portefeuille d'entreprises et de groupes d'assurance, elle participe également aux travaux européens d'élaboration de la directive Solvabilité 2. Elle est ensuite chargée des questions réglementaires en assurance vie. En 2009, Alexandra Givry est recrutée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) afin de développer un pôle technique de surveillance des nouvelles pratiques et des marchés émergents. Depuis 2011, elle dirige la Surveillance des marchés de l'AMF, un département qui est en charge de la détection des abus de marché et de la veille stratégique sur les risques de marché.

JAILLET Pierre



D.R

Titulaire d'un DEA de sciences économiques de l'IEP Grenoble et d'une licence de sociologie, Pierre Jaillat est le Représentant en chef de la Banque de France pour les Amériques depuis septembre 2013 ; il est en poste à New York. Il était auparavant Conseiller spécial auprès du Gouverneur de la Banque de France, après avoir été Directeur général des Études et des Relations internationales de la Banque de France de

2008 à 2012. Pierre Jaillat a occupé plusieurs fonctions dans les domaines de la politique monétaire, de l'intégration européenne et des affaires internationales. Il a été détaché auprès du ministère de l'Économie et des Finances (INSEE), de la Commission européenne (à Bruxelles) et du FMI. Il a représenté la Banque de France dans diverses instances européennes et internationales, notamment dans le cadre de l'Eurosystème et de la BRI, et a participé à de nombreuses réunions du G7 et du G20. Membre du Comité directeur de l'AFSE, de la Société d'économie politique et du Comité de rédaction de la REF, il a enseigné à l'ENSAE et est l'auteur de nombreuses publications traitant de questions économiques et internationales.

JUVIGNY (de) Benoît



D.R

Benoît de Juvigny est diplômé d'HEC et de l'IEP de Paris. À sa sortie de l'ENA en 1984, il est affecté à l'Inspection générale des Finances. Après avoir exercé différentes fonctions au sein du ministère des Finances, il rejoint le groupe Crédit Lyonnais en 1991, où il se voit confier différents postes (à Paris et à Bruxelles) dédiés au Corporate

banking, puis aux fusions-acquisitions.

En 2000, Benoît de Juvigny intègre la Banque Hervet, puis le groupe HSBC-CCF, où il est responsable de la stratégie, avant d'être nommé Administrateur-Directeur de la Banque Dewaay à Bruxelles, une banque privée de gestion d'actifs au sein du groupe HSBC.

En octobre 2004, il rejoint l'Autorité des marchés financiers en tant que Chef du service des Prestataires et des Produits d'épargne. En 2006, il est nommé Secrétaire général adjoint à la direction des Émetteurs, puis, en 2011, il prend en charge les directions des Émetteurs et des Affaires comptables.

Il occupe depuis le 1^{er} décembre 2012 les fonctions de Secrétaire général de l'AMF.

LEMERY Sandrine



D.R

Sandrine Lemery est ingénieur général des Mines. Ancienne élève de l'École polytechnique, elle est diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris et du Centre d'études actuarielles. Entrée en septembre 1992 à la Commission de contrôle des assurances (CCA) comme commissaire-contrôleur en brigade, elle a été détachée d'avril 1993 à avril 1994 à l'Inspection générale des Finances, puis, de septembre 1997 à

juin 2001, à la direction du Trésor en tant qu'adjoint au chef du bureau Assurances de personnes. En juin 2001, elle est nommée Conseillère technique en charge des retraites au cabinet du ministre de l'Emploi et de la Solidarité, Elisabeth Guigou, puis elle est nommée en juin 2002 chef de brigade de contrôle à l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), autorité née de la fusion de la CCA avec la Commission de contrôle des mutuelles et institutions de prévoyance. En avril 2007, elle est nommée Secrétaire générale adjointe de l'ACAM. D'avril 2008 à décembre 2012, elle est Chargée de mission à la Mission de pilotage interministériel du Plan Alzheimer et elle est en parallèle, d'avril 2010 à février 2012, chef du corps de contrôle des Assurances, qui fusionne en mars 2012 avec le corps des Mines. En janvier 2013, elle est nommée chef du service Coordination au Secrétariat général pour la Modernisation de l'Action publique (SGMAP), puis, en septembre 2013, elle devient membre du Conseil général de l'Économie, de l'Industrie, de l'Énergie et des Technologies. En octobre 2013, elle rejoint l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) en qualité de Secrétaire générale adjointe, puis est nommée Première Secrétaire générale adjointe le 2 janvier 2014. Elle est membre du Collège de l'Autorité des normes comptables (ANC), membre du Management Board et du Board of Supervisors de l'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIO-PA) et membre du Comité exécutif de l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS).

LEZON Catherine

Ingénieur général des Mines, Catherine Lezon est détachée auprès de la Banque des Règlements Internationaux depuis 2002, où elle exerce actuellement en qualité de Secrétaire générale adjointe de l'Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance (IAIS), en charge de la production



D.R

de normes pour le contrôle des assurances.

Catherine Lezon est ingénieur diplômé de l'École polytechnique, diplômée de l'Institut d'Études Politiques de Paris (Section Économique et Financière) et actuaire qualifiée et certifiée.

Avant de rejoindre l'IAIS, elle s'est forgé une solide expérience de la régulation et du contrôle de l'assurance entre 1986 et 2001, en exerçant

dans le corps de contrôle des Assurances au sein de la Commission de Contrôle des Assurances (la CCA, qui a été intégrée par la suite au sein de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution - ACPR).

Elle a été également Conseiller technique « Assurance » au Cabinet du ministre de l'Économie et des Finances en 1992 et 1993, puis Directeur technique et gestion du groupe AG2R en 1994 et 1995.

Entre 1991 et 2001, dans le cadre de ses activités à la CCA, elle a été très impliquée dans la coopération internationale relative au contrôle et à la régulation de l'assurance au sein de l'IAIS, de l'Union européenne, de l'OCDE, de la Banque Mondiale et de la CNUCED.

MONTAGNER Patrick



D.R

Adjoint au Secrétaire général de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) depuis mars 2014, Patrick Montagner intervient de façon continue, depuis 2002, dans le secteur de la supervision prudentielle des acteurs financiers. En 2002, il exerce en qualité de Chef de mission dans le secteur du contrôle des banques, puis, en septembre 2008, il est nommé Directeur du département en charge, entre

autres, des grands groupes internationaux (BNP Paribas et Société Générale), des banques étrangères en France et des établissements spécialisés. En avril 2012, il est nommé Directeur d'un département en charge de la supervision d'une partie du secteur des assurances à l'ACPR.

En matière de coopération internationale, il a été membre de 2008 à 2012 du Senior Supervisors Group (élaboration de recommandations à l'attention des groupes bancaires systémiques). Il est depuis 2012 membre du Financial Stability Board (FSB) Supervisory Intensity and Effectiveness Group (lequel publie des recommandations destinées non seulement aux superviseurs des groupes financiers systémiques internationaux, banque et assurance, mais aussi aux groupes eux-mêmes, et ce dans l'optique d'améliorer, d'une part, les pratiques de supervision des premiers et, d'autre part, les conduites des seconds face aux risques). Il est depuis 2014 Chair du FSB Insurance Cross Border Crisis Management group (iCBCM) (lequel est en charge de définir les spécificités du schéma de résolution intéressant les assureurs systémiques).

PROST Jeanne-Marie



D.R

Jeanne-Marie Prost débute sa carrière au ministère de l'Économie et des Finances en 1984. En 1992, elle rejoint le cabinet de Michel Sapin en qualité de conseiller technique avant de revenir, en 1993, à la direction du Trésor en tant que chef du bureau chargé du Marché des changes et de la Balance des paiements.

En 1996, elle rejoint la Présidence de France Télévisions, d'abord comme conseiller pour les affaires

budgétaires et financières, puis comme Directeur financier de la holding.

En 2000, Jeanne-Marie Prost rejoint l'Ambassade de France à Londres, avant d'intégrer en qualité d'associée, en 2001, le groupe Brunswick (groupe international de conseil en communication financière).

De retour en France, elle intègre, en janvier 2009, l'équipe nationale de la Médiation du crédit aux entreprises en qualité de Médiatrice déléguée. Le Président de la République la nomme Médiatrice nationale du crédit par décret du 31 décembre 2012, fonction qu'elle occupe jusqu'au 30 novembre 2014.

REDAELLI Margherita



D.R

Margherita Redaelli est docteur de recherche ès sciences politiques et expert scientifique à l'Université de Pise. Ancienne élève de l'École Normale Supérieure de Pise, elle intervient depuis 2008 dans le domaine de la supervision des CCPs et a travaillé à la mise en œuvre de la législation financière en Europe.

STEINER Rémi

Ancien élève de l'École polytechnique, ingénieur général des Mines et actuaire, Rémi Steiner a fait partie de l'équipe de direction de la banque Hervet de 1990 jusqu'à la fusion de celle-ci avec le CCF en 2008, conduisant à la création de HSBC France.

Membre du Conseil général de l'Économie au ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique, il met son expertise des services financiers au service des missions confiées par le Ministre à cet organisme.

L'article publié dans ce numéro est largement inspiré d'un rapport auquel ont aussi contribué Christophe Attali, Jean Cuegniet et Philippe Schil, également ingénieurs généraux des Mines et membres du Conseil général de l'Économie.

STOFFAËS Christian

Christian Stoffaës est Ingénieur général des Mines honoraire.

VALÉRIAN François



D.R

Polytechnicien, ingénieur en chef des mines et docteur en Histoire, François Valérian est membre du Conseil général de l'Économie au ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique. Il a été précédemment banquier d'affaires et associé du cabinet Accenture. Il est professeur associé de finance au Conservatoire National des Arts et Métiers et est responsable de l'enseignement de supervision financière à MINES ParisTech. Il enseigne aussi à l'Institut d'Études Politiques et à l'Université Paris Dauphine. Il est l'auteur de plusieurs ouvrages traitant de sujets historiques, économiques ou financiers.

Regulating the financial sector

Foreword

Michel Sapin, minister of Finance and Public Accounts

The financial crisis and its lessons for regulatory oversight

Banking crises: An examiner's interventions

Patrick Montagner, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)

There have been several explanations of the causes and origins of the financial crisis that started in the summer of 2007. Readers are invited to review this topic by consulting reports by the Bank of France and French authorities who supervise the banking system. How did an examiner react and analyze the situation "day in, day out"?

Stabilizing the international financial system through regulations: A place for quantitative indicators?

Nicole El Karoui, professor of Applied Mathematics, University Pierre & Marie Curie (Paris VI) & École polytechnique

Quantitative indicators have become increasingly important as the regulation of markets has evolved, in particular since the 2008 crisis. It is tempting to try to measure extreme losses in order to associate them with equity in compliance with a given ratio of solvency. Given the power of current means of calculation, we can, a priori, imagine doing that. But as in bookkeeping, quantitative indicators have to be credible and not very "sensitive" to the model used to make them. Indicators of extreme losses over a year, of the sort VaR at 99,9%, are quite sensitive to the model. They cannot, therefore, play the role of "social" quantification of market risks in the sense of A. Desrosières. This naturally leads us to reconsider the ranking of risks and of risk controls.

Regulating the financial sector is wanting: Rating agencies

Pierre Cailleteau, AMUNDI

Although the regulation of financial rating agencies freed us from frustrations with private parties setting standards, it has not advanced very far toward more important public policy objectives. Owing to regulations, a disparaged oligopoly has taken root. The financial system's lack of biodiversity is much more harmful than the risk of a rating agency hastily downgra-

ding, or belatedly upgrading, the scores it fixes. Possibilities are explored for regulating less but better...

The Fed and ECB at the crossroads

Pierre Jaillet, chief representative of the Bank of France in the Americas

The major developed economies plunged together in 2008. They are emerging from the recession, each in its own time. Paradoxically, the macroeconomic gap between the United States and the eurozone is widening, but the monetary policies of the Federal Reserve and European Central Bank are still similar. At the start of 2015, pressures from different directions are being brought to bear on the two central banks. The Fed is being pressured to gradually bring its benchmark interest rates back to normal, toward a level compatible with a recovering economy that is now deemed robust, whereas the ECB is under pressure to reinforce its actions for stimulating a faltering economy by adopting new measures to ward off risks related to the anticipation of inflation. In the long run however, the central banks will face the same problems.

The impact of regulating banks on the model for financing the economy

Clémentine Gallès, head of Macrosectoral Studies, Société Générale, and Olivier Garnier, chief economist and member of the board at Société Générale

Under pressure from the recession, the financial meltdown, regulatory authorities and investors, banks have been forced to make massive adjustments since 2009. Major changes are occurring in the place and role of brokerage, especially in the eurozone and, above all, in France. They will have consequences for other parties involved in financing the economy. Owing to macroprudential regulatory reforms, the size and structure of banks' financial statements have been significantly modified. This will undeniably affect the risks ultimately borne by households, firms and other middlemen in the financial sector.

The mother of all regulations: The Glass-Steagall Act

Christian Stoffaës, honorary engineer from École des Mines

Six years after the Lehman Brothers crash, analysts' views about the origin of the financial meltdown are converging. New, sophisticated financial instruments served as a cover for speculation. As always, excessive speculation led to the bankruptcy of the most imprudent players, who lacked equity (specifically insufficient debt-to-capital ratios) or senselessly

used leverage, in traders' lingo, to dodge prudential standards. After ten years of unlimited liberalization, banks and financial markets are once again being regulated. A look back at history, to ponder...

Regulatory oversight put to the test of global finance

Regulating finance: Between globalization and fragmentation

François Valérian, head engineer from École des Mines, Conseil Général de l'Économie, and associate professor of Finance at the Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

For two hundred years now, the sphere of finance is more fluid and uniform than that of politics, fragmented as it is by national borders. This difference was acceptable as long as financial crises were regional. As we now know however, a decline in the American real estate market can make Iceland change its constitution and push Greece into bankruptcy. The tension between the globalization of finance and the fragmentation of politics is dangerously augmenting due to the interdependence of financial markets. The 2008-2012 crisis has put the international coordination of public regulatory authorities to the test. The G20's increasing role as a pseudo world government, the nonbinding but highly respected regulations approved by the Basel committee, EU efforts to coordinate budgets and oversight... all this is evidence that the political sphere is being globalized in an effort to cope with the financial sector's systemic risks.

For an ecosystemic regulation of finance?

Dominique Dron, engineer from École des Mines, Conseil Général de l'Économie (Ministry of the Economy, Industry and Digital Technology)

The financial system's resilience has repeatedly - and even more after the subprimes exploded - been a major concern. From 1970 to 2010, the IMF tallied the following crises: 208 related to monetary systems; 145, to banks; and 72, to sovereign debt. Ecosystems - another type of complex systems - have, over a very long period, developed and selected principles of regulation effective enough to resist shock or restore the system afterwards. Observations of this ecosystemic regulation can probably contribute to the current debate about the conditions for resilient financial systems.

International cooperation between financial market regulators

Benoît de Juvigny, secretary general of the Autorité des Marchés Financiers (AMF), and **Françoise Buisson**, director of European and International Affairs, Autorité des Marchés Financiers (AMF)

International cooperation is now essential to regulating finance. Rather than being an end in itself, it is becoming a basic component, like authorization, regulation, supervision, investigation and sanction. The growing internationalization

and interconnection of markets are forcing regulatory authorities to strike a delicate balance between protecting investors and opening the markets under their oversight to parties and products from foreign countries. In this context, international cooperation is both a key to the efficiency of regulations and a factor capable of facilitating cross-border market activities.

Clearing derivatives: Structural and regulatory aspects

Margherita Redaelli, doctor of research in Political Science and scientific expert at the University of Pisa

Given the success during the financial crisis of the risk-control arrangements used by central counterparties, regulatory authorities have assigned the latter roles and risks that have the potential of changing them from what they used to be - in particular in the clearing of privately negotiated derivatives. This trend, along with problems in implementing new regulations and the evolving structure of the market, might implant new risks in the financial system that will necessitate stronger oversight and tighter international coordination.

Should we worry about the Chinese banking sector's prospects?

Jean Beunardeau, CEO, HSBC-France

Given that China direly needs strong, sustained growth for its economic and social development, the Chinese financial system's solidity is a fundamental question. Even if accommodating monetary and fiscal policies do not alter forecasts in the short run, the banking sector must be efficient and robust enough to ensure domestic economic development in the long term. Changes in the Chinese banking system, concern about its current state and its impact on the national economy are analyzed. Shadow banking is brought under discussion along with its quite real risks for the Chinese economy.

How to regulate the insurance industry worldwide?

Catherine Lezon, assistant secretary general, International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

The International Association of Insurance Supervisors (IAIS) regulates the insurance industry worldwide through standards drawn up in three successive phases: the insurance core principles (ICPs); a common framework (ComFrame) for supervising internationally active insurance groups (IAIGs); and specific measures for globally systemically important insurers (G-SIIs). The IAIS has set ambitious objectives, in particular, to draft in three years the first international capital standards (ICS). These risk-based standards will apply to IAIGs and inevitably have a considerable impact. Although the IAIS takes into account what exists on the regional or national levels, its work is not intended to mirror any existing standard. Since each nation-state will have to transpose IAIS standards, the systems now being enforced will have to be adjusted. The IAIS and its members are convinced that this change is in the general interest. But 2016 is not the terminus of IAIS activities in this field. The organization will examine the phases of transposition and transition; and eventually have

to reexamine the construction and calibration of capital standards. As we see, the worldwide regulation of the insurance industry by the IAIS is a long-term project.

Regulation/deregulation: A sectoral focus

Means of payment and daring to change

Rémi Steiner, engineer from École des Mines, Conseil Général de l'Économie (Ministry of the Economy, Industry and Digital Technology)

The facility of using checks and debit cards, access for everyone to debit cards and ATMs, a single price for a consumer good independently of the means of payment... are so many familiar, reassuring aspects of modern life. Underlying them is an abundance of regulations that have, over time, shaped our habits and ways of paying for goods and services. Technological innovations and changing purchasing patterns are powerful factors of change. EU plans for a single market without internal borders aim to do away with national differences in matters related to payment.

Solvency II: On your mark, get set, go!

Sandrine Lemery, assistant secretary general, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)

Solvency II has long been awaited. This EU directive seeks to both harmonize prudential regulations for the insurance sector in Europe and prod organizations into better understanding and assessing their risks. Talks started in 2002. Seven years of bargaining went into the publication of the 2009 framework directive, and as much time will be needed for its (partial) application in 2016. Incorporating thirteen existing directives in a single text, Solvency II introduces regulatory principles for the insurance industry fundamentally different from those set under Solvency I. Calculated on company accounts, capital requirements will, under Solvency II, be evaluated by estimating assets and liabilities at market value. The principle of taking into account the exposure to risk replaces the caps imposed on organizations; and rules of governance will be reinforced to goad firms to adopt adequate risk-management procedures. Insurance groups will be controlled through new regulations based on greater cooperation between the relevant regulatory authorities in EU lands.

Mediation in business credit, a new form of public intervention

Jeanne-Marie Prost, former national mediator of business credit

Given the dangerous risks ensuing from the September 2008 financial meltdown, which menaced the whole economy as banks suddenly stopped making loans to businesses, the French government intervened quickly and massively to shore up the banking system. This bailout entailed increa-

sing the equity capital of banks. The latter were lent 20 billion euros for equity; and the SFEF (Société de Financement de l'Économie Française, set up at the end of 2008) made loans of approximately 80 billion euros to banks. This intervention avoided a panic that would have driven the economy into an even deeper recession. In spite of this bailout, the risks were still high that firms strapped for cash would file for bankruptcy. To intervene faster in support of the production system during this difficult phase, the French president, Nicolas Sarkozy, announced in late October 2008 the appointment of a "mediator of business credit".

Protecting customers: A new issue for the ACPR and regulators

Olivier Fliche, engineer from École des Mines, director in charge of overseeing business practices, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)

Supervising the financial sector's stability means protecting the customers of financial institutions and, more broadly, citizens and their economic environment. Protecting this customer base helps stabilize the financial system by maintaining confidence in it. As the 2007 meltdown has shown, it was no longer possible to control the financial sector while overlooking business practices. Since then, French, European and international frameworks for regulating practices and protecting customers in this sector have been worked out under pressure. Given its experience with supervising banks and insurance companies, the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) is suited to assist the implementation of the new framework in France.

Regulating high-frequency trading: The French approach and difficulties

Alexandra Givry, director of Market Oversight at the Autorité des Marchés Financiers (AMF)

The publication of Michael Lewis's *Flash boys: A Wall Street revolt* on 31 March 2014 was a bomb loaded with accusations that high-frequency traders had rigged the market. Back in 2009, in its preliminary work on modifying the EU directive on markets in financial instruments, the French Autorité des Marchés Financiers (AMF) called for tighter controls over this sort of trading. Since then, high-frequency trading has become a major concern for most market regulatory authorities. While it might be excessive to vilify high-frequency trading, an analysis of its positive and negative effects turns out to be lukewarm. Beyond the risks of instability, the mistrust spawned by this practice is the main tort caused to financial markets, since it strips them of their major function, namely channeling savings and investments. For this reason, the AMF actively seeks to promote efficient regulations at the European level. To identify and avoid excesses, it seeks to foster a degree of competence as sophisticated as that of the players to be overseen.

Issue editors: Rémi Steiner and François Valérian

Finanzmarktregulierung

Vorwort

Michel SAPIN, ministre des Finances et des Comptes publics

Die Finanzkrise und die Lehren für die Finanzmarktregulierung

Bankenkrisen und die Intervention der Finanzaufsicht

Patrick Montagner, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

Zahlreiche Artikel haben bereits versucht, die Ursachen und Wurzeln der Krise zu erklären, die die Finanzwelt seit dem Sommer 2007 erschüttert (Diesbezüglich verweise ich den Leser insbesondere auf die Analysen der Banque de France und des französischen Zentralbankchefs). Der vorliegende Artikel versucht zu verstehen, wie der Zentralbankchef „im Alltag“ auf die Ereignisse reagiert und wie er sie analysiert hat.

Die Stabilisierung des internationalen Finanzsystems durch Regulierung : welche Bedeutung kommt den Kennzahlen zu ?

Nicole El Karoui, Professorin für angewandte Mathematik, Université Pierre et Marie Curie (Paris VI) und École polytechnique

Die Kennzahlen sind im Verlauf der Entwicklung der Marktregulierungen, insbesondere seit der Krise von 2008, immer wichtiger geworden. Tatsächlich ist es verlockend, extreme Verluste zu messen, um ihnen Eigenmittel gegenüberzustellen, die einer gewissen Solvenzkapitalstruktur entsprechen. Die aktuelle Leistungsfähigkeit der Rechenverfahren erlaubt es a priori, diese Möglichkeit in Aussicht zu nehmen. Doch müssen, wie in der Buchführung, die Kennzahlen glaubwürdig sein und eine „geringe Empfindlichkeit“ bezüglich des Modells aufweisen, das dazu benutzt wurde, sie zu konstruieren. Die Kennzahlen für extreme Verluste im Zeitraum eines Jahres, vom Typ Value at Risk zu 99,9 %, sind als Risikomaß „sehr empfindlich“ bezüglich des Modells. Sie können also ihre Rolle als Quantifikation „gesellschaftlicher“ Marktrisiken, wie A. Desrosières sie auffasst, nicht spielen. Dies führt natürlich dazu, dass die Hierarchisierung der Risiken und ihrer Kontrolle neu überdacht werden muss.

Die Unzulänglichkeiten der finanziellen Regulierung : die Problematik der Rating-Agenturen

Pierre Cailleteau, AMUNDI

Die Reglementierung der Ratingagenturen hat uns geholfen, uns von den Frustrationen bezüglich der privaten Agenten von Standardbewertungen zu befreien, hat aber keine beträchtlichen Fortschritte für die wichtigsten Ziele der öffentlichen Politiken erreicht. Tatsächlich führt die Regulierung zur Verwurzelung eines in Verruf stehenden Oligopols. Nun ist jedoch mangelnde Vielfalt im Finanzsystem mit größeren Nachteilen verbunden, als das Risiko, dass eine Agentur übereilt ein schlechtes Rating (oder verspätet ein gutes) erteilt. Dieser Artikel schlägt Reformmöglichkeiten vor, um weniger und besser zu regulieren.

Die Fed und die EZB am Scheideweg

Pierre Jaillet, représentant en chef de la Banque de France aux Amériques

Die großen Volkswirtschaften sind durch die Krise von 2008 alle stark erschüttert worden. Sie gingen zersplittert daraus hervor. Paradoxerweise spiegelt sich die zunehmende makroökonomische Entkoppelung zwischen den USA und der Euro-Zone noch nicht in den Währungspolitiken der Fed und der EZB, die ziemlich gleich geblieben sind. Zu Beginn des Jahres 2015 sind die beiden Zentralbanken jedoch Zwängen unterworfen, die entgegengesetzt sind : die Fed muss einen allmählichen Prozess der Normalisierung ihrer Leitzinsen einleiten, die einem Niveau entsprechen, das mit der wirtschaftlichen Erholung, die nunmehr als robust eingeschätzt wird, besser zu vereinbaren wäre, und die EZB muss ihre Politik durch neue Maßnahmen verstärken, um der schwachen Wiederbelebung stimulierende Impulse zu geben, und um dem Risiko einer inflatonären Entwicklung vorzubeugen. Längerfristig jedoch sind die Zentralbanken mit denselben Herausforderungen konfrontiert.

Die Auswirkung der Bankenregulierung auf das Modell der Finanzierung der Wirtschaft

Clémentine Gallès, Responsable des Études macrosectorielles, Société Générale, und Olivier Garnier, Chefökonom und Mitglied des Comité de direction du groupe Société Générale

Seit 2009 sind die Banken massiv dem mehrfachen Druck

der Wirtschafts- und Finanzkrise, der Regulatoren und der Investoren ausgesetzt. Die Aufgabe und die Rolle der Finanzinstitute befinden sich in einer Phase beträchtlicher Veränderungen, insbesondere in der Euro-Zone, und vor allem in Frankreich. Diese Veränderungen sind jedoch für die anderen Akteure der Finanzierung der Wirtschaft nicht ohne Folgen. Tatsächlich hat diese bedeutende Veränderung des Umfangs und der Struktur der Bankenbilanzen, die durch die neuen Vorsichtsmaßnahmen eingeleitet wurde, nicht zu verleugnende Auswirkungen auf das Risiko, das in fine von den Haushalten, den Unternehmen und den anderen Finanzinstituten getragen wird.

Die Mutter aller Regulierungen : der Glass-Steagall Act

Christian Stoffaës, ingénieur général des Mines honoraire

Sechs Jahre nach dem Zusammenbruch der Lehman Brothers-Bank stimmen die Analysen in der Identifikation der Gründe der Finanzkrise überein. Sie ist auf eine Spekulation zurückzuführen, die zwar aufgrund der Kompliziertheit der neuen Finanzinstrumente im Verborgenen blieb, aber wie alle maßlosen Spekulationen durch die Fehler der unvorsichtigsten Spekulanten ein jähes Ende nahm : eine Spekulation ohne Eigenmittel oder, eigentlich, eine unzureichende Kapitaldeckung bei den Akteuren der Finanzmärkte oder, in der Fachsprache des Finanzsektors, die Umgehung der Aufsichtsstandards durch einen widersinnigen Hebeleffekt.

Da nach zehn Jahren grenzenloser Liberalisierung heute die Neuregulierung der Banken und der Finanzmärkte in Angriff genommen wird, ist ein historischer Rückblick für eine kritische Aufarbeitung hilfreich.

Die Regulierung und die globalen Finanzmärkte

Die Finanzregulierung zwischen Globalisierung und Fragmentation

François Valérian, ingénieur en chef des Mines, Conseil général de l'Économie, professeur associé de finance au Conservatoire national des Arts et Métiers (CNAM)

Seit zweihundert Jahren weist die Finanzwirtschaft eine höhere Fluidität und Kohärenz auf als der politische Raum, der durch die Staatsgrenzen fragmentiert ist. Dieser Kontrast erschien annehmbar, solange die Finanzkrisen vor allem regional waren. Doch wir wissen heute, dass eine Krise auf dem amerikanischen Immobilienmarkt eine Veränderung der isländische Verfassung und eine nahezu generelle Staatspleite in Griechenland herbeiführen kann. Die Interdependenz der Finanzmärkte macht die Spannung zwischen finanzieller Globalisierung und politischer Fragmentation immer gefährlicher. Die Krisen von 2008-2012 haben die internationale Koordinierung der öffentlichen Regulierung der Finanz einer großen Belastungsprobe ausgesetzt. Die Bestätigung der G20-Treffen als Pseudo-Weltregierung, die nicht erzwungen aber respektierten Regularien des Komitees von Basel, die europäischen Bemühungen um die Koordinierung der Haushalte und Aufsichtsnormen sind Beispiele für eine Glo-

balisierung des Politischen angesichts der systemischen Risiken der Finanzwelt.

Für eine ökosystemisch inspirierte Regulierung der Finanzmärkte ?

Dominique Dron, ingénieur général des Mines, Conseil général de l'Économie, ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique

Die Resilienz des Finanzsystems war regelmäßig, insbesondere seit der Subprime-Krise, ein äußerst besorgniserregendes Thema. Von 1970 bis 2010 verzeichnete der IWF 208 Finanzkrisen, 145 Bankenrisiken und 72 Staatsschuldenkrisen. Nun hat ein anderes komplexes System, das der Ökosysteme, langfristige Prinzipien entwickelt und selektioniert, die so effizient sind, dass sie zahlreichen Krisentypen widerstehen (bzw. sich davon erholen) können. Die Beobachtung dieser ökosystemischen Regulierungen könnte die aktuellen Überlegungen über die Resilienzbedingungen der Finanzsysteme bereichern, die hier durch Symmetrie gekennzeichnet, „financystèmes“ genannt werden.

Die internationale Zusammenarbeit zwischen den Regulatoren von Finanzmärkten

Benoît de Juvigny, Secrétaire général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), und **Françoise Buisson**, directrice des Affaires européennes et internationales, Autorité des Marchés Financiers (AMF)

Die internationale Zusammenarbeit ist nunmehr eine wesentliche Voraussetzung der Finanzregulierung. Sie ist kein Selbstzweck : sie fördert die grundlegenden Regulierungsprozesse : die Bevollmächtigung, die Vorschriften, die Aufsicht, die Untersuchung und die Sanktion. Die Globalisierung und die zunehmend zusammengeschalteten Märkte erfordern Regulatoren, die ihre Aufgabe so erfüllen, dass sie darauf achten, eine maßvolle Dosierung zwischen dem Schutz der Investoren und der Öffnung der zu regulierenden Märkte für Akteure und Produkte aus fremden Ländern zu finden. In diesem Zusammenhang ist die internationale Zusammenarbeit gleichzeitig ein Schlüsselfaktor für die Effizienz der Regulierung und eine Bedingung für die Erleichterung der grenzüberschreitenden Marktaktivitäten.

Das Wertpapier-Clearing : strukturelle und regulative Faktoren

Margherita Radaelli, docteur de recherche ès sciences politiques und wissenschaftliche Expertin an der Universität von Pisa

Während der Finanzkrise erwiesen sich die Maßnahmen des Risikomanagements der Zentralen Kontrahenten als ein Erfolg, der die Regulatoren nach der Krise dazu veranlasste, den Letzteren Rollen und Risiken anzuvertrauen, die sie zu wirtschaftlichen Gebilden machen, die sich potentiell von dem unterscheiden, was sie vorher waren, insbesondere hinsichtlich des Clearings von außerbörslich gehandelten Derivaten. Diese Tendenz im Zusammenhang mit den Problematiken der Einführung und Entwicklung der Marktstruktur könnte das Finanzsystem mit neuen Risiken belasten, die einer neuen Aufsicht und einer straffen internationalen Koordinierung bedürfen.

Sind die Perspektiven des chinesischen Bankensektors Anlass zur Sorge ?

Jean Beunardeau, Directeur général, HSBC France

China hat einen vordringlichen Bedarf an einem starken und nachhaltigen Wachstum, um seine wirtschaftliche und soziale Entwicklung zu sichern, was die Solidität des chinesischen Finanzsektors zu einer fundamentalen Frage macht. Selbst wenn seine entgegenkommenden Fiskal- und Geldpolitiken es erlauben, die Prognosen kurzfristig aufrecht zu erhalten, sind die Effizienz und Robustheit des Bankensektors wesentlich für die langfristige binnenwirtschaftliche Entwicklung Chinas. In diesem Artikel analysieren wir die Entwicklung des chinesischen Bankensektors und die Sorgen, die er gegenwärtig auslöst, sowie die Auswirkungen auf die größte asiatische Wirtschaftsmacht. Wir befassen uns außerdem mit den Strukturen des informellen Bankensektors (shadow banking) und den tatsächlichen Risiken, die er für die chinesische Wirtschaft bedeutet.

Welche weltweite Regulierung für die Versicherungsgesellschaften ?

Catherine Lezon, Secrétaire générale adjointe, International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

Die weltweite Regulierung des Versicherungswesens durch die International Association of Insurance Supervisors (IAIS) zielt auf die Schaffung von Normen ab, die auf drei Ebenen wirksam sind : hierzu zählen die wesentlichen Versicherungsprinzipien für die Unternehmen und die Versicherungsgruppen, ein gemeinsamer Kontrollrahmen, der spezifisch für die international tätigen Versicherungsgruppen gilt, und besondere Maßnahmen für die globalen Versicherer, die systemisch wichtig sind.

Die IAIS hat sich ehrgeizige Ziele gesetzt, insbesondere die drei Jahre währende Entwicklung des ersten globalen risikobasierten Insurance Capital Standard (ICS), der für die internationalen Versicherer gelten soll.

Die Normen der IAIS werden zwangsläufig beträchtliche Auswirkungen haben : die IAIS wird das, was auf diesem Gebiet regional oder national gegeben ist, berücksichtigen, aber dieses Vorgehen ist nicht dazu bestimmt, jedwede existierende Norm wiederzuspiegeln. Es setzt notwendigerweise Anpassungen hinsichtlich der bestehenden Systeme voraus, denn die Normen müssen von jedem Staat umgesetzt werden. Die IAIS und ihre Mitglieder sind davon überzeugt, dass diese Veränderung im Interesse der Allgemeinheit sein wird.

Aber die diesbezüglichen Tätigkeiten der IAIS werden 2016 bei weitem nicht abgeschlossen sein. Sie wird sich mit den Etappen der Umsetzung und den Übergangsphasen befassen und auch zu einem vereinbarten Zeitpunkt die Konstruktion und die Norm des International Capital Standard erneut überprüfen. Wie man feststellen kann, ist die weltweite Regulierung des Versicherungssektors durch die IAIS eine langwierige Arbeit.

Regulierung / Deregulierung : einige sektorielle Betrachtungen

Die Zahlungsdienste und die Herausforderung der Veränderung

Rémi Steiner, ingénieur général des Mines, CGE, ministère de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique

Die Leichtigkeit der Benutzung von Scheck und Bankkarte, der Zugang aller Inhaber von Bankkarten zu allen Geldautomaten, die Einheitlichkeit des Preises eines Konsumgutes unabhängig von den Zahlungsmodalitäten ... dies alles gehört zu unserem vertrauten und Sicherheit vermittelnden Orientierungshorizont. Diese Dienstleistungen beruhen auf einer Überfülle von Reglementierungen, die im Laufe der Zeit unsere Sitten und Gebräuche im Zahlungsverkehr geprägt haben. Während schon allein die technologische Innovation und die Entwicklung des Kaufverhaltens sehr wirksame Veränderungsfaktoren sind, besteht das zentrale europäische Projekt eines Binnenmarktes und einer Union ohne Grenzen auch darin, die nationalen Besonderheiten des Zahlungsverkehrs aufzuheben.

Solvency II : auf die Plätze, fertig, los !

Sandrine Lemery, Première secrétaire générale adjointe de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

Solvency II war lange Zeit nur ein Vorhaben, das keine Konturen annehmen wollte. Diese Richtlinie sollte das Aufsichtssystem des Sektors der Versicherungen in Europa harmonisieren und die Akteure dazu ermutigen, ihre Risiken besser zu kennen und einzuschätzen. Die Diskussionen begannen im Jahr 2002. Sieben Jahre Verhandlungen waren jedoch nötig, bevor die Rahmenrichtlinie 2009 veröffentlicht wurde, und ebenso viele, bevor sie (partiell) 2016 zur Anwendung kommt. Obwohl Solvency II in einen einzigen Text 13 existierende Richtlinien aufnimmt, werden in die Reglementierung des Versicherungssektors Prinzipien eingeführt, die sich von denen in Solvency I fundamental unterscheiden : wurden die Anforderungen an die Kapitalstruktur bisher auf der Grundlage der Unternehmensabschlüsse kalkuliert, so wird sie unter Solvency II unter Berücksichtigung des Marktwerts der Aktiva und Passiva bewertet ; das Prinzip der Einschätzung der möglichen Risiken ersetzt die Anlagebegrenzungen, zu denen die Organismen verpflichtet waren, und verstärkte Governance-Regeln sollen die Unternehmen dazu anzuregen, für ein adäquates Risikomanagement zu sorgen. Die Aufsicht über die Versicherungsgruppen stellt ebenfalls ein Kapitel der neuen Regularien dar, die im Rahmen einer verstärkten Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden Anwendung finden, um die Versicherer, die in mehreren Ländern des europäischen Wirtschaftsraums tätig sind, zu kontrollieren.

Die Vermittlung von Unternehmenskrediten, ein Beispiel für eine neue Form staatlicher Intervention

Jeanne-Marie Prost, Ex-Médiatrice nationale du crédit aux entreprises

Angesichts der beträchtlichen Risiken im Zuge der Finanzkrise, September 2008, die die gesamte Wirtschaft durch eine brutale Kreditunfähigkeit der Banken zu destabilisieren drohte, intervenierte der Staat schnell und massiv, um das Bankensystem zu stützen. Diese Unterstützung bestand insbesondere in einer Aufstockung der Eigenmittel (20 Milliarden rückzahlbare Darlehen wurden den Banken zugewiesen) und in einem Darlehen von ungefähr 80 Milliarden, das die Société de financement de l'économie française (SFEF), die 2008 gegründet wurde, den Banken einräumte.

Global gesehen, konnte durch diese Intervention eine größere Bankenkrise vermieden werden, die die Wirtschaft in eine noch tiefere Rezession gestürzt hätte. Doch trotz dieser Maßnahmen zur Stützung des Bankensystems bestand weiterhin das hohe Risiko einer Vielzahl von Unternehmenskonkursen aufgrund brutaler Finanzierungsschwierigkeiten. Um die Industrie in dieser schwierigen Phase schnell zu unterstützen, ernannte der Président de la République, Nicolas Sarkozy, Ende Oktober 2008 einen Médiateur national du crédit aux entreprises.

Der Schutz der Kundschaft : eine neue Aufgabe für die Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und für die Aufsicht über den Finanzsektor

Olivier Fliche, ingénieur général des Mines, directeur du Contrôle des pratiques commerciales, ACPR

Auf die Stabilität des Finanzsektors zu achten, das heißt auch, die Kunden der Finanzinstitute, und noch allgemeiner, die Franzosen und ihr wirtschaftliches Umfeld zu schützen. Der Schutz der Kunden besteht darin, dass man durch die Bewahrung des Vertrauens in das Finanzsystem zur Stabilität des Finanzsystems beiträgt. Die Finanzkrise von 2007 hat gezeigt, dass die Aufsicht über den Finanzsektor nicht mehr von den Handelspraktiken absehen konnte. Seitdem werden verstärkt internationale, europäische und französische Rahmenrichtlinien geschaffen, die diese Praktiken reglementieren, um die Kunden des Finanzsektors zu schützen.

Dank ihrer Erfahrung in der Aufsicht über Banken und Versicherungsgruppen übernimmt die Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution die Aufgabe, die Einführung der Richtlinien in Frankreich zu begleiten.

Die Regulierung des Hochfrequenz-Tradings : ein französischer Gesichtspunkt und die Schwierigkeiten

Alexandra Givry, directrice de la Surveillance des marchés à l'AMF

Das Buch *Flash Boys : A Wall Street Revolt*, das am 31. März 2014 von Michael Lewis veröffentlicht wurde, schlug wie eine Bombe ein, denn es beschuldigte die Hochfrequenz-Trader, den Markt zu manipulieren. Schon 2009 rief die Autorité des marchés financiers (AMF) anlässlich der ersten Vorbereitungen zur Revision der Richtlinie über die Märkte der Finanzinstrumente zu einer Regulierung auf, und inzwischen bereitet das Hochfrequenz-Trading den meisten Marktregulatoren große Sorge.

Es erscheint zwar übertrieben, den Hochfrequenz-Handel zu verteufeln, doch die Analyse der günstigen und verhängnisvollen Auswirkungen dieser Praktik hinterlässt einen sehr gemischten Eindruck. Über die Risiken der Instabilität hinaus ist es vor allem das Phänomen des Misstrauens gegenüber dieser Praktik, das den Finanzmärkten den größten Schaden zufügen könnte, da es sie ihrer ersten Funktion berauben könnte, nämlich der Orientierung des Anlagesparens. Aus diesem Grund setzt sich die Autorité des marchés financiers dafür ein, eine effiziente Regulierung auf europäischer Ebene durchzusetzen und ein Kompetenzniveau zu erreichen, das ebenso hochentwickelt ist, wie das der überwachten Akteure, so dass Fehlentwicklungen identifiziert und vermieden werden können.

Koordinierung der Beiträge von Rémi Steiner und François Valérian

La regulación financiera

Prólogo

Michel Sapin, Ministro francés de finanzas y cuentas públicas

La crisis financiera y sus enseñanzas para la regulación

Crisis bancarias e intervención de un ente supervisor

Patrick Montagner, Autoridad de Control Prudencial y de Resolución (ACPR)

Muchos artículos ya han intentado explicar las causas y raíces de la crisis que ha afectado el mundo financiero desde el verano de 2007 (a este respecto, se invita al lector a consultar los resúmenes del Banco de Francia y el ente supervisor bancario francés). El objetivo de este artículo es tratar de entender cuáles han sido las reacciones y análisis de un ente supervisor en el “día a día”.

Estabilizar el sistema financiero internacional mediante la regulación. ¿Qué papel desempeñan los indicadores cuantitativos?

Nicole El Karoui, Profesora de matemáticas aplicadas, Universidad Pierre et Marie Curie (Paris VI) y École Polytechnique.

Los indicadores cuantitativos se han vuelto cada vez más importantes a medida que la regulación del mercado evoluciona, sobre todo desde la crisis de 2008. De hecho, parece tentador tratar de medir las pérdidas extremas para asociarles un capital en línea con un coeficiente de solvencia. La potencia actual de los medios de cálculo permite hacerlo. Pero, al igual que en la contabilidad, los indicadores cuantitativos deben ser verosímiles y no verse afectados por el modelo utilizado para construirlos. Los indicadores de pérdidas extremas en un año, de tipo VaR al 99,9%, se ven muy afectados por el modelo. Por ello, no pueden desempeñar su papel de cuantificadores “sociales” del riesgo de mercado, en el sentido descrito por A. Desrosières. Esto nos lleva naturalmente a una reflexión sobre la priorización de los riesgos y de su control.

Las deficiencias de la regulación financiera, el caso de las agencias de calificación

Pierre Cailleteau, AMUNDI

La reglamentación de las agencias de calificación nos ha permitido liberarnos de las frustraciones generadas por los agentes privados productores de normas, pero no ha contribuido al progreso de los objetivos más importantes para las políticas públicas. En especial, la regulación legitima un oligopolio no deseado. Ahora bien, la falta de diversidad en el sistema financiero es mucho más perjudicial que el riesgo de que una agencia disminuya apresuradamente (o aumente tardíamente) una calificación financiera. Este artículo propone algunas ideas reformistas para regular menos y mejor.

La FED y el BCE, puntos de encuentro

Pierre Jaillet, representante principal del Banco de Francia en América

Durante la crisis de 2008, las principales economías de los países desarrollados se desplomaron conjuntamente. Poco a poco levantan la cabeza en un orden disperso. Paradójicamente, la división macroeconómica creciente entre los Estados Unidos y la zona Euro no se refleja en las políticas monetarias de la Reserva federal estadounidense (FED) y del Banco Central Europeo (BCE), las cuales siguen siendo bastante similares. No obstante, a comienzos de este año 2015, los dos bancos centrales deben afrontar presiones de sentido contrario: la FED debe iniciar un proceso gradual de normalización de sus tipos directores hacia un nivel que sea más compatible con una recuperación económica considerada como robusta, y el BCE debe fortalecer su acción mediante nuevas medidas encaminadas a estimular una recuperación progresiva y evitar el riesgo de desarraigo de las expectativas de inflación. A pesar de ello, a más largo plazo, los bancos centrales deberán enfrentar los mismos problemas.

El impacto de la reglamentación bancaria en el modelo de financiación de la economía

Clémentine Gallès, Responsable de estudios macrosectoriales, Société Générale y Olivier Garnier, Economista y miembro del Comité de dirección del grupo Société Générale

Desde 2009 los bancos han debido ajustarse masivamente bajo la presión acumulada de la crisis económica y financiera, los entes reguladores y los inversores. El lugar y el papel de la intermediación financiera están en una fase de modificación importante, en particular en la zona Euro, y específicamente en Francia. Estos cambios tendrán consecuencias para los otros actores de la financiación de la economía. En efecto, esta modificación del tamaño y estructura de los balances bancarios, impulsada por los cambios normativos prudenciales, produce efectos tangibles sobre el riesgo que

los hogares, empresas y otros intermediarios financieros deben asumir *in fine*.

La madre de todas las regulaciones, la Glass-Steagall Act

Christian Stoffaës, Ingeniero general de la Escuela de Minas honorario

Seis años después del desplome del banco Lehman Brothers, los análisis coinciden para identificar el origen de la crisis financiera. Una especulación oculta gracias a la sofisticación de los nuevos instrumentos financieros, pero que, como todas las especulaciones excesivas, termina en la caída de los especuladores más imprudentes: la especulación sin fondos propios o, más concretamente, ratios de capital insuficientes entre los actores de los mercados financieros o incluso, en el lenguaje del oficio, la elusión de las normas prudenciales a través de un leverage excesivo.

Ahora que, tras diez años de liberalización sin límite, la re-regulación de los bancos y mercados financieros está en marcha, un análisis histórico contribuye ampliamente a la reflexión.

La regulación frente a las finanzas globales

La regulación financiera entre globalización y fragmentación

François Valérian, Ingeniero jefe de la Escuela de Minas, Consejo general de la economía. Profesor asociado de finanzas en el Conservatorio francés de artes y oficios (CNAM)

Desde hace doscientos años, el espacio financiero es más fluido y coherente que un espacio político fragmentado por las fronteras de los Estados. Este contraste se aceptaba mientras las crisis financieras fueran sobre todo regionales, pero hoy sabemos que un repliegue del mercado inmobiliario estadounidense puede causar un cambio de constitución en Islandia y una quiebra casi general en Grecia. La interdependencia de los mercados financieros hace que cada vez la tensión entre globalización financiera y fragmentación política sea más peligrosa. Las crisis de 2008-2012 han puesto a prueba la coordinación internacional de las regulaciones públicas de las finanzas. La afirmación del G20 como pseudo-gobierno mundial, las regulaciones no restrictivas pero aun así respetadas del Comité de Basilea, los esfuerzos europeos de coordinación de los presupuestos y supervisión adicional son indicadores de la globalización de la política frente a los riesgos sistémicos de las finanzas.

A favor o en contra de una regulación de tipo ecosistémico de las finanzas

Dominique Dron, Ingeniera general de la Escuela de Minas, Consejo general de la economía, Ministerio francés de economía, industria y economía digital

La resistencia del sistema financiero ha sido regularmente, y aún más después de la crisis de *subprimes*, un tema de preo-

cupación. Desde 1970 hasta 2010, el FMI ha contado 208 cracs monetarios, 145 crisis bancarias y 72 crisis de deuda soberana. Sin embargo, otro tipo de sistema complejo, el de los ecosistemas, ha desarrollado y seleccionado, en un tiempo muy largo, principios de regulación bastante eficaces para resistir (o recuperarse) a muchos tipos de crisis. La observación de estas regulaciones ecosistémicas podría enriquecer las consideraciones actuales sobre las condiciones de resistencia de los sistemas financieros, llamados en el artículo, por simetría, "financystèmes".

La cooperación internacional entre reguladores de mercados financieros

Benoît de Juvigny, Secretario general de la Autoridad de Mercados Financieros (AMF) y Françoise Buisson, Directora de asuntos europeos e internacionales, Autoridad de Mercados Financieros (AMF).

La cooperación internacional se ha convertido en un elemento fundamental de la regulación financiera. No es un fin en sí misma, sino que se combina con los componentes básicos de la regulación: autorización, normatividad, supervisión, investigación y sanción. La internacionalización e interconexión creciente de los mercados exigen que los entes reguladores lleven a cabo su misión, velando por mantener un equilibrio delicado entre la protección de los inversores y la apertura de los mercados que regulan a los agentes y productos procedentes de países extranjeros. En este contexto, la cooperación internacional es a la vez un componente clave de la eficiencia de la regulación y un factor que puede facilitar la conducta transfronteriza de las actividades de mercado.

La compensación de los productos derivados, elementos estructurales y reglamentarios

Margherita Redaelli, Doctora en Ciencias Políticas y experta científica de la Universidad de Pisa

El éxito de los dispositivos de control de riesgos por parte de las contrapartes centrales, demostrado durante la crisis financiera, ha llevado a los reguladores de la post-crisis a confiarles funciones y riesgos que hacen de ellas entidades potencialmente diferentes de lo que eran anteriormente, en particular en lo que respecta a la compensación de los derivados negociados en mercados OTC. Esta tendencia, sumada a los problemas de aplicación y a la evolución de la estructura del mercado, puede introducir en el sistema financiero nuevos riesgos que requieren, para su regulación, una mayor vigilancia y una coordinación estrecha a nivel internacional.

¿Debemos preocuparnos por las perspectivas del sector bancario chino?

Jean Beunardeau, Director General, HSBC Francia

La China depende obligatoriamente de un crecimiento fuerte y constante para garantizar su desarrollo económico y social. Por lo tanto, la solidez del sector financiero es un elemento fundamental para este país. Incluso si sus políticas monetaria y fiscal ventajosas le permiten mantener las previsiones a corto plazo, la eficiencia y solidez de su sector bancario son importantes para garantizar su desarrollo económico interno

a largo plazo. En este artículo, se analiza la evolución del sector bancario chino y las inquietudes que rodean su desarrollo actual, así como su repercusión en la economía de la mayor potencia asiática. Se exploran también los límites del sector bancario informal (shadow banking) y los riesgos reales que éste hace pesar sobre la economía de China.

¿Cuál debería ser la regulación mundial para los seguros?

Catherine Lezon, Secretaria General adjunta, International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

La regulación mundial de los seguros por parte de la International Association of Insurance Supervisors (Asociación Internacional de Supervisores de Seguros - IAIS) se ejerce a través de la producción de normas en tres niveles sucesivos: los principios fundamentales de los seguros (ICPs) para las empresas y para los grupos de seguros, un Marco común de control (ComFrame) específico a los grupos de seguros activos en el mercado internacional (IAIGs) y medidas específicas para los aseguradores importantes para el sistema a escala mundial (G-SIIs).

La IAIS se ha fijado objetivos ambiciosos, incluido el desarrollo en tres años de la primera norma en capital ICS mundial basada en el riesgo, aplicable a los IAIGs.

Las normas de la IAIS tendrán necesariamente un impacto considerable: la IAIS tendrá en cuenta lo que existe en la materia en el ámbito regional o nacional, pero este trabajo no tiene por objetivo ser el espejo de cualquier norma existente. Todo esto requiere necesariamente ajustes respecto a los sistemas vigentes, ya que las normas deberán ser adoptadas por cada Estado. La IAIS y sus miembros están convencidos de que este cambio será benéfico para todos.

Pero 2016 no marcará el final de las actividades de la IAIS en la materia. La IAIS considerará las etapas de transposición y las fases de transición y deberá también revisar, cuando llegue el momento, la elaboración y calibración de la norma de capital. La regulación mundial de seguros por parte de la IAIS es un trabajo a largo plazo.

Regulación/Desregulación, algunas perspectivas del sector

Los servicios de pago frente al desafío del cambio

Rémi Steiner, Ingeniero general de la Escuela de minas, CGE, Ministerio francés de economía, industria y economía digital

La facilidad de uso del cheque y la tarjeta de crédito, el acceso de los usuarios de tarjetas a los cajeros automáticos, la unicidad del precio de un bien de consumo, sin importar la forma de pago, etc. forman parte de nuestros puntos de referencia familiares y reconfortantes. Estos puntos de referencia se basan en una normativa que ha formado, a medida del tiempo, nuestras costumbres en materia de pago. Sin embargo, aunque la innovación tecnológica y la evolución de los itinerarios de compra son poderosos factores de cambio, la

desaparición de las especificidades nacionales en materia de pago es el núcleo del proyecto europeo de un mercado único y de una Unión sin fronteras interiores.

Solvencia II, en sus marcas, listos...

Sandrine Lemery, Primera Secretaria General adjunta de la Autoridad de control prudencial y de resolución (ACPR)

Durante mucho tiempo Solvencia II parecía una ilusión. Esta Directiva tiene por objetivo armonizar la regulación prudencial del sector de los seguros en Europa y alentar los organismos a conocer y evaluar mejor sus riesgos. Los debates se han iniciado en 2002. Se han requerido siete años de negociación para la publicación de la Directiva marco en 2009, y se requerirán otros siete años más antes de que se pueda aplicar (parcialmente) en 2016. El problema es que Solvencia II, aunque recopile en un texto único trece directivas existentes, introduce en la reglamentación de los seguros principios fundamentalmente diferentes de los de Solvencia I: los requisitos de capital, hasta la fecha calculados sobre las cuentas sociales, se estiman en Solvencia II en función de un activo y pasivo estimados al valor de mercado; el principio de la consideración de la exposición a riesgos reemplaza los límites de inversión impuestos a los organismos y las normas de gestión se refuerzan para obligar a las empresas a dotarse de una gestión de riesgos adecuada. El control de los grupos de seguro es también un componente de la nueva normativa sobre la base de una mayor cooperación entre las autoridades de control de los grupos implantados en varios países del Espacio Económico Europeo.

La mediación del crédito a las empresas, un ejemplo de una nueva forma de intervención pública

Jeanne-Marie Prost, ex-Mediadora nacional del crédito a las empresas

Frente a los riesgos considerables de la crisis financiera de septiembre de 2008 que amenazaban con desestabilizar la economía con una interrupción brusca de la financiación bancaria de las empresas, el Estado ha actuado de forma rápida y masiva para apoyar el sistema bancario. Este apoyo se ha brindado en forma de un refuerzo de los fondos propios de los bancos (20.000 millones de euros de préstamos en fondos propios reembolsables han sido otorgados a los bancos) y de unos 80.000 millones de euros de préstamos otorgados a los bancos por la Sociedad de financiación de la economía francesa (SFEF), creada a finales de 2008.

De forma global, esta intervención ha permitido evitar una grave crisis bancaria que habría sumido la economía francesa en una recesión aún más profunda. Sin embargo, pese a estas acciones de apoyo al sistema bancario, el riesgo de que se multipliquen las quiebras de empresas confrontadas a una brusca caída de su financiación seguía siendo elevado. Con el fin de actuar rápidamente para apoyar el sistema productivo en esta difícil etapa, el Presidente de la República, el Sr. Nicolas Sarkozy, ha anunciado, a finales de octubre de 2008, el nombramiento de un mediador nacional del crédito a las empresas.

La protection de la clientèle, un nouveau défi para la ACPR y el control del sector financiero

Olivier Fliche, Ingeniero general de la Escuela de Minas, Director de control de las prácticas comerciales, APCR

Garantizar la estabilidad del sector financiero es proteger a los clientes de las instituciones financieras y, de forma general, a los ciudadanos y su entorno económico. Proteger a los clientes de las instituciones financieras, manteniendo la confianza en el sistema financiero, es contribuir a la estabilidad de éste. La crisis financiera de 2007 ha demostrado que el control del sector financiero no podía hacer abstracción de las prácticas comerciales. Desde entonces, el marco internacional, europeo y francés destinado a regular estas prácticas y a proteger a los clientes del sector financiero se construye a marchas forzadas. Gracias a su experiencia de control de los bancos y seguros, la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución (ACPR) tiene por objeto acompañar la puesta en marcha de este tipo de control en Francia.

La regulación del Trading de alta frecuencia, enfoque francés y dificultades

Alexandra Givry, Directora de vigilancia de los mercados de la Autoridad francesa de Mercados Financieros (AMF)

El libro *Flash Boys: A Wall Street Revolt* publicado por Michael Lewis, el 31 de marzo de 2014, ha provocado el efecto de una bomba, al acusar a los traders de alta frecuencia de manipular el mercado. Desde 2009, la Autoridad (francesa) de los Mercados Financieros (AMF) proponía regular este tipo de trading en los primeros trabajos preparatorios de la revisión de la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros. El trading de alta frecuencia (HFT) representa ahora un motivo de grave preocupación para la mayoría de los reguladores del mercado.

Si bien parece excesivo propagar infundios contra el HFT, el análisis de las repercusiones positivas y negativas de esta práctica no es nada consensual. Más allá de los riesgos de inestabilidad, el fenómeno de desconfianza generado por esta práctica podría causar mucho daño a los mercados financieros al hacerles perder su función primordial, la orientación del ahorro. Por ello, la AMF trabaja arduamente para garantizar una regulación eficaz a nivel europeo y mantener un nivel de cualificación tan sofisticado como el de los actores vigilados, con el fin de identificar y evitar las desviaciones.

Este dossier ha sido coordinado por Rémi Steiner y François Valérian



RÉALITÉS INDUSTRIELLES

ISSN : ?????????
Série trimestrielle •

Rédaction

Conseil général de l'Economie, de l'Industrie, de l'Energie et des Technologies, Ministère de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique
120, rue de Bercy - Télédéc 797 - 75572 Paris Cedex 12
Tél : 01 53 18 52 68
<http://www.anales.org>

Pierre Couveinhes
Rédacteur en chef

Gérard Comby
Secrétaire général

Martine Huet
Assistante de la rédaction

Marcel Charbonnier
Correcteur

Myriam Michaux
Webmestre

iconographie
Christine de Coninck

Membres du Comité de Rédaction

Grégoire Postel-Vinay
président du Comité de rédaction

Serge Catoire
Pierre Couveinhes
Jean-Pierre Dardayrol
Françoise Roure
Bruno Sauvalle
Rémi Steiner
Christian Stoffaes
Claude Trink

Photo de couverture :
Chute du Nikkei, bourse de Tokyo, 23 mai 2013.
Photo © Jana Press/ ZUMA-REA

Abonnements et ventes
COM & COM
Bâtiment Copernic - 20 Avenue Edouard Herriot
92350 LE PLESSIS ROBINSON
Alain Bruel
Tél. : 01 40 94 22 22 - Fax : 01 40 94 22 32
a.bruel@cometcom.fr

Mise en page : Nadine Namer
Impression : Printcorp

Editeur Délégué :
FFE - 15 rue des Sablons 75116 - www.ffe.fr
Fabrication : Charlotte Crestani : charlotte.crestani@ffe.fr
01 53 36 20 46

Régie publicitaire : Belvédère Com