

La prévention du risque systémique

Par Jean-François LEPETIT

Président du Comité de contrôle interne des risques et de la conformité, BNP-Paribas

La crise de 2008/2011 a permis de justifier et de mettre en œuvre une régulation de l'intermédiation bancaire de crédit qui écarte au maximum la probabilité d'une crise systémique ayant cette origine. C'est un heureux résultat. Mais cette sanctuarisation de la fonction bancaire a eu pour conséquence de développer le rôle de l'intermédiation de marché dans des conditions qui rendent ce mode d'intermédiation de crédit encore plus systémique...

En un mot, la crise de 2008 est une crise systémique de marchés dont les banques n'auraient jamais dû être les acteurs si elles avaient été bien régulées. La crise des *subprimes* aurait été toutefois une crise systémique due aux vulnérabilités de l'intermédiation de marchés. Le monde de la finance, l'Union européenne en particulier, influencé par le modèle américain, a pourtant décidé de faire évoluer son modèle d'intermédiation du crédit dans une direction plus systémique qu'avant la crise, celle des marchés.

Inondés de capitaux par la politique des banques centrales, les marchés de dette subiront inévitablement une nouvelle crise systémique qui amènera les pays occidentaux à réguler l'ensemble de la sphère financière – ce qu'ils auraient déjà dû faire... – ou à la nationaliser.

Le risque et la crise systémiques

Le risque systémique est un risque de dégradation brutale de la stabilité financière provoquée par une rupture fatale dans le fonctionnement des services financiers et ayant des répercussions dans l'économie réelle : il crée les conditions d'une crise systémique. Le risque systémique est lui-même le résultat d'une accumulation de risques qui ne sont pas correctement pris en compte par les dispositifs de gestion des risques, de régulation et de contrôle existants au sein du secteur financier⁽¹⁾. La dynamique de la crise systémique résulte des interconnexions entre acteurs financiers dont les défaillances s'enchaînent.

Champ d'action de la prévention des risques systémiques

Ces définitions déterminent un vaste champ d'action de la prévention des risques systémiques. Le nombre des facteurs de risque auxquels peut être associé l'adjectif systémique est considérable ! Et le risque non identifié n'est pas le moindre.

En premier lieu, ces définitions mettent en évidence la nécessaire complémentarité du couple « micro-macro », tant sur le plan de la régulation prudentielle – les acteurs individuellement régulés – que sur celui de la cartographie d'ensemble des risques de la sphère financière et de leur suivi – les interconnexions entre acteurs et entre marchés. La même importance doit être accordée à la diversité des acteurs potentiellement systémiques. Au-delà d'une

fonction bancaire sur-identifiée à la crise de 2008 (SIFI), l'expérience ou la recherche montrent le rôle systémique d'autres intervenants financiers : les Money Market Funds US (3Tr), les assureurs du type AIG ou autres réhausseurs de crédits (MBIA, Ambac, FSA de Dexia...), les agences intermédiaires américaines de crédits hypothécaires telles que Freddie Mac et Fannie Mae, les chambres de compensation anciennes et nouvelles (CCP de dérivés, entonnoirs et pyramides inversées de risques), les agences de notation (en conflit d'intérêts et défaillantes) et les normes comptables IFRS (par nature pro-cycliques, et ayant permis la déconsolidation des véhicules de titrisation). Le champ de la prévention inclut en outre les instruments de mesure des risques (les modèles et leurs VAR, stressées ou non, et autres *expected shortfalls*). Il convient aussi de mentionner que le risque systémique est intrinsèquement lié aux comportements des acteurs (modes, irrationalité, aléa moral, emballements, de type *bitcoins*), démontrant, s'il en était besoin, l'inefficience des marchés... et donc leur caractère systémique ! Ajoutons les effets multiplicateurs des innovations quasi gratuites du monde des dérivés, ainsi que le danger systémique que représentent les masses de transactions générées par les logiciels informatiques des *High Frequency Traders*. Enfin, citons les *bonus* des *traders*, les dotations d'options gratuites qui

(1) Définitions reprises du Rapport sur le risque systémique, Jean-François LEPETIT, MINEFI (2010), La Documentation Française, avril.

sont de véritables pousse-au-crime en matière de risque systémique.

La prévention du risque systémique se justifie par l'existence des externalités négatives de la sphère financière sur la sphère économique réelle. Certes, mais l'inverse est encore plus vrai. Les politiques monétaires et budgétaires sont des facteurs systémiques extérieurs à la sphère financière : les premières fournissent à bas prix les capitaux qui permettent aux acteurs d'accumuler des dettes et des risques et les secondes constituent les masses d'instruments de dettes souveraines dont la liquidité très aléatoire est un souci macroprudentiel majeur. Plus que jamais les banques centrales financent la dette de leurs propres États, une dette gravement vulnérable à un retour de l'inflation et à une hausse des taux d'intérêt.

Toutes ces conditions de la *causa proxima* de la crise de 2008-2011 sont encore réunies aujourd'hui... En pire ! Hors champ de la prévention de régulateurs, ces politiques produiront les mêmes effets.

Prévention, que faut-il entendre par là ?

Faute de verbe spécifiquement associé à ce mot, on peut rapprocher celui-ci des verbes : prévoir, prévenir, éviter, limiter, accompagner.

Soyons clairs : on ne prévoit pas la crise systémique elle-même. Elle est identifiée après coup – et coût ! Elle est toujours surprenante, imparable, sinon l'on aurait pu l'éviter. Sur ce plan, la survenance de la crise systémique est assimilable au risque extrême des modèles, au-delà de tout *stress test*. Le *Black Swan* (théorie du Cygne noir) de Nassim Taleb⁽²⁾ : un événement imprévisible dont la probabilité est très faible, mais dont les conséquences seraient par définition incommensurables et, logiquement, systémiques. Comme toutes les catastrophes, la crise systémique n'a pas de cause unique, elle est due à une conjonction diabolique de facteurs, à des corrélations inattendues, à des interconnexions fatales, à des changements brutaux et collectifs d'opinions, à des paniques spontanées. D'où notre incapacité à la prévoir.

Dans ces conditions, faute de pouvoir les prévoir, on tente de limiter ces risques systémiques accumulés, individuellement ou collectivement, par les acteurs. Et l'on se prépare à gérer une crise, au niveau individuel pour éviter la contagion, ou au niveau collectif lorsqu'elle est généralisée. L'ACP, l'Autorité de Contrôle prudentiel, a ajouté à son nom le R, de « résolution » !

La prévention après la crise de 2008-2011

Si l'on a pu dire, à juste titre, que la crise de 2008-2011 était une crise due à une insuffisance de la régulation financière, on doit constater que les leçons en ont été tirées. Nous ne reprendrons pas ici toutes les initiatives prises dans ce domaine, ayant fait le choix de nous limiter aux problèmes résiduels de la prévention. Mentionnons néanmoins que le *never again* du G20 a porté ses fruits. Les – grands⁽³⁾ – systèmes bancaires disposent au-



Photo © PLANET Pix/ZUMA-REA

Nassim Taleb, auteur du livre *The Black Swan*, lors d'une conférence à New York, à l'automne 2017.

« Nassim Taleb, ancien trader d'options de change de la Banque Indosuez NY, est aujourd'hui le chercheur et l'écrivain le plus respecté en matière de risques de marché. »

jour d'hui de fonds propres et d'un potentiel de liquidités d'un niveau considérable, qui, dans le *test case* de 2008, auraient mis toutes les grandes banques à l'abri. Au cas où cette auto-assurance se révélerait insuffisante, des mécanismes organisés par les autorités locales de *recovery and resolution*, mettant en œuvre le *bail in* d'autres créanciers, devraient permettre de gérer en bon ordre le rétablissement d'une banque en difficulté (ou, dans le cas contraire, sa liquidation), sans mobilisation de fonds publics (CQFD). L'ampleur de ces réformes est telle que certains s'interrogent sur le fait de savoir si le balancier réglementaire n'est pas allé trop loin dans la correction de ses insuffisances.

(2) Nassim Taleb a été l'un des traders de la Banque Indosuez NY, et a figuré dans l'équipe ayant créé les options de change. Il est devenu le chercheur et l'écrivain le plus respecté en matière de risques de marché.

(3) On ne peut exclure l'hypothèse qu'une crise systémique surgisse de « petits » établissements bancaires ou non bancaires non repérés comme systémiques ; Northern Rock l'a déjà prouvé.

Cet aspect micro a été très heureusement complété par la mise en œuvre d'une politique de régulation macroprudentielle, sous l'égide d'organisations nationales et internationales (des Conseils du risque systémique réunissant tous les régulateurs financiers concernés) en charge de la surveillance et de la gestion des risques systémiques de la sphère financière dans son ensemble. Cette dimension de la régulation était inexistante avant 2008.

Avons-nous ainsi réussi à prévenir toutes les crises systémiques sous toutes leurs formes ?

Les limites de la prévention

Dans la mesure où la prévention est organisée par la régulation, on constate d'évidence que le secteur non réglementé de la sphère financière n'est pas directement couvert par des mesures anti-crise. *Grosso modo*, ces secteurs recouvrent la distinction entre le champ de l'intermédiation bancaire et celui de l'intermédiation de marchés. Certes, la réglementation existe dans les professions de marchés, mais elle se focalise sur la protection de l'investisseur et non sur le côté « prudentiel » du marché et de ses acteurs. L'éventualité de pertes, même systémiques, est en principe laissée à la charge des investisseurs qui sont supposés être responsables et bien informés. *Caveat emptor* !

Les médias insistent sur le fait que les États ont sauvé les systèmes bancaires et le fameux communiqué du G20 se concentre sur les conséquences de ce sauvetage...

La pratique de la crise 2008, on l'a dit, contredit complètement cette vision simpliste d'États devant sauver exclusivement leurs systèmes bancaires. Les plus grands sauvetages furent réalisés pour porter secours aux investisseurs et non aux banques. Que je sache, AIG n'était pas une banque, les trois trillions de Money Market Funds garantis par le Trésor dépassent tous les fonds mobilisés pour assurer le sauvetage des banques, le secours apporté aux institutions américaines de refinancement hypothécaire – Freddie Mac, Fannie Mae... – était comparable à celui apporté au système bancaire américain. En France, l'ardeur des régulateurs et des politiques pour inciter les banques à assurer la liquidité des fonds qu'elles géraient pour le compte de tiers laisse rêveur sur l'efficacité du *caveat emptor* !

La problématique de l'intermédiation de marché est d'autant plus préoccupante sur le plan systémique que l'efficacité évidente des nouvelles mesures de la régulation bancaire a et va plus encore demain provoquer une importance relative de cette intermédiation. Cette intermédiation réalisée par les acteurs du *shadow banking*. Les régulateurs s'en préoccupent. Mais la connaît-on vraiment et peut-on agir quand on ne régule pas ?



Photo © Najlah FEANNY/REA

Vente aux enchères de maisons saisies dans le Comté de Monroe (Monroe County), l'un des 62 comtés de l'État de New-York, avril 2009.

« Comme toutes les catastrophes, la crise systémique n'a pas de cause unique, elle est due à une conjonction diabolique de facteurs, à des corrélations inattendues, à des interconnexions fatales, à des changements brutaux et collectifs d'opinions, à des paniques spontanées. »

The case against market intermediation

Les avantages de l'intermédiation de marché tiennent à sa liberté d'action et à sa quasi-absence de régulation. Ses inconvénients aussi.

Quand les banquiers font du crédit, outre l'expérience de la pratique de leur métier, leur efficacité repose sur la bonne connaissance de leurs clients, constituée d'informations privilégiées, d'années de contacts, de la diversité des concours qu'ils leur ont apportés. En cas de problème, le ou les banquiers du tour de table ont comme première réaction de chercher des solutions. Les *credit scoring* et les fonds propres associés au portefeuille de crédits permettent aux managers comme aux régulateurs d'avoir une vue détaillée du risque micro, laquelle, par regroupement de toutes les banques, permet d'avoir une vue macro.

Cette intermédiation bancaire, bien gérée et bien régulée, est peu systémique. Pour preuve, les grandes banques commerciales françaises (BNP-Paribas, Société Générale, Crédit Agricole) qui ont fait de la banque universelle leur métier ont passé la crise sans connaître les difficultés rencontrées par leurs consœurs européennes. En revanche, toutes les banques, commerciales ou non, qui ont voulu faire de l'*investment banking* mal régulé, en accumulant des instruments de dette de marché dans leurs portefeuilles de *trading* ou dans leurs véhicules *ad hoc*, ont provoqué et alimenté la crise systémique. Si la régulation avait été adéquate, la crise bancaire n'aurait pas eu lieu.

...Mais la crise systémique de marché, oui !

L'intermédiation de marché donne liberté aux acteurs de créer des instruments financiers et de les « packager » pour les vendre à des investisseurs. En réalité, ces instruments ne sont pas directement vendus à des investisseurs finaux, mais à des acteurs qui agissent pour leur compte, *via* des véhicules – des fonds – ou directement pour les sociétés de gestion. L'essentiel est de rappeler que l'intermédiation de marché repose ainsi sur des agents. À la différence du banquier responsable de son bilan, le gestionnaire n'a pas de responsabilité directe sur les résultats de sa gestion. Moins que quiconque, car, comme le souligne Nassim Taleb que nous avons déjà cité⁽⁴⁾, « *he never pays for the risk he takes* ». Le gestionnaire est surtout concerné par sa performance relative et non par sa performance absolue, et sa tentation est grande de « faire comme tout le monde » – expression systémique s'il en est ! La gestion passive, « benchmarkée » ou indicielle fait le lit de la volatilité marginale actionnée par les *hedge funds*, les *High Frequency Traders* et la spéculation concentrée sur le *trend following*. Trois acteurs qui, dans la crise 2008, ont prouvé que s'ils n'étaient peut-être pas des générateurs systémiques, ils étaient certainement des propagateurs et des accélérateurs de la crise.

En outre, l'efficacité du gestionnaire ne peut se comparer à celle du banquier. En effet, le premier ne peut se prévaloir de décennies de pratique du métier de crédit, ne dispose pas d'informations privilégiées, car elles lui

sont interdites. La recherche et l'analyse interne de crédit sont trop coûteuses pour un gestionnaire ; il doit faire confiance aux agences de notation et aux bruits du marché. Pas de relation commerciale avec le débiteur. En cas de problème, l'important n'est pas de le sauver, mais de se sauver, d'être le premier à se défaire de sa créance sur un marché – attitude systémique s'il en est !

Encore faut-il dans ce cas que les instruments soient liquides. Pour une fois, la comptabilité IFRS nous aide : dans un portefeuille de *trading*, les instruments sont classés en trois niveaux, selon leur degré de liquidité sur leur marché. Le niveau 1 ne concerne que les instruments qui disposent d'un marché actif. Ne rentrons pas ici dans les détails, constatons seulement – avec inquiétude – que le niveau 1 ne représente que 10 à 15 % de tous les portefeuilles d'instruments financiers du marché.

Post-crise 2008, le secteur bancaire est sans doute sanctuarisé. Mais le triomphe de l'intermédiation de marché, peu ou pas régulée, insuffisamment cartographiée pour en permettre la macrosurveillance, animée par des *shadow bankers* qui n'en ont que le nom, permet d'affirmer que la sphère financière est restée systémique, pour ne pas dire plus. La crise est venue des États-Unis, et nous importons son modèle. Et le Président Trump promet de libérer ses banques du carcan Dodd-Frank, pour leur permettre ainsi qu'aux marchés de faire encore plus de crédit. *God forbid* !

Le cas général de la mesure des risques de marché

Nous avons dit que le risque de crise systémique est assimilable au risque extrême, tel que les modèles statistiques et mathématiques s'efforcent de le calculer. Au-delà des méthodes de calcul, dont on connaît les limites mathématiques, VAR, *Stressed VAR*, *Expected Shortfall*, etc. L'impossibilité de chiffrer la probabilité et la magnitude du risque extrême est l'essence même du systémique. Cette impossibilité tient au fait que les seules statistiques disponibles sont celles qui se rapportent au passé, elles n'engagent donc en rien l'avenir. La magnitude de la concrétisation des risques est à la mesure de la sphère financière, qui est elle-même hypertrophiée.

Dans ces conditions, il est illusoire de vouloir s'auto-assurer à l'avance contre les conséquences d'une crise systémique. La prime couvrant les pertes potentielles serait d'un montant trop élevé au regard d'une probabilité trop faible. Aucune réglementation de fonds propres, de *bail in* ou de liquidité n'y suffirait, *a fortiori* inconcevable dans le cas du *shadow banking* non réglementé. En cas de crise, il appartient donc à l'État d'intervenir, en tant que responsable en dernier ressort de la solvabilité de tous les grands acteurs financiers. La Banque centrale, l'apporteur de liquidités en dernier ressort, devra assurer la liquidité nécessaire au marché et à ses acteurs. Toutes les Banques centrales savent le faire... elles le font déjà.

(4) Skin in the game, *Random House*.

Sur la réduction du risque extrême, nous avons présenté l'essentiel de la réglementation. Reste à évoquer ici la mesure du risque « normal », les quelque 99 % probables et mesurés par tous les modèles universellement utilisés pour encadrer les limites de positions des *traders*, les risques de contrepartie ou les risques des chambres de compensation.

Le principal problème de la mesure est que nous ne disposons de statistiques de prix que sur des instruments traités sur des marchés actifs. Ils représentent la part minoritaire des instruments du marché, au mieux 15 à 20 %. Que valent les hypothèses de prix utilisées pour les autres instruments, la grande majorité ? Un second problème est que les meilleures statistiques portent sur des prix relevés dans le passé. Conduit-on une voiture en regardant dans le rétroviseur ?

Les modèles sont rassurants, car leur logique est mathématique ; ils sont donc incontournables, mais ils sont peu fiables. Quant au risque extrême, il est comme celui de la mort pour l'homme : l'homme ne vit pas en anticipant sa mort.

La bonne prévention : une régulation universelle de la sphère financière

S'il y a deux formes d'intermédiation financière, dont l'une, bancaire, est peu ou pas du tout systémique parce que bien régulée, la tentation est donc grande d'affirmer que l'intermédiation de marché devrait être régulée dans les mêmes conditions, en poursuivant la même finalité prudentielle. Constater que le gestionnaire de fonds, l'agent des marchés, est un banquier peu informé, voire incompetent, exige une réaction autre que celle de dire, simplement, « adviene que pourra ».

Dans le rapport précité, sur le risque systémique, que j'avais rédigé à l'attention de Christine Lagarde, j'avais évoqué l'amorce d'une solution. Le constat que j'avais fait à l'époque – lequel est d'ailleurs toujours d'actualité – était que l'immense majorité des instruments de dette publique et privée des marchés financiers ne disposaient pas d'un marché actif, et, à ce titre, étaient potentielle-

ment systémiques. J'avais fait donc appel à Arthur Pigou. Faute de réglementation prudentielle permettant d'encadrer les investissements des métiers de gestion, j'ai alors proposé de créer une taxe, à la fois pour décourager l'investissement dans des instruments non liquides (Levels 2&3) et pour constituer des réserves systémiques. Une taxe dont l'assiette serait composée des positions systémiques de tous les acteurs financiers, lesquelles sont identifiées comme une source d'externalités négatives incontestables. Le comble est que ce sont les banquiers qui ont crié le plus fort pour s'y opposer !

La liberté étant la règle, il est aussi de bon ton d'encourager la spéculation, ainsi que les techniques informatiques diverses et variées, comme le HFT ⁽⁵⁾. La vérité est que la spéculation, essentiellement *trend following*, de même que le HFT privent le marché de ses liquidités, quand ils ne consistent pas à être en fait du *front running*. Toutes de bonnes raisons pour réglementer des parasites inutiles.

Il nous faut conclure

La crise a permis de justifier une régulation de l'intermédiation bancaire, ce qui écarte au maximum la probabilité d'une crise systémique y trouvant son origine. C'est un heureux résultat. Mais cette sanctuarisation de la fonction bancaire a eu pour conséquence de développer le rôle de l'intermédiation de marché dans des conditions qui rendent ce mode de gestion encore plus systémique...

En un mot, la crise de 2008 a été une crise systémique de marchés dont les banques n'auraient jamais dû être des acteurs si elles avaient été bien régulées. Le monde financier, et l'Union européenne en particulier, ont pourtant décidé de faire évoluer leur modèle d'intermédiation du crédit dans une direction qui se révèle encore plus systémique qu'avant la crise.

(5) La banque d'Angleterre, toujours complaisante avec les marchés de la City, a publié un rapport voulant prouver que le HFT apportait de la liquidité au marché. Il fallait oser !