

# RÉALITÉS INDUSTRIELLES

« Se défier du ton d'assurance qu'il est si facile de prendre et si dangereux d'écouter »  
Charles Coquebert, Journal des mines n°1, Vendémiaire An III (septembre 1794)



## Il y a 10 ans la crise

# La régulation financière et ses nouveaux enjeux

UNE SÉRIE DES  
ANNALES  
DES MINES

FONDÉES EN 1794

AOÛT 2018

Publiées avec le soutien de  
l'Institut Mines-Télécom

# Il y a 10 ans la crise

## La régulation financière et ses nouveaux enjeux

03

**Préface**

Bruno LE MAIRE

05

**Introduction**

Christophe MOUSSU et Pierre-Charles PRADIER

**Le récit de la crise et la réponse réglementaire**

07

Crise financière et dépression : peut-on tirer des leçons de la Grande Dépression ?

Pierre-Cyrille HAUTCŒUR

14

Complexité de la réponse réglementaire à la crise

Pierre-Charles PRADIER

19

L'optimisation, paravent de la spéculation

Christian STOFFAËS

24

Petites leçons d'une très grande crise

Jean-François BOULIER

28

La réglementation post-crise permet-elle de mieux gérer les risques créés par les institutions systémiques ?

Olivier DE BANDT

**Les acteurs économiques face au défi des nouvelles régulations**

32

Les banques depuis la crise

Jean BEUNARDEAU

35

Les nouveaux défis du financement de l'économie

Marie-Anne BARBAT-LAYANI

39

The Cost of Regulation

Michala MARCUSSEN

43

L'avalanche réglementaire : l'exemple de l'assurance

Arnaud CHNEIWEISS

47

Régulation des *fintechs* et « fintechisation » de la régulation

Héloïse BERKOWITZ et Antoine SOUCHAUD

**Des chantiers importants encore ouverts**

51

Les banques et les paradis fiscaux

Vincent BOUVATIER, Gunther CAPELLE-BLANCARD et Anne-Laure DELATTE

55

Capital et ROE dans les banques : fausses croyances et instabilité financière

Christophe MOUSSU

60

Une fiscalité innovante pour rendre les banques européennes plus stables et plus compétitives

Michael TRÖGE

65

La prévention du risque systémique

Jean-François LEPETIT

70

Banques et marchés, des alternatives pour le financement de l'économie ?

Laurent GRILLET-AUBERT et Pierre-Emmanuel DARPEIX

**Une Europe financière encore en construction**

75

Crise et solutions coopératives : la zone euro depuis 2008

Jérôme CREEL

79

Le macroprudentiel, un élément de plus dans l'arsenal de la politique macroéconomique de la zone euro

Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ

84

L'Union des marchés de capitaux : une mise en perspective

Christian de BOISSIEU

88

Post-crisis Regulation of Asset Management

Luca ENRIQUES et Gerard HERTIG

92

**Traductions des résumés**

96

**Biographies des auteurs**

UNE SÉRIE DES  
**ANNALES  
DES MINES**  
FONDÉES EN 1794

## RÉALITÉS INDUSTRIELLES

Série trimestrielle • Août 2018

### Rédaction

Conseil général de l'Économie, de l'Industrie,  
de l'Énergie et des Technologies, Ministère de  
l'Économie et des Finances  
120, rue de Bercy - Télédock 797 - 75572 Paris Cedex 12  
Tél. : 01 53 18 52 68  
<http://www.annales.org>

#### François Valérian

Rédacteur en chef

#### Gérard Comby

Secrétaire général

#### Delphine Mantiene

Secrétaire générale adjointe

#### Liliane Crapanzano

Relectrice

#### Myriam Michaux

Webmestre

### Membres du Comité de Rédaction

#### Grégoire Postel-Vinay

Président du Comité de rédaction

#### Godefroy Beauvallet

#### Serge Catoire

#### Pierre Couveinhes

#### Jean-Pierre Dardayrol

#### Robert Picard

#### Françoise Roure

#### Bruno Sauvalle

#### Rémi Steiner

#### Christian Stoffaës

#### Claude Trink

#### François Valérian

#### Photo de couverture :

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.

Photo © SIPA USA/SIPA

#### Iconographie

Christine de Coninck

#### 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](mailto:a.bruel@cometcom.fr)

**Mise en page** : Nadine Namer

**Impression** : Printcorp

ISSN : 1148-7941

#### Editeur Délégué :

FFE - 15 rue des Sablons - 75116 PARIS - [www.ffe.fr](http://www.ffe.fr)

#### Régie publicitaire : Belvédère Com

Fabrication : Aïda Pereira

[aida.pereira@belvederecom.fr](mailto:aida.pereira@belvederecom.fr) - Tél. : 01 53 36 20 46

**Directeur de la publicité** : Bruno Slama

Tél. : 01 40 09 66 17

[bruno.slama@belvederecom.fr](mailto:bruno.slama@belvederecom.fr)

La mention au regard de certaines illustrations du sigle  
« D. R. » correspond à des documents ou photographies  
pour lesquels nos recherches d'ayants droit ou d'héritiers se  
sont avérées infructueuses.

# Il y a dix ans la crise

## La régulation financière et ses nouveaux enjeux

Par Bruno LE MAIRE

Ministre de l'Économie et des Finances

**M**ême si le système financier de notre pays n'a pas pris de plein fouet les tempêtes qui ont soufflé dans la dernière décennie sur les États-Unis et la périphérie de la zone Euro, la France a néanmoins durement subi l'effet du ralentissement causé par la crise financière de 2008-2009, puis par la crise des dettes souveraines de 2010-2012. Ces grandes difficultés ont montré l'ampleur des risques que le système financier avait pu faire porter à l'économie et à la société.

De nombreux progrès ont été faits dans la compréhension et la prévention des risques auxquels les banques, assurances et marchés financiers sont exposés ou que ces acteurs induisent ou amplifient. Bien sûr, tous les débats n'ont pas été tranchés : le montant optimal des fonds propres que doivent détenir les institutions financières est encore âprement discuté parmi les universitaires et les régulateurs, comme l'opportunité d'encadrer les formes de rémunération des financiers pour aligner leurs incitations sur l'intérêt général, le modèle d'affaires des agences de notation ou encore la contribution de certaines activités au risque systémique et la nécessité de mieux les réguler. Mais les progrès dans la compréhension des risques induits par les banques, assurances et marchés ont considérablement éclairé des questions complexes et orienté les choix politiques. Cette compréhension a induit des évolutions importantes de la réglementation financière, avec notamment une réglementation prudentielle plus robuste et une politique macroprudentielle renforcée, ainsi que la mise en place d'une supervision européenne unique des grands acteurs bancaires européens.

Le présent numéro des *Annales des Mines*, réalisé en collaboration étroite avec le Laboratoire d'excellence en régulation financière (LabEx ReFi), fait fort à propos le point sur la réforme du secteur financier. Les universitaires, les professionnels, les régulateurs qui y ont contribué montrent comment, malgré des coûts d'ajustement souvent importants, la nouvelle réglementation va globalement dans le sens d'une stabilité à long terme du système financier, indispensable au financement de l'économie réelle. Un secteur financier assaini doit nous permettre de relever les défis de la croissance moderne : investissement, innovation, création d'emplois.

Pour autant le chantier de la régulation de la finance n'est pas une affaire réglée une fois pour toutes. Les nouveaux acteurs de la finance numérique offrent des possibilités nouvelles de financement ou de paiement, mais certaines de ces innovations posent un problème à la réglementation, tandis que d'autres cherchent explicitement à arbitrer entre les réglementations, ce qui crée des risques nouveaux importants. Par ailleurs, en Europe, si les projets d'Union bancaire et d'Union des marchés de capitaux sont bien engagés, ils doivent encore être conduits jusqu'à leur terme, c'est un élément important de l'ambitieuse refonte de la zone Euro que la France propose.

En effet, la réglementation financière doit s'assurer que la finance soit pleinement au service de l'économie. Il s'agit de maintenir l'équilibre entre la nécessaire prévention du risque chez les acteurs financiers et la préservation de l'aptitude de ces acteurs à prendre des risques mesurés pour financer l'économie. Il s'agit aussi de promouvoir une approche de la finance qui soit pleinement en prise avec les défis de notre temps, du changement climatique à la transformation digitale de nos économies, et qui contribue à les résoudre. Ce débat est très actuel, avec des points de vue parfois différents de part et d'autre de l'Atlantique. Pas plus qu'une régulation excessive, une dérégulation de la finance ne saurait être la solution à un financement durable de l'économie, car, comme la crise l'a amèrement rappelé, la dérégulation mène le plus souvent à la formation de bulles spéculatives. L'Europe ne doit pas céder au *dumping* réglementaire, mais renforcer son propre modèle financier compétitif et innovant. C'est pourquoi le dialogue entre les parties prenantes, sous l'autorité de la puissance publique au service de l'intérêt général, constitue le point de départ de notre action. Dix ans après le début de la crise financière, le dialogue entre régulateurs, régulés et académiques reste fondamental. Je me réjouis que ce dialogue se manifeste au travers de ce numéro des *Annales des Mines*, et dans le colloque qui en résultera, le 20 septembre prochain, à Bercy, à l'initiative du Conseil général de l'Économie et du LabEx ReFi.



AGAMA  
• CONSEIL •

# De l'efficacité organisationnelle, à la conformité réglementaire



## Présentation

AGAMA Conseil est un cabinet indépendant, dont la vocation est d'accompagner durablement **les Sociétés de Gestion de Portefeuille, les Conseillers en Gestion de Patrimoine** et plus largement **les Prestataires de Services d'Investissement** dans les domaines de la conformité réglementaire, du contrôle interne, et de l'organisation fonctionnelle et opérationnelle.

## Nos clients



Sociétés de gestion  
de portefeuille



Conseillers en gestion  
de patrimoine



Entreprises  
d'investissement



Associations  
professionnelles

## Nos missions

- △ Agréments et extensions des sociétés
- △ Agréments, mutations et vie sociale des produits d'épargne
- △ Délégation de conformité et de contrôle interne
- △ Assistance à la mission de conformité et de contrôle interne
- △ Audit de conformité
- △ Conseil et sécurisation de vos projets
- △ Assistance lors des contrôles des tutelles
- △ Documentation normative
- △ Veille réglementaire
- △ Formations

# Introduction

Par **Christophe MOUSSU**

ESCP, LabEx ReFi

et **Pierre-Charles PRADIER**

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, LabEx ReFi

Le 15 septembre 2008, la banque Lehman Brothers se plaçait sous la protection du régime fédéral des faillites (article 11). Le lendemain, l'État américain prêtait en urgence 85 milliards de dollars à AIG : la crise financière rampante éclatait au grand jour, et ses conséquences allaient se déployer dans les mois suivants, avec des impacts qui se font encore sentir aujourd'hui.

Depuis dix ans, les académiques, les régulateurs et les professionnels de la finance ont analysé la crise financière, débattu parfois durement pour comprendre ce qu'il s'était passé et pour proposer des améliorations au système. L'objectif est bien évidemment d'éviter qu'une nouvelle crise d'une telle ampleur se reproduise. Notamment, la suite logique de la crise fut un durcissement de la réglementation. Mais cette crise fut aussi l'occasion d'un foisonnement d'études visant à mettre en lumière les déterminants de la fragilité du système bancaire et financier mondial. La gouvernance et les modèles économiques des différents intermédiaires financiers, l'articulation entre ces intermédiaires et les marchés de capitaux, l'efficacité de la réglementation sont des questions centrales qui, revisitées dans le sillage de la crise, font encore débat. Enfin, la crise financière et la crise des dettes souveraines ont aussi conduit à questionner le rôle et l'architecture de l'Europe financière et à proposer des avancées institutionnelles.

Qu'avons-nous fait pour prévenir la répétition d'une telle crise ? Que reste-t-il à faire ? Ce sont les deux questions que nous avons posées à un panel d'universitaires et de professionnels qui ont réagi en fonction de leur expertise et de leurs convictions. Certains ont privilégié des approches micro-économiques, voire comportementales, d'autres des approches macroéconomiques ou politiques. Si certaines évolutions réglementaires font consensus, d'autres font toujours l'objet de débats parfois intenses. Il va de soi que ce numéro de *Réalités Industrielles* ne prétend pas être exhaustif, il vise à présenter un panorama des avancées faites et des chantiers encore ouverts dix ans après la crise. L'ambition de ce numéro est de porter le débat d'experts vers un public plus large et faire dialoguer professionnels de la finance, régulateurs et académiques. La réflexion ouverte ici se poursuivra dans le cadre d'une journée d'études au ministère de l'Économie et des Finances, organisée par les Annales des Mines et le LabEx ReFi<sup>(1)</sup>. Nous tenons ici à remercier très sincèrement l'ensemble des contributeurs à ce numéro.

Les contributions correspondantes sont regroupées autour de quatre thèmes.

## Le récit de la crise et la réponse réglementaire

Pierre-Cyrille Hautcœur dénoue d'abord l'écheveau des séquences qui ont mené à la crise. Il met également en perspective la crise de 2008 avec la Grande Dépression, et montre comment nous avons pu éviter de reproduire les erreurs du passé, en particulier en matière de politique monétaire. À l'ampleur du problème a répondu une mobilisation mondiale, menée de part et d'autre de l'Atlantique, dans le cadre du G20, qui a dessiné un agenda ambitieux pour mettre fin à la prise de risque excessive, au manque de coordination entre les organismes de supervision et à l'évasion fiscale. Pierre-Charles Pradier nous explique que cette réponse réglementaire est un exemple sans précédent de coordination internationale, en dépit d'une complexité évidente. Il peut sembler toutefois que le souvenir de la crise soit aujourd'hui assez lointain pour que certains États commencent à démanteler les régulations installées au lendemain des événements, et que l'esprit de coopération cède le pas à une nouvelle forme de concurrence. Revenant sur l'ampleur et l'enchaînement des causes de la crise, Jean-François Boulrier en tire les leçons et ouvre des champs de réflexion nouveaux. Enfin, Olivier de Bandt présente les avancées réalisées en matière de réglementation des institutions systémiques, mais aussi les mesures destinées à faciliter leur résolution en cas de crise. Il présente aussi un premier bilan de l'impact des changements réglementaires.

## Les acteurs économiques face au défi des nouvelles régulations

Jean Beunardeau fait le point sur les transformations ayant impacté l'activité bancaire au cours des dix dernières années, il considère à ce titre que le cadre réglementaire est désormais plus robuste et les banques plus solides. Il s'interroge toutefois sur la faisabilité et les conséquences de la désintermédiation bancaire sur les modèles de risque et les normes

(1) Cette journée d'études s'inscrit dans le cadre du laboratoire d'excellence ReFi porté par heSam Université, portant la référence ANR-10-LABX-0095. Elle bénéficie d'une aide de l'État gérée par l'Agence nationale de la Recherche au titre du projet Investissements d'Avenir Paris Nouveaux Mondes portant la référence n°ANR-11-IDEX-0006-02.

comptables. Marie-Anne Barbat-Layani insiste sur le rôle joué par les banques françaises dans le financement de l'économie et sur la nécessaire adaptation de la réglementation bancaire aux spécificités européennes. Elle souhaite également qu'interviennent une accélération de l'Union bancaire et une relance de l'Union des marchés de capitaux, en alertant à cet égard sur le risque d'une suprématie des banques américaines sur la stabilité financière de l'Europe. Michala Marcussen ouvre le difficile débat sur l'arbitrage à opérer entre les coûts induits par la réglementation et les bénéfices retirés d'une stabilité financière accrue. Elle insiste sur les coûts directs de la réglementation, sur les coûts indirects en matière de coût du crédit et de liquidité des marchés, ainsi que sur les coûts cachés liés, en particulier, à l'arbitrage réglementaire et au déplacement vers des institutions moins régulées. Examinant la situation de l'assurance, Arnaud Chneiweiss adopte une position plus tranchée. Il explique en effet que ce secteur a fait l'objet d'une avalanche réglementaire, non coordonnée entre les instances nationales, européennes et internationales, qui pourrait parfois s'avérer négative pour la croissance et l'innovation. On pourrait penser que les plateformes de financement participatif échappent à la réglementation. Sur ce point, Héroïse Berkowitz et Antoine Souchaud montrent cependant comment le développement des *fintechs* induit pour ce secteur un besoin de structurer son action collective et, pour le régulateur, un besoin de s'intéresser à cette évolution et de repenser son propre rôle.

## Des chantiers importants encore ouverts

Gunther Capelle-Blancard et ses coauteurs nous rappellent, tout d'abord, que malgré l'activisme du G20 à l'égard des paradis fiscaux, ceux-ci continuent de constituer une anomalie considérable. Les nouvelles exigences de transparence de la réglementation européenne permettent d'affiner le diagnostic : les profits et l'activité bancaire dans les pays les moins régulés ne sont pas en ligne avec les effectifs correspondants. Ces paradis fiscaux se présentent donc comme des attracteurs étranges et comme des foyers de déstabilisation potentielle pour le système financier mondial. L'effort de restructuration qui a suivi la crise n'a pas entamé les travers structurels de l'industrie, comme le montrent deux études. Ainsi, Christophe Moussu insiste sur la persistance de fausses croyances au niveau de la gouvernance bancaire. En particulier, la représentation des banques quant à leur niveau de capital optimal et au pilotage de leur performance va à l'encontre des preuves empiriques apportées par les études académiques. Il considère que ces croyances sont infondées, nuisent à la stabilité financière et qu'il n'y a finalement pas d'antagonisme entre les intérêts des actionnaires des banques et ceux de la société. Michael Trøge invite pour sa part à réformer le biais fiscal existant en faveur de l'endettement, qui induit des incitations perverses à maintenir des niveaux de levier élevés, ce qui fragilise le système financier. Il propose des réformes fiscales ou comptables simples qui permettraient d'éliminer ce biais et inciteraient les banques à aller dans le sens des objectifs de la régulation financière, tout en leur donnant un avantage concurrentiel important. Jean-François Lepetit explique, quant à lui, que la réglementation bancaire, en écartant le risque d'une crise de crédit classique, a poussé les banques vers une intermédiation de marché, qui est par nature bien plus systémique. Il considère que ce choix fait par l'Union européenne, sous influence du modèle américain, détourne d'un modèle traditionnel de banques fondé sur la confiance et le long terme pour aller vers une intermédiation de marché, dont les incitations sont bien plus perverses pour la stabilité financière. De manière cohérente, Pierre-Emmanuel Darpeix et Laurent Grillet-Aubert nous expliquent que la croissance des financements de marché a conduit, de fait, à une interconnexion très forte des risques bancaires et non bancaires, loin de la vision traditionnelle d'un clivage entre banques et marchés. Ils invitent à avoir une vision d'ensemble des sources de financement et de leurs interconnexions, pour tendre vers un système de financement de l'économie plus efficace et plus résilient.

## Une Europe financière encore en construction

La question européenne n'était apparue qu'indirectement jusqu'ici, mais il paraît difficile d'évoquer l'avenir selon une autre modalité que la poursuite de l'intégration européenne. Bien sûr, la crise financière a révélé les incohérences de la politique économique européenne, comme le rappelle Jérôme Creel. Il n'y a en particulier pas de coordination des politiques monétaires et budgétaires entre elles, ce qui place l'Europe dans un équilibre sous-optimal. La crise a aussi fait naître une nouvelle institution de gestion de crise, le Mécanisme européen de stabilité (MES), qui ne règle pas pour autant le problème du risque moral. Agnès Bénassy-Quéré revient sur l'architecture de la politique économique avant crise et sa fragilité révélée dans la crise. Elle présente les innovations intervenues dans l'architecture des politiques économiques en Europe, notamment les politiques macroprudentielles et la procédure pour déséquilibres macroéconomiques. Elle montre comment l'articulation des différents dispositifs de coordination et de surveillance n'est pas optimale et comment des améliorations sont possibles et souhaitables. C'est dans cette Europe à la surveillance macroéconomique améliorée que s'inscrit le projet d'Union des marchés de capitaux. Christian de Boissieu en rappelle les objectifs en matière de développement de marchés financiers à la fois plus intégrés et plus compétitifs, de lutte contre la fragmentation de l'Europe financière et de financement de long terme de la croissance et de l'emploi dans un contexte de désintermédiation. Il rappelle également les différents volets de l'UMC et les défis que pose sa mise en œuvre. Enfin, Luca Enriques et Gerard Hertig reviennent sur le cas de la gestion d'actifs, que le G20 avait oublié de mettre à son agenda. L'existence de fonds gigantesques, parfois très endettés et sujets à des comportements moutonniers, a conduit à s'interroger sur les risques systémiques qu'ils peuvent induire. De manière intéressante, ce sont les autorités européennes qui sont les premières à avoir réagi et à demander la production de guides de bonnes pratiques pour prévenir le risque systémique, même s'il est bien évidemment bien trop tôt pour en connaître l'efficacité. L'Europe est également en avance par rapport aux États-Unis en ce qui concerne la protection des investisseurs individuels, en contraignant les fonds à des exigences de transparence accrues. Comme sur les sujets européens précédemment évoqués, des progrès ont été réalisés, mais de nombreux chantiers restent encore ouverts.

# Crise financière et dépression : peut-on tirer des leçons de la Grande Dépression ? <sup>(1)</sup>

Par Pierre-Cyrille HAUTCOEUR  
EHESS-PSE

Cet article compare les crises des années 1930 et 2008 sur deux points : d'une part, les réactions des autorités au moment le plus aigu de ces deux crises bancaires et financières, qui différèrent beaucoup notamment grâce à l'expérience acquise suite à la Grande Dépression, tant aux États-Unis qu'en Europe ; et, d'autre part, les régulations financières mises en place en réaction à la crise de 2008. Il montre que l'ensemble des régulations adoptées lors de la Grande Dépression furent remises en cause progressivement des années 1950 aux années 1990, supprimant nombre d'incohérences ou d'inefficacités, mais recréant également une fragilité importante qui devait se manifester en 2008. Du fait du contexte politique et scientifique, la longue stagnation qui a suivi 2008 n'a pas (encore) donné lieu à un mouvement régulateur aussi important.

Comme chaque fois qu'une crise sérieuse frappe l'économie américaine <sup>(2)</sup>, les comparaisons avec la Grande Dépression des années 1930 ont fleuri dès le lendemain du début de la « grande récession » de 2008, en premier lieu, chez les économistes, mais aussi chez les politiques (Eichengreen et O'Rourke, 2009, 2010 ; Krugman, 2009 ; Short 2009 , Voynet, 2008). Comme les articles successifs de B. Eichengreen et K. O'Rourke l'ont bien montré, la crise de 2008 démarra avec la même intensité, voire une intensité supérieure à celle de 1929 : à l'échelle mondiale, la chute du PNB, du commerce international et des indices boursiers fut très violente dans les mois qui suivirent le pic précédant la crise. Ces comparaisons, très largement diffusées (Vox.eu revendique près de 450 000 vues), ont sans doute contribué, avec d'autres, à convaincre les autorités de l'urgence de la situation et de la légitimité de décisions radicales. Ainsi, le président Obama nomma, le 24 novembre 2008, à la présidence du Council of Economic Advisers, Christina Romer, professeur d'économie à Berkeley, en invoquant tout spécialement ses travaux sur la Grande Dépression, et son programme de relance fut directement inspiré de cette expérience. En Europe, Mario Draghi n'hésita pas à affirmer que l'action de la Banque centrale européenne avait évité une grande dépression <sup>(3)</sup>. Preuve de la durée de la préoccupation, la très sérieuse *Oxford Review of Economic Policy* publia en octobre 2010 un numéro spécial sur la crise des années 1930 ; la revue *Daedalus* en fit de même, et sans doute d'autres encore. Puis le flux s'arrêta, avec la reprise économique de 2010 et la stabilisation de la situation intervenue depuis, qui conduisit certains à

penser sans doute que la comparaison n'avait plus beaucoup d'intérêt. On constata alors que les deux crises, si elles pouvaient se ressembler par les déséquilibres financiers tant internes à certaines grandes économies qu'internationaux, différaient profondément à d'autres égards. En Europe, en particulier, l'intégration à l'Union du début du XXI<sup>e</sup> siècle différait fortement (même pour le Royaume-Uni) du contexte de tensions aiguës hérité de la Grande Guerre et des stabilisations monétaires et budgétaires conflictuelles qui l'avaient suivie, ce qui explique que si la résolution de la crise de la dette fut longue et difficile, elle aboutit néanmoins sans éclatement de l'euro. L'émergence de la Chine, d'autre part, si elle remet en cause la domination américaine comme celle-ci avait bousculé celle de la Grande-Bretagne, est plus progressive et, pour l'instant, plus contrôlée sur le plan financier. Laissant à l'écart ces éléments pourtant cruciaux (voir pour une vue d'ensemble, Hautcoeur, 2009), nous nous concentrons dans cet article sur deux comparaisons entre la Grande Dépression et la grande récession : le traitement des crises bancaires et monétaires, d'une part, et les nouvelles régulations financières en ayant résulté, d'autre part. Le premier point nous permet de comprendre l'une des raisons pour lesquelles la crise de 2008 ne dégéné-

(1) Je remercie Eugene White pour ses suggestions en vue de la rédaction de cet article.

(2) Le discours économique étant, depuis 1945, centré sur les États-Unis, ce qui peut se passer ailleurs n'a jamais le même impact sur ce discours.

(3) New York Times, 2016.



ra pas en une nouvelle grande dépression, tandis que le second nous montre les leçons qui en furent tirées, et qui informent encore aujourd'hui notre pensée en matière de régulation.

### Sauvetages d'urgence

En 1929 comme en 2007, de premières crises furent résolues relativement aisément par les autorités, qui crurent alors pouvoir maintenir leur mode d'action ordinaire et minimisèrent les tensions sous-jacentes. Ce fut le cas pour la crise boursière d'octobre 1929 (même si, dans la mémoire collective, elle est très souvent considérée comme la « cause » de la dépression<sup>(4)</sup>). Ce fut aussi le cas pour la crise du marché américain des *subprimes* (les crédits hypothécaires de deuxième qualité), qui commença en avril 2007 avec la faillite de New Century Financial, l'un des grands prêteurs, et avec le sauvetage d'urgence de Bear Sterns en août 2007, absorbée par JP Morgan avec l'appui du Trésor américain.

Les historiens confirment l'existence aux États-Unis d'une bulle sur le marché immobilier et sur les titres qui le finançaient au milieu des années 1920, et d'une bulle sur le marché des actions en 1928-1929, résultant sans doute d'un engouement pour les titres d'entreprises de nouvelles technologies et de crédits excessifs accordés aux intermédiaires boursiers (Rappoport et White, 1993). La première se dégonfla à partir de 1926, conduisant à une crise aiguë du secteur, contribuant peut-être à la chute de Wall Street, mais sans impact élevé sur les banques (White, 2009 ; Goetzman, 2010). L'explosion de la deuxième mit les spéculateurs à terme en difficulté, ainsi que les banques qui les avaient financés, non sans un réel effet sur l'économie *via* la chute des patrimoines financiers (Romer, 1990). Néanmoins, la Federal Reserve Bank de New York (alors plus expérimentée et encore assez indépendante par rapport au Board of Governors du Federal Reserve System, le Fed) intervint promptement en fournissant les liquidités nécessaires, empêchant tout développement dramatique<sup>(5)</sup> ; et l'impact sur l'économie, limité à une petite fraction de la population, ne put pas être considérable. Malgré son caractère aigu, la crise restait à ce stade une crise cyclique ordinaire, aggravée peut-être par un marché financier peu régulé qui s'était développé de manière trop rapide dans les années 1920 en profitant du basculement vers New York du rôle de place financière dominante à l'échelle mondiale, mais, au fond, pas plus grave que la crise de 1921 et résolue par l'intervention des autorités monétaires ; ce sont alors les crises bancaires de fin 1930 et 1931 et du printemps 1933 qui rendirent la dépression unique (Friedman et Schwartz, 1963), puisque ce ne fut qu'avec les actions radicales de Roosevelt au printemps 1933 que le système financier fut stabilisé et que l'économie repartit. En Europe, le printemps et l'été 1931 déclenchèrent eux aussi une série de crises bancaires majeures, auxquelles s'ajoutèrent des crises monétaires qui s'enchaînèrent jusqu'à fin 1936. De même, c'est seulement la faillite, le 15 septembre 2008, de Lehman Brothers, l'une des principales banques d'affaires américaines, qui provoqua l'assèchement brutal de la liquidité

sur le marché monétaire américain et fit craindre un effondrement généralisé du système bancaire.

La différence de réaction est ici cruciale. Début septembre 2008, la nationalisation des deux acteurs principaux du marché hypothécaire, Fannie Mae et Freddie Mac (qui détenaient près de la moitié des crédits hypothécaires américains en cours), avait montré l'importance des pertes potentielles et la nécessité de les faire assumer par un gouvernement responsable d'avoir encouragé le développement des crédits par ces deux institutions. Avec Lehman Brothers, le gouvernement et la Fed crurent bon de faire un exemple, concernant une banque apparemment insolvable (ce qui a été contesté depuis) et qui avait clairement des responsabilités dans la situation du marché hypothécaire. Mais cette faillite déclencha un mouvement de panique. Le gouvernement dut, dès le lendemain, sauver le conglomérat financier AIG, ce qui ne fit qu'accroître l'inquiétude. Au-delà de la phase de sauvetage pur, qui impliqua de déborder assez nettement des actions ordinaires du gouvernement et de la banque centrale, la stabilisation de la situation passa par une politique monétaire non seulement plus accommodante (cela suppose qu'il y ait une demande à satisfaire), mais également active, « inondant » (le terme a été employé dans une métaphore incendiaire fréquente) le marché de liquidités. Le Fed, qui avait commencé par abaisser de plus en plus ses taux, mais sans accroître le total de son bilan (ses taux atteignant 0, fin 2008), n'hésita pas, lors de la phase aiguë de la crise, à acheter massivement des actifs publics et privés, de sorte qu'entre septembre et décembre 2008, son bilan tripla avant de se stabiliser à un haut niveau (Wheelock, 2010).

Cette politique monétaire volontariste a été directement inspirée de l'expérience des années 1930. Comme Christina Romer, Ben Bernanke, gouverneur du Fed, avait longuement étudié les années 1930 (voir les articles réunis dans Bernanke, 2000). Comme Milton Friedman et Anna Schwartz, il était convaincu que les crises bancaires avaient été LA cause de la dépression et avaient résulté de la politique trop restrictive du Fed. Inspiré par l'interprétation fournie à l'époque par Irving Fisher (1933) et conforté par des travaux théoriques sur les asymétries d'information en matière de crédit (Stiglitz et Weiss, 1981), il voit dans la Grande Dépression un cercle vicieux dans lequel un choc initial s'amplifie par un accroissement de l'incertitude, une fuite vers la liquidité, une faillite de certaines banques se répercutant sur d'autres, tandis que les entreprises, asphyxiées par le recul du crédit, abaissent désespérément leurs prix et licencient, provoquant déflation, chômage et chute de la demande. Face à cette situation, la politique du Fed resta trop restrictive : d'une part, en intervenant trop peu pour sauver les banques en difficulté, d'où des milliers de faillites bancaires ; d'autre part,

(4) Voir le travail en cours de Youssef Cassis sur la mémoire des crises financières.

(5) La Fed avait médité l'expérience française de 1882 et compris qu'il fallait éviter la faillite du Stock Exchange en refinançant les brokers pour éviter des répercussions en chaîne sur les banques qui les finançaient.

en remontant ses taux et en resserrant le crédit sitôt les crises aiguës passées. Cette politique erronée s'explique par une conviction que les besoins de liquidité étaient satisfaits par un taux nominal faible (même si les prix baissaient, produisant un taux réel *ex post* élevé) et au vu des faibles présentations à l'escompte (qui pouvaient résulter de la crainte d'une stigmatisation comme de l'insuffisance d'actifs escomptables), ainsi que par une crainte pour la convertibilité externe du dollar (malgré des réserves métalliques considérables). Au total, les interventions trop limitées des autorités monétaires (comme leur pendant pour la politique budgétaire) n'empêchèrent pas la poursuite des faillites bancaires, de la baisse de la masse monétaire et des prix<sup>(6)</sup>. Quant au gouvernement Hoover, s'il donna en 1932 au Fed (qui en usa peu) des pouvoirs de crédit étendus dans les circonstances exceptionnelles de l'époque, et s'il créa en 1932, sous la pression de l'opinion, la Reconstruction Finance Corporation (RFC) pour apporter du capital à des banques en difficulté, il n'en fit pas d'usage volontariste, de sorte qu'elle n'apporta pas les remèdes espérés<sup>(7)</sup>.

C'est seulement la fermeture générale des banques pour inspection, le soutien massif de la RFC – qui prit des participations dans la moitié des banques en 1933 (Mason, 2001) – et sans doute plus encore la suspension de la convertibilité du dollar en or qui fournirent le choc psychologique nécessaire à la reprise de confiance et à la fin des faillites. La reprise de la croissance de la base monétaire (qui progressa de 10 % par an, de 1933 à 1937) contribua sans doute, avec d'autres mesures du New Deal, à la reprise économique.

L'historiographie considère ainsi que les crises bancaires américaines jouèrent un rôle essentiel dans l'approfondissement de la dépression aux États-Unis. En Europe, deuxième foyer de la dépression, ce sont des crises bancaires et de change, liées entre elles, qui jouèrent un rôle essentiel, de manière largement indépendante de la crise américaine. Sur la France, les travaux récents de D. Lacoue-Labarthe et ceux en cours d'E. Monnet, A. Riva et S. Ungaro à l'École d'économie de Paris suggèrent qu'un très grand nombre de banques régionales de taille moyenne disparurent, conduisant à une réduction de l'intermédiation et de l'offre de crédit qui a été sous-évaluée par des travaux antérieurs centrés sur les grandes banques parisiennes et sur la Banque de France, lesquelles n'avaient alors aucune difficulté de liquidité, notamment du fait de la position internationale de la France, qui attirait alors les capitaux internationaux. Les opérations de sauvetage pratiquées par la Banque de France pour les banques les plus importantes n'empêchèrent pas une déflation globale, d'autant plus que la politique monétaire resta dominée durablement par l'impératif de convertibilité et par l'obsession d'une maîtrise de l'inflation, une préoccupation forte héritée des années 1920.

Plus manifeste et dramatique fut la crise bancaire d'Europe centrale : en Autriche, tout d'abord, avec la faillite de la CreditAnstalt Bank, qui, depuis son absorption de la Bodencreditanstalt, en 1929, détenait 70 % du total des actifs bancaires autrichiens (Schubert, 1991). Elle fut

sauvée par le gouvernement et la banque centrale, mais le poids de ce sauvetage pour les finances publiques et en termes de création monétaire fut tel que la convertibilité de la monnaie autrichienne fut immédiatement remise en cause. En Allemagne, ensuite, où une succession de faillites conduisit à une nationalisation des principales banques et à la mise en place du contrôle des changes au cours de l'été 1931. Là aussi, la mémoire encore fraîche de l'hyperinflation conduisit à privilégier la solidité monétaire. En Angleterre, enfin, où le système bancaire résista mais pas la monnaie, victime des besoins de liquidité de banques européennes rapatriant leurs avoirs situés à Londres. Globalement, les pays dans lesquels dominaient des petites banques peu diversifiées connurent des crises bancaires importantes et, de ce fait, des années 1930 plus noires que les autres ; en premier lieu, parce que les autorités monétaires résistèrent à une vraie relance monétaire pour en contrebalancer les effets (Bernanke et James, 1991 ; Grossman et Meissner, 2010).

Outre les crises bancaires, les crises monétaires conduisirent à une véritable dislocation du système monétaire international d'étalon de change or qui venait tout juste d'être généralisé à l'échelle européenne après de difficiles ajustements devenus indispensables suite à la Grande Guerre (Wolf, 2010). La dévaluation de la livre (septembre 1931), vrai traumatisme international sur le moment, fut suivie par nombre de pays au fil des années postérieures ; mais d'autres suivirent l'Allemagne dans le contrôle des changes et la recherche de l'autarcie. Au sein du bloc-or constitué autour de la France, le maintien de l'étalon-or ne put se faire qu'au prix du protectionnisme et de politiques déflationnistes qui aggravèrent la crise.

La crise des dettes souveraines européennes de 2010 (qui commença avec la dégradation de la notation de la dette grecque par les principales agences spécialisées, en décembre 2009) justifie aussi une comparaison avec les années 1930, l'euro remplaçant l'étalon-or comme carcan empêchant les ajustements de taux de change qui auraient permis de sortir de la crise (Eichengreen, 1992). L'étalon-or imposait non seulement un taux de change fixe, mais également une parité par rapport à l'or, ce qui interdisait un ajustement monétaire commun, que l'euro peut effectuer comme le dollar par rapport aux autres monnaies, notamment au yuan. Là où, dans les années 1930, les dévaluations eurent lieu en général sous la pression des marchés et sans aucune coordination internationale, conduisant à des externalités négatives sur les pays qui restaient dans le système de l'étalon-or, une vraie coordi-

(6) Des travaux plus récents (Calomiris et Mason, 2003) suggèrent que les faillites bancaires ne résultaient pas de paniques, mais des difficultés économiques de la clientèle des banques, sauf pour la crise bancaire majeure de 1933, à la veille de la passation de pouvoir entre Hoover et Roosevelt, et sans doute du fait de l'incertitude liée à ce changement politique. Si ce résultat remet en cause le caractère exogène des crises bancaires comme cause principale de la dépression, il n'en diminue pas pour autant leur importance dans l'aggravation de celle-ci, ni la nécessité d'y remédier.

(7) En outre, la RFC fut, dans un premier temps, peu utilisée, car les noms des banques demandant à en bénéficier étaient rendus publics, ce qui provoquait l'inquiétude immédiate de leurs créanciers.

nation fut réalisée par l'Union européenne avec le FMI et la Banque centrale européenne, et un plan d'urgence mis en place rapidement, puisqu'en mai 2010, la BCE annonça qu'elle accepterait les titres de la dette publique grecque en garantie, quelle que soit leur notation, tandis que l'UE annonçait un plan de soutien à hauteur de 110 milliards d'euros et un fonds de stabilisation conjoint avec le FMI à hauteur de 750 Mds. Si l'absence d'unité fiscale européenne empêche de savoir comment le poids des dettes sera réparti et quelle politique économique européenne permettrait de réduire au mieux les déséquilibres internes à l'Union, il reste que par rapport aux choix non concertés, voire hostiles aux voisins qui furent faits dans les années 1930, même au plus fort de la crise, la leçon a été là aussi tirée. La multiplication des défauts (allemand sur les réparations, puis français et anglais sur les dettes de guerre) et les repréailles qui s'ensuivirent accentuèrent alors le repli sur soi de la plupart des pays et accélèrent la fuite des capitaux vers les États-Unis durant la montée vers la guerre.

### New Deal et régulation financière

La lecture classique de la régulation financière américaine au XX<sup>e</sup> siècle est la suivante : à une finance dérégulée, le New Deal substitua une régulation qui permit d'empêcher les crises financières et bancaires pendant plusieurs décennies. La remise en cause libérale de cette régulation conduisit à un renouveau des crises financières qui trouva son paroxysme dans celle de 2009. Ce récit mérite d'être significativement nuancé, et fait l'objet d'un débat de première importance.

Comme le fait remarquer Temin (2010), les hasards du calendrier politique américain firent qu'alors que Roosevelt n'arriva au pouvoir que quatre ans après le déclenchement de la crise de 1930, devant faire face à une opinion désireuse de solutions nouvelles voire radicales, et dans un contexte international marqué par les politiques étatistes menées en Allemagne ou en Union soviétique, Obama y accéda au moment le plus aigu de la crise et dans des contextes internationaux comme intellectuel très différents. S'il intervint alors rapidement, il n'eut pas à faire face à une pression politique s'étant accumulée au cours d'années de dépression comme cela avait été le cas de Roosevelt. Cela lui évita – ou l'empêcha – de devoir adopter des réformes radicales, notamment en matière financière. Les partisans de la dérégulation s'en réjouissent en mettant en exergue les erreurs de Roosevelt (Calomiris, 2010). Les autres soulignent la cohérence politique des réformes Roosevelt ou leur nécessité pour faire face à l'instabilité intrinsèque de la finance (Minsky, 1986). Pour mieux comprendre ce débat, il convient de reprendre les principales caractéristiques de la régulation financière mise en place lors du New Deal, en les replaçant dans leur contexte.

Contrairement à une idée répandue, le système financier américain, avant 1929, était régulé, plus sans doute que nulle part ailleurs. Depuis la création du National Banking System en 1863, les *national banks* (par opposition aux *state banks* régulées par les États fédérés) étaient autorisées et contrôlées strictement par la Comptroller of the

Currency, sous l'autorité du Treasury. La création du Federal Reserve System en 1913 avait surmonté des décennies d'hostilité à l'instauration d'une banque centrale pourtant nécessaire pour pouvoir lutter contre des crises bancaires récurrentes. Des obligations d'information existaient aussi pour les sociétés souhaitant émettre des titres. Des débats sur de nouvelles régulations avaient eu lieu dans les années 1920, mais le gouvernement Hoover n'envisagea pas une véritable régulation du système financier, même en pleine crise. Le Sénat créa certes en 1932, sous la pression populaire, une commission d'enquête sur le comportement des banques pendant la crise. Ce n'est cependant qu'après l'élection de Roosevelt qu'elle durcit son enquête, jusque là très bienveillante, suite à la nomination en son sein de l'avocat F. Pecora. Le rapport dit Pecora mit en évidence des pratiques douteuses et des conflits d'intérêts aigus autour des émissions de titres. Roosevelt s'appuya sur ses résultats pour mettre en place un ensemble de réformes majeures.

Dès 1933, le Glass Steagall Act sépara les activités de banques commerciales de celles d'investissement dans la pure tradition de la doctrine des effets réels, en réaction aux abus de transformations qui s'étaient multipliés dans les années 1920 et à la loi McFadden de 1927 qui avait facilité la création de filiales d'investissement par les banques commerciales. Le rapport Pecora déboucha aussi, en 1934, sur un accroissement des obligations d'information vis-à-vis des investisseurs et un contrôle accru des Bourses et de leurs acteurs grâce à la création de la Securities and Exchange Commission.

Concentré sur les grandes banques et sur la Bourse, le rapport Pecora ne permit cependant pas de lutter contre la fragilité structurelle du système bancaire américain. Il ne remit pas en cause les restrictions au *branching* (la création par les banques de succursales dans d'autres États que celui de leur enregistrement), considérées comme une des causes majeures de l'importance de la crise bancaire. En effet, la dispersion du système bancaire le fragilisait en freinant la diversification (au passif, comme à l'actif), en conduisant à la constitution de pyramides instables de réserves dans les centres financiers et en freinant la coordination des réponses aux crises (Calomiris, 2010). Le système bancaire américain se caractérisait (et se caractérise encore aujourd'hui) par un nombre très élevé de banques de petite taille, à l'activité essentiellement locale. De la fin 1929 à la fin 1933, le nombre des banques passa de 24 633 à 15 015, plus du tiers des banques firent faillite, représentant 14 % des dépôts, tandis que le système bancaire canadien, très concentré, traversait la dépression sans dégâts et en atténuait même la gravité (Bordo *et al.*, 2011). Or, loin de remettre en cause les restrictions au *branching*, le Glass Steagall Act satisfit une revendication ancienne des petites banques (qui favorisa les survivantes) en imposant l'assurance des dépôts (White, 1983 ; Calomiris et White, 1994). Il allait ainsi à rebours de l'évolution des années 1920, où de nombreuses fusions et la libéralisation de certaines législations d'États avaient permis un début de concentration. Quant à l'assurance des dépôts, si elle protégea les petits déposants,

elle créa aussi des risques en permettant aux créanciers des banques d'éviter de surveiller leur comportement. La loi Glass Steagall restreignit aussi la création de banques, tandis que la *regulation Q* limita le taux d'intérêt que les banques purent offrir à leurs déposants, dans le but d'empêcher les banques de Wall Street d'attirer les capitaux vers le marché boursier, mais avec pour effet pervers de restreindre aussi la concurrence.

À ces mesures hostiles aux grandes banques et à la Bourse de New York s'ajoutèrent, dans l'esprit du temps, des interventions plus directes. En mémoire de l'effondrement des spéculations immobilières des années 1920 et face à un marché hypothécaire sinistré (plus de 20 % des crédits sont en défaut en 1933) qui empêchait toute reprise de la construction (dont un tiers des travailleurs étaient au chômage), Roosevelt créa la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) pour relancer l'activité hypothécaire (McLean, 2015). La loi Glass Steagall autorisa également l'achat de titres publics par le Fed, facilitant le financement de l'État fédéral et créant un biais inflationniste cohérent avec la dévaluation du dollar, mais potentiellement coûteux à long terme (Calomiris et Wheelock, 1998).

Si elles accompagnèrent une stabilisation financière durable, puisqu'aucune crise significative n'eut lieu jusqu'à celle des caisses d'épargne (à partir de 1986), ces régulations furent peu à peu remises en cause sous l'effet, d'une part, de la remise en cause d'un pilotage « dirigiste » de l'économie et, d'autre part, de la remontée des taux d'intérêt à partir de l'accord Treasury-Fed de 1951, qui restitua au Fed l'autorité monétaire. Cette remontée des taux conduisit à des tensions au sein d'un système segmenté marqué par une forte concurrence dans l'accès aux mêmes ressources (ainsi entre caisses d'épargne non soumises à la *regulation Q* et banques) et à l'invention de nouveaux produits contournant les réglementations et redonnant peu à peu un rôle central au marché. Les restrictions au *branching* furent de plus en plus vues comme inefficaces, et levées après les faillites des années 1980. D'autres régulations furent contournées : la *regulation Q* par les *money market mutual funds* à partir des années 1970, une assurance des dépôts déplaçonnée de fait grâce au CDARS (*Certificate of Deposit Account Registry Service*). L'interdiction de l'*underwriting* fut aussi contournée peu à peu après 1987, jusqu'à l'abolition du Glass Steagall Act par le Gramm-Leach-Bliley Act de 1999. Plus paradoxalement, les fonds de pension créés par le New Deal pour assurer les retraites par le biais de la capitalisation contribuèrent aussi à faire réémerger des marchés financiers puissants et à déstabiliser d'autres acteurs (Kregel, 207, 1997). Les montants de leurs opérations devinrent en effet trop importants pour les *brokers* boursiers traditionnels, qui durent ouvrir l'accès à la Bourse aux banques d'investissement à partir de 1970.

Par petites touches, toute la législation financière du New Deal fut remise en cause. La concurrence s'accrut, provoquant innovations, mais aussi des prises de risques accrues (Allen et Gale, 2000). Doit-on considérer que se développent alors des comportements financiers trop ris-

qués qui déboucheraient, après les avertissements que constituaient la crise de Long Term Capital Management en 1998 ou celle d'Enron en 2001, sur la crise actuelle (Temin, 2010) ? Ou bien que les régulations du New Deal n'ont dû leur survie sur le long terme qu'à un concours de circonstance chanceux tenant à une longue période de croissance, et qu'elles n'ont pas été assez systématiquement supprimées au profit d'un vrai marché homogène (Calomiris, 2010) ? On ne peut nier que, dans le détail, les régulations du New Deal n'étaient pas toujours cohérentes, ni que la dérégulation se soit imposée tout en accroissant le désordre : ainsi, on peut citer Fannie Mae qui s'est vue privatisée (en 1968), dédoublée (en 1970) et amenée à la fois par le gouvernement et par la concurrence à se financer de manière incompatible avec sa stabilité, préparant la crise de 2008.

À un niveau général, pourtant, les réformes financières du New Deal faisaient système avec un ensemble de politiques plus vaste, réformant le travail et la fiscalité, créant la Sécurité sociale, et dont l'objectif était une distribution plus égale du travail et des revenus et une moindre instabilité plus que l'efficacité économique. En matière financière, il visait à segmenter le marché du crédit de manière à assurer la stabilité de chaque segment et, surtout, son contrôle par le pouvoir politique, au détriment des grands acteurs financiers et de la banque centrale. Cela allait de pair avec un pouvoir exécutif fédéral renforcé vis-à-vis des États (le budget fédéral fit plus que doubler en pourcentage du PNB et le déficit devint, *volens nolens*, une pratique fédérale), mais aussi par rapport au Fed, notamment par la création, en 1934, d'un fonds de stabilisation des changes placé sous l'autorité du Treasury, qui aurait pu ainsi contrebalancer la politique monétaire.

La déconstruction de la législation financière du New Deal n'a pas, par ailleurs, conduit à un système homogène, et la dérégulation d'un système financier encore partiellement segmenté a pu accroître sa fragilité : les agences et instances de contrôle étant aussi nombreuses (voire plus) que les anciens segments du marché, et peu coordonnées, elles deviennent impuissantes lorsque le système se réunifie par le jeu d'une dérégulation s'articulant autour du marché financier, comme le montre, par exemple, la stabilité financière que connaît le Canada, où le système est peu fragmenté, les banques importantes, et l'ensemble contrôlé par un régulateur unique (Bordo *et al.*, 2011).

Après la crise de 2009, le Congrès américain a adopté la loi Dodd Frank en 2010, qui prévoit plus de transparence et de responsabilisation des grandes banques, notamment la préparation par chacune d'elles d'une procédure de liquidation ordonnée de manière à protéger gouvernement et banque centrale du chantage du « trop gros pour faire faillite » (*too big to fail*). En harmonie avec son époque, cette loi prévoit moins un accroissement du pouvoir du gouvernement que la délégation de l'exercice dudit pouvoir à un très grand nombre d'agences aux compétences parfois contradictoires, et ce processus promet d'être d'autant plus long que les grandes banques ont très vite réaffirmé leur droit à participer à leur propre régulation. Le Consensus de Washington, remis en cause

pendant deux ans, a repris l'essentiel de ses prérogatives. Le 22 mai 2018, le Congrès a d'ailleurs réduit de 38 à 12 (sur les 5 670 que comptent les États-Unis) le nombre des banques soumises à la surveillance directe du Fed du fait du risque systémique qu'elles représentent.

## Conclusion

Quand Roosevelt arriva au pouvoir, l'Amérique faisait face à une dépression qui empirait depuis quatre années. Quand bien même les raisons profondes de la dépression étaient sans doute dans des réactions populaires contre la mondialisation et dans les tensions géopolitiques issues de la Grande Guerre (James, 2000 ; Kindleberger, 1986), il préféra accuser la spéculation financière et mettre en place un ensemble de réglementations qui constitua un tournant pour le système financier américain. En Europe, du fait des deux chocs majeurs que représentèrent les guerres mondiales, les régulations financières furent plus étalées dans le temps et tinrent compte des spécificités nationales, même si le mouvement d'ensemble fut comparable à celui des États-Unis. Là aussi, la segmentation du marché et le renforcement du pouvoir exécutif furent de mise, qui perdurèrent bien au-delà de la chute des régimes totalitaires. Du fait du poids des États-Unis après 1945, les dérèglementations qui y eurent lieu s'étendirent de gré ou de force à l'Europe, même si les systèmes financiers purent y demeurer en partie différents jusqu'à aujourd'hui. Face à la crise de 2008, les États-Unis ne changèrent pas – du moins jusqu'à présent – cette orientation libérale, sauf par une politique monétaire dont les conséquences restent imprévisibles. L'Europe ne répondit pas très différemment, même si ce fut la crise des dettes souveraines et non une crise bancaire qui lui imposa d'adopter la même politique monétaire, et qui la poussa à construire des structures communes pour la régulation des banques et des marchés. A-t-on pour autant tiré toutes les leçons de l'histoire mouvementée de la régulation financière et des crises du XX<sup>e</sup> siècle ? Aujourd'hui, le consensus de Washington semble quasiment restauré, mais les réactions contre la mondialisation se durcissent des deux côtés de l'Atlantique. Éviter une autre Grande Dépression reste un défi.

## Références

- ALLEN F. & GALE D. (2000), "Comparing Financial Systems", MIT Press.
- BERNANKE B. S. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.
- BERNANKE B. S. & JAMES H. (1991), "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in Internationale Comparison", in HUBBARD R. G. (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago.
- BORDO M., REDISH A. & ROCKOFF H. (2011), "Why didn't Canada have a banking crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or...)?", NBER WP 17312.
- CALOMIRIS C. & WHELOCK D. (1998), "Was the Great Depression a Watershed for American Monetary Policy?", in BORDO M. D., GOLDIN C. & WHITE E. (1998), *The Defining Moment: the Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, University of Chicago Press & NBER, pp. 23-66.
- CALOMIRIS Ch. (2010), "The political lessons of Depression-era banking reform", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 540-560.
- CALOMIRIS Ch. & MASON J. R. (2003), "Fundamentals, Panics and Bank Distresse During the Depression", *American Economic Review* 93, pp. 1615-1647.
- CALOMIRIS Ch. & WHITE E. (1994), "The Origins of Federal Deposit Insurance", in GOLDIN C. & LIBECAP G. (eds), *The Regulated Economy : A Historical Approach to Political Economy*, University of Chicago Press & NBER, pp. 145-188.
- EICHENGREEN B. (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York, Oxford University Press.
- EICHENGREEN B. & O'ROURKE K. H. (2009, 2010), "A Tale of Two Depressions. What the new data tell us", *Vox eu*, 6 avril 2009, mis à jour le 4 juin 2009 et le 8 mars 2010.
- FISHER I. (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1, n°4, pp. 337-357.
- FRIEDMAN M. & SCHWARTZ A. J. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton U.P.
- GOETZMANN W. & NEWMAN F. (2010), "Securitization in the 1920s", NBER WP 15650.
- GROSSMAN R. & MEISSNER Ch. (2010), "International aspects of the Great Depression and the crisis of 2007 similarities, differences, and lessons", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 318-338.
- HAUTCOEUR P.-C. (2009), *La Crise de 1929*, La Découverte.
- JAMES H. (2001), *The End of Globalisation: Lessons from the Great Depression*, Cambridge, Harvard U.P.
- KINDLEBERGER C. P. (1986), *The World in Depression: 1929-1939*, University of California Press.
- KRUGMAN P. (2009), "The Great Recession versus the Great Depression", *Conscience of a Liberal*, *New York Times*, 20 March.
- KREGEL J. A. (1997), "The role of 1930s regulations in the development of financial markets in postwar United States, Germany and Great Britain", in FORSYTH D. J. & NOTERMANS T. (eds), *Regime changes. Macroeconomic policy and financial regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*, Oxford: Berhahn Books, pp. 256-309.
- LACOUÉ-LABARTHE D. (2005), « La France a-t-elle connu des paniques bancaires inefficaces ? », *Revue d'économie politique*, 115, 5, pp. 633-656.
- SHORT D. (2009), "Four Bad Bears", *DShort: Financial Lifecycle Planning*, 20 March.

- McLEAN B. (2015), *Shaky Grounds : the Strange Saga of the U.S. Mortgage Giants*, Columbia Global Reports.
- MINSKY H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill.
- SCHUBERT A. (1991), *The Credit-Anstalt Crisis of 1931*, Cambridge U.P.
- SCHUKER S. A. (1988), *American "Reparations" to Germany, 1919-1833: implications for the Third World Debt Crisis*, Princeton U.P.
- TEMIN P. (1989), *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, MIT Press.
- TEMIN P. (2010), "The Great Recession & the Great Depression", *Daedalus* 139, n°4, Fall.
- GROSSMAN R. & MEISSNER Ch. (2010), "International aspects of the Great Depression and the crisis of 2007. Similarities, differences, and lessons", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 318-338.
- VOYNET D. (2008), « Un New Deal européen, écologique et social », *Le Monde*, 11 novembre.
- WHEELOCK D. (2010), "Lessons Learned? Comparing the Federal Reserve's Responses to the Crises of 1929-33 and 2007-09", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 92, 2, pp. 89-107.
- WHITE E. (2009), "Lessons from the great American real estate boom and bust of the 1920s", NBER WP 15 573.
- WOLF N. (2010), "Europe's Great Depression: coordination failure after the First World War", *Oxford Review of Economic Policy* 26, 3, pp. 339-369.

# Complexité de la réponse réglementaire à la crise

Par Pierre-Charles PRADIER

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, LabEx ReFi

La crise financière de 2008 apparaît aux États-Unis et trouve un écho planétaire, comme en témoigne la mobilisation du G20. Bien que le problème résulte d'abord d'une insuffisance de la supervision, un consensus solennel se dégage autour d'un agenda réformateur de la finance, au sens le plus large, avec une gouvernance mondiale structurée autour du G20. L'urgence a produit des avancées significatives, notamment en matière de réglementation des institutions, de lutte contre les paradis fiscaux et d'alignement des intérêts. Toutefois, l'élan s'est depuis manifestement brisé et la coopération a laissé la place à des formes de concurrence qui deviennent visibles, par exemple autour des innovations numériques. Comme le changement des règles a déplacé les problèmes plus qu'il ne les a résolus, l'acquis principal de la crise semble avoir été le développement de forums à l'échelle du G20.

**S**i la crise financière qui se dénoue en 2008 est d'abord américaine dans son origine et dans ses conséquences, la réponse s'organise à l'échelle du monde : après la faillite de Lehman, le 15 septembre, et l'annonce d'une aide d'urgence à AIG, le 16, une réunion des ministres des Finances du G7 en octobre paraît insuffisante pour Gordon Brown, Angela Merkel ou bien encore Nicolas Sarkozy, qui plaident chacun à leur manière pour un « Bretton Woods II ». Pour marquer l'urgence de la situation et la solennité de leur engagement, les chefs de gouvernement du G20 décident alors d'organiser un sommet, le premier du genre. Comme le G20 représente 67 % de la population de la planète, 85 % du PIB et certainement plus de 90 % des actifs financiers, on peut parler d'une mobilisation mondiale. Cette première rencontre du G20 à Washington en novembre 2008 débouche sur une déclaration finale énumérant des propositions vagues et des phrases au conditionnel. Le résultat ne paraît pas à la hauteur de l'enjeu, et un nouveau sommet est convoqué pour le mois d'avril suivant. La dégradation rapide de la conjoncture économique et l'alternance politique aux États-Unis précipitent la tenue du sommet de Londres, lequel va poser un diagnostic et organiser la réponse réglementaire.

Dans ce texte, nous allons nous concentrer sur la réforme commune de la régulation financière à l'échelle de la planète, et non sur les détails des politiques spécifiques conduites par les États. Après avoir présenté une dynamique d'ensemble qui contraste avec le fonctionnement « en silos » prévalant jusqu'alors, nous ferons le bilan des dix années écoulées, avant de nous interroger sur les limites de la convergence réglementaire.

## Réformer la régulation financière

La mobilisation du G20 en 2008 procède d'une mise en scène spectaculaire : après des émeutes de la faim au printemps dans les pays émergents, et alors que l'on craint une relance de l'agitation antimondialisation (qui s'est effectivement exprimée en 2011 avec l'« occupation » de Wall Street), les chefs de gouvernement veulent marquer solennellement leur engagement. Au-delà du symbole, l'agenda décidé aux sommets de Londres et de Pittsburgh est exceptionnel par son ampleur : il conduit à organiser une gouvernance mondiale de la régulation financière.

## Un agenda d'une ampleur exceptionnelle

Les déclarations finales des sommets de Londres et de Pittsburgh insistent sur la nécessité de penser la régulation financière de manière cohérente et coordonnée pour éviter les arbitrages réglementaires qui ont conduit à la crise. Allen et Gale (2007) avaient publié, juste avant le déclenchement de celle-ci, un texte remarquable qui montrait les effets pervers d'une régulation partielle : les risques trop coûteux pour les banques sont cédés à des assureurs qui ne peuvent pas toujours les porter, et ne sont pas convenablement contrôlés, comme l'ont montré la crise des *subprimes*, d'une part, et les difficultés d'AIG, d'autre part. Le G20 ne peut donc pas se contenter de serrer les boulons de la régulation des entités du secteur financier ou présenter une liste à jour des projets de réformes plus ou moins dans les tuyaux, il faut dès lors qu'il établisse un agenda cohérent. Les sommets de Londres et Pittsburgh fixent alors des ambitions d'un niveau des plus élevés : « Un retour à la prise de risque

excessive qui prévalait dans certains pays avant la crise est exclu ». Cela se traduit par un programme qui dépasse le champ habituel de la régulation financière.

La rémunération des personnes physiques constitue sans conteste le point saillant de l'agenda de Pittsburgh, avec six items associés qui seront traduits dans des principes et normes encadrant les rémunérations dans les institutions financières les plus significatives (CSF, 2009) : il s'agit fondamentalement d'aligner les incitations des opérateurs sur une politique saine de gestion des risques. Pour cela, les politiques de rémunération doivent être raisonnablement transparentes, décidées par un comité indépendant : il convient à ce titre de favoriser le moyen ou le long terme en étalant le versement de la part variable des rémunérations. La mise en œuvre de ces principes de cohérence élémentaire entre les objectifs des entreprises et ceux des agents s'est avérée difficile. L'article de Christophe Moussu publié dans ce numéro de *Réalités industrielles* montre comment les dirigeants de banques ont résisté à l'augmentation des capitaux réglementaires, qu'ils interprétaient comme une baisse de leur performance mesurée par le rendement de l'actif. La résistance des banquiers a évité, partout, l'inscription de ces principes dans la loi. Il semble toutefois que les pratiques aient effectivement changé dans le bon sens : Cerasi *et al.* (2017) ont récemment montré que les rémunérations variables des cadres dirigeants étaient désormais liées au risque, qu'elles avaient significativement baissé dans les banques d'investissement (supposées plus risquées), et dans les banques où la gestion des risques s'était renforcée. Le vote par les actionnaires des politiques de rémunération des sociétés cotées s'est aussi généralisé en Grande-Bretagne et aux États-Unis, confirmant un mouvement qui avait commencé juste avant la crise (Companies Act britannique de 2006).

Second sujet d'importance dans l'agenda du G20 : les juridictions non coopératives. En effet, il est inutile de durcir la régulation si les régulés peuvent choisir d'aller se faire déréguler ailleurs. En conséquence, le sommet de Londres avait proclamé que « l'ère du secret bancaire est révolue ». Johannesen et Zucman (2014) ont montré, malheureusement, que l'échange automatique d'informations avait surtout conduit les justiciables à déplacer leurs fortunes vers des pays qui s'étaient soustraits aux conséquences de cette déclaration. Le développement d'Internet a en partie éclipsé les problèmes de la décennie 2000 : aujourd'hui la question de l'imposition des GAFAM a pratiquement fait oublier les engagements du G20 et la concurrence fiscale et réglementaire à l'intérieur de l'UE. C'est assez pour dire que l'agenda réformiste défini en 2009 n'a pas été entièrement mené à bien : la réforme s'est rapidement concentrée sur la stabilité financière entendue comme la stabilité du secteur financier.

### La gouvernance mondiale de la régulation financière

Pour s'assurer de l'avancée de la réforme, le sommet de Londres a décidé d'en confier le suivi au Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*), qui prend ainsi la suite du Forum de la stabilité financière. Le CSF est une organisation légère (une trentaine de personnes) qui

élabore les cadres de réflexion et assure le suivi des décisions du G20. Il recourt à des experts en tant que de besoin : ainsi mobilise-t-il le FMI pour encadrer les institutions financières d'importance systémique, ainsi que le Groupe de Bâle (*Basel Committee on Banking Supervision*) – quand il s'agit des banques – ou l'Association internationale des contrôleurs d'assurances (*International Association of Insurance Supervisors*) – pour les assureurs. Olivier de Bandt fait le point dans ce numéro de *Réalités industrielles* sur la régulation des institutions systémiques. Le G20 prescrit également d'associer au CSF l'IASB pour élaborer les normes comptables ou le GAFI en ce qui concerne l'évasion fiscale. Ces processus laissent de nombreuses traces écrites : des lignes directrices ou des cadres conceptuels, en amont, et des rapports annuels, en aval.

La coordination assurée par le G20 et le CSF, à l'échelle mondiale, s'organise aussi au niveau national. C'est ainsi que les États-Unis se sont dotés d'un Conseil de surveillance de la stabilité financière (*Financial Stability Oversight Council*), les Européens d'un Conseil européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board*), et les Français d'un Haut Conseil de stabilité financière. Le premier réunit les chefs des agences de régulation américaines et est doté de pouvoirs directs lui permettant de passer outre les superviseurs. Les suivants fonctionnent plutôt comme des services d'expertise au bénéfice des banques centrales européenne ou française. Ils participent donc à la surveillance macroprudentielle : pour de plus amples développements sur ce sujet, le lecteur est invité à consulter l'article d'Agnès Bénassy-Quéré également publié dans ce numéro. Contentons-nous ici de souligner le fait que ces entités transversales ont été des lieux de circulation de l'information plutôt que des organes de décision.

Comment le CSF a-t-il fait avancer l'agenda défini à Londres et à Pittsburgh ? Réponse dans la section suivante.

## Bilan de ces dix années de réformes

La loi Dodd-Frank, d'une part, et les quarante-deux directives et règlements, d'autre part, adoptés par l'Union européenne pour réguler le secteur financier entre 2008 et 2017 constituent des symboles d'une réforme herculéenne du secteur financier. Le rapport 2017 du CSF (*Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms – 2017 annual report*) résume leur effet à l'aune de l'agenda décidé par les différents sommets du G20. Les réformes entreprises en 2009 ont notamment conduit à :

- renforcer les capitaux des banques : l'article de Marie-Anne Barbat-Layani qui lui aussi figure dans ce numéro détaille les avancées réalisées en la matière ;
- assurer la liquidité bancaire à court terme par le ratio de couverture (*liquidity coverage ratio*) ; le ratio à un an (*Net Stable Funding Ratio*) est en revanche resté dans les limbes ;
- préciser les règles en matière de résolution (on rappelle que ce terme désigne la procédure de sauvegarde spécifique aux institutions financières), surtout dans les pays de l'UE, ceux du G7 et chez les dragons asiatiques en



ce qui concerne les banques, et dans l'UE et les dragons asiatiques pour l'assurance ;

- imposer aux institutions systémiques des exigences accrues, aussi bien dans le domaine des capitaux et de la supervision que dans celui de l'anticipation d'une possible résolution ; les pays principalement concernés sont ceux du G7 et de l'UE ;
- réguler les contrats dérivés de gré-à-gré par un enregistrement et une compensation centralisée. Mais ce n'est pas encore le cas pour tous les pays du G20. Les règles de fixation des appels de marge sont encore moins harmonisées, mais il est vrai que tous les pays ne possèdent pas des marchés à terme ;
- dans le domaine de la finance parallèle, à ce que le CSF travaille avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV-IOSCO) pour produire des recommandations sur la régulation des fonds du marché monétaire (évaluation en valeur conventionnelle, gestion de la liquidité) et des opérations de titrisation (alignement des intérêts des parties prenantes avec la rétention par l'émetteur de 5 % des titres émis) ;
- à ce qu'une série de sujets soient couverts par des recommandations. On a déjà évoqué les rémunérations, mais c'est aussi le cas de la compensation ou du traitement des données manquantes (*data gaps*) ;
- enfin, à ce que le CSF inaugure de nouveaux chantiers d'harmonisation, par exemple l'harmonisation des normes capitalistiques pour l'assurance (*insurance capital standards*), qui doivent jouer pour ce secteur le rôle joué par les accords de Bâle pour la banque.

Le résultat global de ce processus de réforme et d'harmonisation est que les institutions financières sont plus résistantes et mieux supervisées, les participants aux marchés sont mieux informés sur la nature des titres et les autorités interviennent sur l'ensemble des opérations, en particulier les opérations internationales apparaissent beaucoup moins incertaines et beaucoup mieux coordonnées. Dans son article publié dans ce numéro, Michala Marcussen indique combien nous avons gagné en éloignant le spectre d'une nouvelle crise financière. Toutefois, dans le sillage d'Allen et Gale, Jean-François Lepetit fait valoir que la régulation s'est renforcée précisément là où elle était déjà solide, et que des poches d'ombre demeurent dans lesquelles les risques systémiques s'accumulent, en particulier dans une finance parallèle encouragée par la titrisation.

Face à une régulation d'intensité diverse, on peut certes faire preuve d'optimisme en considérant que les États mieux-disants parcourent des territoires inexplorés pour partager ensuite leurs expériences : c'est notamment le cas de l'Union européenne, qui est très en avance en ce qui concerne la réglementation des fonds ou des assurances (voir l'article de Hertig publié dans ce numéro et Douady *et al.*, 2017). Toutefois, le dessein d'empêcher l'arbitrage réglementaire grâce à une harmonisation générale reste à concrétiser, et l'on peut se demander si l'on n'a pas déjà atteint les limites du processus de convergence.

## Les limites de la convergence

Les partenaires du G20 n'ont pas réussi à s'entendre sur des sujets importants comme la séparation des activités bancaires ou la garantie des dépôts : ces sujets ont été inscrits dans l'agenda vers 2012, à un moment où l'élan des sommets de Londres et Pittsburgh commençait à s'affaiblir. Si l'on peut parler de « cycle de la régulation » pour désigner l'idée que l'on prend de mesures radicales après la crise et qu'elles s'affaiblissent au fur et à mesure que l'on s'en éloigne, on peut aussi distinguer ce qui relève de la difficulté à coopérer de ce qui se rattache à la concurrence réglementaire.

## Les difficultés de la coopération

La coopération n'est pas un phénomène spontané : les cadres juridiques diffèrent et tendent donc à se développer différemment, les agences chargées de réguler cherchent plus volontiers à s'autonomiser qu'à consulter leurs pairs. Pour illustrer ces difficultés, on pourrait considérer les applications de l'informatique à la finance (*fintech*) en général : sur ce point, le lecteur est invité à lire l'article d'Antoine Souchaud et Héloïse Berkowitz figurant dans ce numéro. Mais un exemple permettra d'en comprendre toute la complexité : les cybermonnaies, émises en quantité au cours de l'année 2017, sont qualifiées aux États-Unis de titres financiers, dès lors qu'elles sont émises contre paiement et que leur valeur dépend de l'action d'un tiers (c'est ce que l'on appelle le *Howey Test*). C'est donc le cas, en particulier, des jetons vendus comme des bons d'achat d'un produit dont le développement n'est pas encore achevé. En Europe, ces bons d'achat constituent une anticipation du chiffre d'affaires et non des titres financiers au sens où la directive MIF2 les définit (art. 4.1.44). Aux États-Unis, toutefois, c'est seulement lors de leur vente au public (ICO) que ces jetons relèvent de la compétence de la *Securities and Exchange Commission*, leur circulation ordinaire étant du ressort de la *Commodities Futures Trading Commission* si elles font l'objet de contrats à terme. Or, une telle dualité de compétence n'existe pas en Europe. Cet exemple montre que, sans une impulsion politique déterminée, il paraît peu probable que l'UE et les États-Unis trouvent spontanément des termes communs pour désigner et réguler les cybermonnaies.

L'impulsion politique peut toutefois fonctionner à rebours, comme en témoigne l'exemple des sanctions américaines imposées à l'Iran : l'UE avait ainsi légiféré, dès 1996 (règlement 2271/96), pour soustraire ses entreprises aux « effets de l'application extraterritoriale d'une législation adoptée par un pays tiers », mais ce texte n'était resté qu'une simple menace susceptible d'être brandie dans le cadre d'un processus de négociation. Aujourd'hui, les orientations réglementaires de l'UE et des États-Unis semblent diverger, au point que l'on peut se demander si la régulation financière n'est pas devenue un instrument de leurs politiques concurrentielles respectives.

## Le retour de la concurrence réglementaire ?

Un premier exemple de concurrence réglementaire pourrait être fourni par le paquet dit Bâle IV : l'article de Marie-Anne Barbat-Layani élabore ce que nous résumerons en disant que dès avant l'élection de Donald Trump, les Américains plaident pour un changement des règles prudentielles applicables aux banques. À des mesures du risque d'actifs qui sont propres aux banques (les « modèles internes »), ils proposent de substituer un levier global. Il ne s'agit pas seulement de changer le dénominateur du ratio de capitaux réglementaires, c'est le modèle économique tout entier qui est remis en cause. L'organisation du secteur financier américain favorise la sortie du bilan des crédits titrisés, tandis que les banques européennes gardent ces mêmes crédits à leur bilan, mais sélectionnent les emprunteurs « les moins risqués ». S'il n'est plus possible d'encourager les banques à choisir les « meilleurs » risques, alors c'est tout le mode de production du crédit bancaire qui est à revoir, et, sur ce point, le modèle européen semble inadapté pour faire face à la concurrence mondiale. Le paquet dit Bâle IV étant en discussion depuis 2014, on peut considérer que cette année marque la fin d'un effort commun et le début d'une instrumentalisation concurrentielle de la régulation.

Faire prévaloir son modèle d'organisation est une chose, se dérober aux obligations que l'on a soi-même édictées en est une autre : depuis l'élection de Donald Trump, l'Administration américaine a clairement adopté une politique de dérégulation. Ainsi, le renouvellement des directeurs d'agences a entraîné un changement de majorité au sein du Conseil de surveillance de la stabilité financière (FSOC), lequel a voté de nouvelles normes pour débarrasser les grands assureurs de leur étiquette systémique, et, de fait, pour leur permettre de se soustraire aux exigences afférentes du CSF. Plus récemment, la loi Crapo (du nom du sénateur républicain qui en a écrit le projet) a proposé de remonter la valeur-seuil de l'actif qui conduisait à considérer automatiquement une banque comme systémique et à lui appliquer les dispositions les plus contraignantes : les banques dont l'actif vaut entre 50 milliards de dollars (ancien seuil) et 250 milliards de dollars (nouveau seuil) ont donc bénéficié d'une dérégulation. Il y a fort à parier que ce genre d'assouplissements devrait se multiplier, et, de fait, améliorer la profitabilité des institutions financières américaines, au prix toutefois d'un risque accru de défaillance de l'une d'entre elles. On peut donc interpréter la politique de l'Administration Trump comme une tentative de favoriser la compétitivité des institutions financières en réduisant la régulation : le cycle initié par le G20 de Londres a donc dépassé son point de bascule. Pour autant, on ne peut pas encore parler de course à l'abîme (*race to the bottom*) entre les membres du G20.

Cette course à l'abîme a pourtant déjà commencé pour des juridictions périphériques qui font de la dérogation aux règles communes le cœur de leur attractivité. Les cybermonnaies ont ouvert une brèche dans le secteur financier au moment même où l'application des règles de lutte

contre le blanchiment d'argent devenait uniforme, grâce, en particulier, à la menace des sanctions américaines. Si le système bancaire traditionnel s'est engagé à contenir leur développement en n'acceptant pas les espèces en provenance des changeurs (*exchange*), l'État de Malte a, sans vraiment s'en caché, opté pour un régime juridique et un contrôle accommodants. En mai 2018, trois textes de loi ont été promulgués par cet État, dont un donne notamment la personnalité juridique aux protocoles informatiques (Innovative Technology Arrangements and Services Act, 2018 – *Government Gazette of Malta*, n°19,994 – 22 mai 2018). L'objectif de Malte est d'accueillir les investissements et les emplois liés au développement des applications de l'informatique à la finance, comme elle l'a fait pour les jeux d'argent en autorisant ce à quoi s'opposent ses voisins européens : en 2016, les jeux représentaient 12 % du PIB maltais. Ce genre de projet paraît toutefois peu coopératif, dans la mesure où, précisément, il implique un relâchement des normes antiblanchiment ou du principe de publicité du propriétaire final en dernière analyse (UBO), un principe qui vient juste d'être adopté par un vote du Parlement européen pour les sociétés commerciales..., mais pas pour les protocoles informatiques.

Le retour d'attitudes non coopératives au sein même de l'Union européenne, tout comme l'instrumentalisation de la régulation à des fins concurrentielles par l'Administration Trump traduisent vraisemblablement le fait que l'élan unanime pour en finir avec les excès de la finance par la régulation s'est brisé. Cela ne doit pas faire oublier les progrès qui ont été accomplis à l'initiative du G20 en matière de renforcement des capitaux propres des institutions, de transparence des opérations et de contrôle. Mais ces progrès sont à la merci de la reconstitution de nouveaux canaux de financement opaques et mal régulés : l'essence de la finance est de proposer des solutions plus simples, plus discrètes et moins coûteuses. Aussi, l'idée de régler les problèmes une bonne fois pour toutes n'est qu'une illusion. Est-ce à dire pour autant que nous serions revenus au *status quo ante* (*discriminem*) ? Non, car la réglementation a été harmonisée dans bien des domaines où l'émergence d'un problème systémique paraît désormais moins crédible. Reste qu'en Chine le financement participatif a cependant construit un gigantesque écheveau de contraintes nouées autour de l'immobilier et du crédit aux entreprises. Ailleurs, l'abondance de liquidités a entraîné des bulles d'actifs, partout le risque de défaillance informatique constitue une source d'angoisse... Face à ces risques qui se renouvellent sans cesse, l'un des acquis de la réponse réglementaire de 2009 est d'avoir permis la création et la stimulation de lieux d'échange d'informations à l'intérieur des pays, mais aussi à l'échelle mondiale : ces forums, comme le Conseil de stabilité financière ou le GAFI, sont de maigres remparts contre les crises, mais celles et ceux qui y passent cherchent à comprendre les difficultés passées et à anticiper les risques pour prévenir leur réalisation.

## Bibliographie

ALLEN F. & GALE D. (2007), "Systemic risk and regulation", in CAREY M. & STULTZ R. M. (Eds.), *The Risks of financial institutions*, Chicago, University of Chicago Press.

CERASI V., DEININGER S. M., GAMBACORTA L. & OLIVIERO T. (2017), *How post-crisis regulation has affected bank CEO compensation*, BIS Working Papers, n°630.

CSF (2009), "FSB's Principles and Standards on compensation at significant financial institutions".

DOUADY R., GOULET C. & PRADIER P.-C. (2017), *Financial Regulation in the EU –from resilience to growth*, Palgrave.

G20 (2008), "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy".

G20 (2009a), "London Summit – Leaders' Statement", 2 April.

G20 (2009b), "Declaration on strengthening the financial system – London summit", 2 April.

G20 (2009c), "G20 Leaders Statement – The Pittsburgh Summit".

JOHANNESSEN N. & ZUCMAN G. (2014), "The End of Bank Secrecy? An Evaluation of the G20 Tax Haven Crackdown", *American Economic Journal: Economic Policy* 6(1): 65-91.

# L'optimisation, paravent de la spéculation

Par Christian STOFFAËS

Président d'honneur du Centre d'Études prospectives et d'Informations internationales

Les idées des économistes mènent le monde, et celles des économistes qui cédèrent aux sirènes des banques sont largement à l'origine de la crise de 2008. Heureusement, il existe encore des ingénieurs-économistes préoccupés de l'économie réelle – l'économie des technologies et des investissements, des usines et des infrastructures, des hommes et des rapports sociaux. Ils doivent prendre la parole pour modifier la vision du monde qui a débouché sur la grande crise contemporaine.

## L'aveu de Greenspan – La faute aux CDS

On va bientôt célébrer le dixième anniversaire du krach de Wall Street. Le moment n'est-il pas venu de prendre du recul pour comprendre ?

Parmi toutes les théories qui ont fleuri dans le sillage du krach, il faut privilégier le témoignage des acteurs, même si, par leur nature même, ils ne peuvent pas être objectifs, et ce d'autant moins si leurs discours procèdent d'une pensée préconçue.

Un moment révélateur dans l'histoire du krach est intervenu quelques semaines après le défaut Lehmann Brothers : le 25 octobre 2008 s'est déroulée une audition cruciale à la Chambre des représentants. Une commission d'enquête venait d'être mise en place rapidement pour examiner ce qui s'était passé, à l'image de la Commission Pecora – du nom du procureur de Manhattan qui dirigeait les investigations en 1930, après l'élection de Roosevelt –, cette Commission Pecora qui avait conclu à la faute des banques et fait adopter la législation Glass-Steagall instaurant une « muraille de Chine ».

Alan Greenspan a comparu devant la commission de 2008 en tant que témoin-clé. Et s'il en est un, c'est bien lui. Alan Greenspan a été le président de la Réserve fédérale pendant vingt ans et chacune de ses déclarations faisait trembler les marchés, au point qu'il les ponctuait du fameux « si vous m'avez compris, c'est que je me suis mal exprimé ».

Nommé par George Bush père au début des années 1980, il fut le gourou de cette époque flamboyante, doté d'une personnalité charismatique, ultra-libéral convaincu, se réclamant d'Ayn Rand, théoricienne extrémiste pour qui toute intervention publique crée une distorsion dommageable. Non seulement il a influencé son temps, mais il en a été aussi le véritable gourou, le porte-parole

des marchés financiers pendant les deux décennies de son mandat.

Alan Greenspan a été auditionné, d'une manière passée quasiment inaperçue, car intervenant au moment de l'élection de Barack Obama – événement qui occupait alors toute la place dans l'actualité.

Son audition a été passionnante, car le grand magicien des marchés y a révélé le cœur du système. Le président de la commission d'enquête, représentant au Congrès Beverly Hills et les milieux intellectuels de Californie, lui a demandé : « Monsieur le Président, vous avez été l'incarnation de cette époque, vous en avez influencé tout le climat idéologique, que s'est-il passé ? Est-ce que ce sont vos théories qui sont fausses ? Est-ce que tous ces fameux produits dérivés n'ont pas conduit à des risques excessifs ? » À quoi il a répondu : « Non, les produits dérivés et la titrisation ont été conçus pour garantir contre le risque, c'est-à-dire pour créer un marché où les acteurs économiques qui veulent se couvrir contre les risques, en particulier les entreprises commerciales et industrielles, rencontrent des acteurs financiers qui sont prêts à prendre des risques pour gagner de l'argent, les spéculateurs ».

Il a rappelé que les produits dérivés ont été créés pour garantir les entreprises à la suite de l'instauration des changes flottants après la déclaration d'inconvertibilité du dollar, puisque les changes flottants créent évidemment des risques de change pour les entreprises impliquées dans le commerce international. Greenspan a ainsi conclu : « Non, cette innovation financière n'est pas remise en cause. Nous avons eu un seul problème, c'est avec les CDS ».

Le *credit default swap* – ou CDS – est une police d'assurance contre le risque de défaut d'un prêt. Ce produit financier qui n'existait pas avant la dérégulation est assez largement à l'origine du krach, puisqu'il a créé pour les

spéculateurs l'illusion d'une assurance en leur autorisant une prise de risques effrénée.

Les CDS avaient pris une ampleur considérable, puisque leur marché atteignait, en 2008, 60 000 milliards de dollars de transactions. Quand le marché s'est retourné, on s'est aperçu de ce que les risques n'étaient pas couverts, en particulier avec la faillite d'AIG, la grande compagnie d'assurance qui s'en était fait une spécialité. Quand on prend l'engagement de garantir et que l'on n'en a pas les moyens, on est à la limite de l'escroquerie. Telle est la clé de la compréhension du krach.

### **Les économistes, instigateurs d'aléa moral**

En apportant la caution de leur science, les économistes ont légitimé la spéculation.

Illusion ou auto-persuasion ? Est-on tout à fait sûr que les marchés croyaient vraiment qu'ils étaient garantis contre les risques ? En réalité, ils faisaient semblant d'y croire, car cette croyance arrangeait tout le monde. Parce que, quand vous vous achetez une police d'assurance qui vous permet de vous protéger contre le risque d'un défaut sur un de vos investissements spéculatifs, vous pouvez spéculer sans limite. C'est ce que l'on appelle l'aléa moral, qui est l'explication centrale de la spéculation sur les titres des subprimes. L'aléa moral est un concept issu du monde des assurances. Quand vous êtes assuré, vous êtes tenté de faire n'importe quoi. Parce que vous êtes certain que, si vous prenez un risque, de toute façon vous êtes couvert. C'est évidemment la terreur des compagnies d'assurance.

Ces dernières années, les ingénieurs ont envahi les professions financières. Accompagnant cette conquête, les mathématiques sont devenues la langue commune de la colonisation de la finance et de la banque. Les modèles sophistiqués assuraient l'optimisation des portefeuilles d'actifs financiers en équilibrant les risques et la rentabilité, justifiant l'acquisition de titres sans valeur, à savoir des créances immobilières insolubles, les désormais célèbres subprimes.

De par leur légitimité scientifique, les économistes ont contribué à assurer la crédibilité des nouveaux instruments financiers auprès des investisseurs.

Les banquiers ont recruté de nombreux économistes. Croit-on que ce soit par amour de la science ? Plus prosaïquement, il s'agissait de séduire leurs clients. Les économistes de banque sont bien rémunérés – alors que les économistes, il y a vingt ans de cela, étaient de faméliques assistants de faculté, mal payés. Ils ont été recrutés par les banques, comme des sortes d'agents commerciaux, pour séduire leurs clients, pour vendre leurs titres. En outre, ils ont pris le contrôle de la pensée économique dominante.

### **L'essence du krach**

Le krach de Wall Street contemporain s'ordonne autour de deux dates clés : le 25 juillet 2007, c'est le défaut de Bear Sterns, premier craquement sur le marché des titres

subprimes, suivi, le 15 septembre 2008 – l'équivalent du « jeudi noir » – du défaut de Lehman Brothers, défauts de deux acteurs majeurs du marché financier de Wall Street.

Un krach est la conséquence, amplifiée, d'un défaut de paiement – un acteur économique, qu'il soit banque, grande entreprise, État, etc., qui n'est plus capable de tenir ses engagements et d'honorer ses échéances. Le défaut engendre un phénomène de boule de neige : tous les agents économiques qui ont dans leurs actifs au bilan des créances sur le failli sont obligés de tenir compte de leurs pertes, et un mécanisme de réaction en chaîne se diffuse.

Bear Stearns était une des grandes banques d'investissement de Wall Street. Le grand sujet d'engouement était à l'époque les titres subprime, qui sont des obligations de seconde zone représentant des prêts consentis à des acquéreurs peu solvables. À un moment, les contreparties de Bear Stearns se sont aperçues qu'on leur vendait du papier quasiment sans valeur, qu'elles avaient acquis pour optimiser leurs portefeuilles en équilibrant les risques et la rentabilité.

Les titres sont du papier – des contrats, des promesses qui reposent sur la confiance qu'on leur prête. Si soudain survient un problème de crédibilité sur la validité du contrat, c'est là que naît le krach. Les clients de Bear Stearns se sont aperçus que certains des véhicules de titrisation échangés sur le marché – qui sont de savants mélanges de titres – étaient en réalité sans valeur, ou contenaient des titres pourris.

Un climat de défiance s'est alors installé au sein d'un milieu financier qui baignait jusqu'alors dans l'euphorie. Les banques se sont méfiées, ont cessé de se prêter les unes aux autres. Les banques centrales ont immédiatement réagi en créant des liquidités, en se substituant aux banquiers qui ne voulaient plus prêter à leurs collègues. Puis le climat de défiance a dégénéré, et il y a eu un vrai krach, en septembre 2008. On peut se demander pourquoi le gouvernement fédéral n'a pas secouru Lehman Brothers alors qu'il l'aurait pu : il ne faut pas oublier que l'on était alors sous l'Administration Bush finissante.

Toutes les contreparties de Lehman, les grandes banques de Wall Street, se sont retrouvées avec de lourdes pertes dans leurs bilans. Les appels de marges les ont contraintes de rapatrier dans leurs comptes les véhicules de titrisation.

On a aisément démonté le mécanisme spéculatif des crises spéculatives du passé : c'est la rue Quincampoix et les titres de la Compagnie des Indes de John Law ; c'est le marché des tulipes d'Amsterdam ; c'est Wall Street en 1929. Et toujours l'idée que cette fois, c'est différent, le climat d'euphorie – « l'exubérance irrationnelle », titre du livre de Greenspan visant à le disculper par avance de sa politique monétaire et de son discours de facilitation spéculative ; ou encore les « esprits animaux » dont parle Keynes. La spéculation contemporaine est plus grave : on ne se rendait pas compte que l'on spéculait à haut risque.

En 1929, on pouvait aisément se rendre compte de ce que l'on spéculait, parce que l'on voyait les cours de la Bourse

monter sans limite, et on savait bien qu'ils ne monteraient pas jusqu'au ciel. La crise de 2008, on ne l'a pas vue venir, parce que la spéculation était dissimulée par les artifices de l'ingénierie financière : la titrisation, les « véhicules hors-bilan », les modèles sophistiqués d'optimisation des portefeuilles d'actifs et leurs équations mathématiques, etc. Toujours le « cette fois, c'est différent », car les modèles économiques étaient censés garantir la fiabilité des outils. Les acteurs du marché ne savaient pas qu'il y avait une spéculation à haut risque, ou plus exactement ils faisaient semblant de ne pas le savoir, parce que ça les arrangeait de pouvoir spéculer avec bonne conscience.

On a bien observé quelques *runs*, des débuts de panique : ainsi, à Northern Rock, en Angleterre, où l'on a pu voir quelques queues de clients se précipitant aux guichets des banques. Ensuite, le gouvernement fédéral a été obligé de secourir les banques, contrairement à ce qui s'était passé en 1929, où beaucoup de banques ont dû déposer leur bilan. Au nom de l'idéologie libérale et punitive de l'époque, les spéculateurs devaient payer pour leurs fautes ; il fallait purger le marché et le gouvernement avait donc refusé de les soutenir. Et c'est ainsi que la crise s'est propagée avec les proportions inouïes que l'on connaît. Cette fois, instruits par le funeste précédent, on a pratiqué à grande échelle le *bailout*, c'est-à-dire le secours apporté par les fonds publics aux banques en faillite, ou au bord de la faillite.

### La spéculation sans couverture

La cause profonde de la crise est le contournement systématique des règles prudentielles, règles qui vous obligent, lorsque vous intervenez sur les marchés financiers, à avoir des garanties contre le retournement du marché.

La règle prudentielle est la règle d'or des assurances. Une compagnie d'assurance n'est pas autorisée à vendre des polices d'assurance sans avoir de couverture. Si vous avez une police d'assurance, que vous avez un accident, et que votre compagnie d'assurance vous dit alors : « Pas de chance, je n'ai rien, pour vous garantir... », c'est une escroquerie.

Le krach, c'est quand on s'est aperçu que Bear Stearns avait acheté des titres avec un taux de couverture de 35 – c'est-à-dire qu'elle n'avait dans son bilan que 1/35<sup>e</sup> de fonds propres pour garantir ces investissements spéculatifs à la merci du moindre défaut de paiement des emprunteurs. La faillite de Lehman Brothers a, quant à elle, révélé un ratio de 50, donc une très grande vulnérabilité au moindre retournement du marché. Et la faillite d'AIG a révélé que les risques de défaut n'étaient pas couverts.

Pourquoi prendre des risques aussi lourds, alors que le métier de banquier requiert de la prudence si l'on veut pouvoir récupérer ses fonds ? Parce que le métier des banques est de gérer les dépôts des clients et de prêter, pour percevoir des agios – métier un peu ennuyeux et peu lucratif – et le métier des traders sur les marchés est d'échanger des titres pour percevoir de plantureuses commissions. Donc, dès lors qu'il n'y a pas de risque, il n'y a pas de limite à l'activité de prêts, même aux clients

potentiellement insolvable, pas de limite aux achats de titres, même pourris.

La question centrale est de comprendre comment on a laissé s'installer le mécanisme de défaut de couverture qui est lié au phénomène de titrisation. La titrisation, c'est lorsqu'un créancier, une banque externalise de son bilan ses créances sur des emprunteurs pour les vendre sur le marché. C'était une pratique jusqu'alors peu répandue, qui s'est beaucoup développée depuis l'abrogation du Glass-Steagall Act, jusqu'à atteindre des niveaux colossaux à travers les véhicules hors-bilan. Les « véhicules » d'investissements sont des filiales créées par les banques pour recueillir leurs titres et les regrouper en de savants mélanges, visant à l'optimisation du couple formé par le risque et la rentabilité. Une banque se débarrasse de ses créances en se les vendant à elle-même, à travers les véhicules. Les savants mélanges de titres réalisés au sein des véhicules font oublier qu'ils contiennent des titres sans valeur, des *junk bonds* qui ne disent pas leur nom. Les véhicules n'ont pas de fonds propres, seulement des garanties hors bilan de leur maison-mère. Ce dispositif constitue un mécanisme diabolique qui permet de spéculer sans limite. Comme il n'y a pas, ou peu, de fonds propres en garantie, le jour où le marché se retourne, le défaut apparaît, générant le krach.

### La dérégulation des marchés financiers : l'abrogation de Glass Steagall

La réforme fondamentale au cœur de la dérégulation financière fut l'abrogation de la législation antitrust issue du krach de 1929, le Glass-Steagall Act. Carter Glass était représentant de New York à la Chambre et Henry Steagall, sénateur de l'Alabama. Tous deux étaient des Démocrates : le patricien de la Côte Est, promoteur de la Réserve fédérale quand il était secrétaire au Trésor (créer une banque centrale : « *the perfect distortion* » du marché financier, selon les extrémistes...), et l'ami des fermiers du Sud, ruinés par les raisins de la colère.

Quelques semaines à peine après l'élection de Franklin Roosevelt, à la suite des accusations de la Commission Pecora, Glass et Steagall ont porté tous deux la législation qui a contraint les banques à se scinder. En 1933, il a alors suffi de quelques semaines pour faire adopter une législation qui a obligé les établissements financiers à se scinder. L'analyse a été faite que le krach de 1929 est venu de l'encouragement donné par les banques à la spéculation des particuliers, et de la confusion entre les métiers de banques d'investissement et de banques de dépôt – une banque de dépôt, ce sont des millions de déposants, d'énormes disponibilités financières, mais qui sont des disponibilités liquides, mobilisables à tout moment, et les banques d'investissement, elles, prennent des risques à long terme. Selon le principe fondamental de l'antitrust, on les a donc scindées pour prévenir les abus de position dominante.

La différence frappante, c'est qu'après la rupture politique de l'élection présidentielle de 1932, en quelques semaines dans une atmosphère de crise générale et de rupture politique qui n'a rien à envier à la rupture entre Bush et Oba-

ma, le Congrès a adopté une législation fondamentale, qui a encadré la finance pendant un demi-siècle. Une des mesures-phares du New Deal, dont la force, d'une simplicité biblique, tient en une seule phrase selon la maxime énoncée par Saint-Just : « Il est impossible que l'on gouverne sans laconisme » : à savoir la prohibition d'exercer les deux métiers.

Rien à voir avec les attermolements et les infinies précautions qui ont présidé depuis dix ans à l'adoption de timides mesures de re-régulation, et les milliers de pages de la loi Dodd-Frank. Car on n'a pas encore vraiment pris des mesures pour éviter le retour de ces phénomènes. La « classe spéculative » est toujours là, avide de nouveaux objets spéculatifs – après les tulipes, peut-être aujourd'hui les bitcoins et autres blockchains ?

Le Glass-Steagall Act, véritable bête noire des financiers, s'est trouvé érodé progressivement sous l'influence du lobby bancaire et des ultra-libéraux. La mesure-phare de la dérégulation financière a été l'abrogation de la loi Glass-Steagall, décrétée en 1999 par l'Administration Clinton et par la loi GLB – Gramm-Leach-Bliley –, à l'occasion de la demande de fusion de la grande compagnie d'assurance Travellers et de la banque de dépôt Citibank, le secrétaire au Trésor, Robert Rubin, ayant ensuite rejoint l'état-major de Citibank. De ce point de départ ont proliféré les innovations financières – la titrisation, les véhicules, les CDS, etc.

L'abolition de la « muraille de Chine » qui séparait les activités bancaires spéculatives (la banque d'investissement) des activités sans risque (la gestion des dépôts et des prêts) a eu deux conséquences. Elle a permis aux banques de marchés de disposer d'énormes ressources financières, les ressources des déposants, qui ont des comptes liquides, ce qui a projeté sur les marchés financiers l'énorme masse des dépôts monétaires. En effet, sous le précédent régime de régulation, une banque d'investissement avait du mal à trouver des fonds : des investisseurs qui ont des fonds propres, de riches capitalistes qui investissent, mais ce sont des sommes très limitées par rapport aux immenses ressources des déposants.

Deuxième conséquence de l'abrogation : le principe *too big to fail*, à savoir le risque systémique. Quand une banque de dépôt prend des risques et fait faillite, le gouvernement n'a pas d'autre choix que de la soutenir. Parce qu'autrement, les déposants se rendent compte du fait que leur banquier a joué aux courses avec leurs dépôts, et donc que leurs comptes bancaires sont en réalité sans valeur. Ils se précipitent alors aux guichets des banques pour vider leurs comptes et sauver leur argent, cela s'appelle des *runs*, ou paniques financières, qui engendrent un phénomène de boule de neige. C'est le mécanisme des krachs du XIX<sup>e</sup> siècle et de 1929. Dans le monde contemporain, les gouvernements n'ont pas laissé se développer ce fatal mécanisme de la faillite des banques.

Les plans de *bailout*, qui ont été décidés par l'Administration Bush finissante et prolongés par l'Administration Obama, ont représenté environ 5 points de PIB américain, c'est-à-dire près de 1 000 milliards de dollars. Même chose en Europe.

## La financiarisation des économistes

À la base idéologique de la dérégulation financière, on trouve le principe EMH, ou *efficient market hypothesis* (l'hypothèse des marchés efficients), qui fut le credo des économistes de cette époque : la théorie qui veut que toute l'information disponible soit intégrée dans les marchés financiers, c'est-à-dire que les marchés vous donnent la vérité économique. Sa conséquence est la dérégulation financière. Car la moindre intervention de l'État dans les marchés financiers est considérée comme nocive, comme une distorsion qui conduit à une désoptimisation néfaste. Comment des bureaucrates régulateurs seraient-ils mieux inspirés que les marchés ?

Le paradigme des marchés efficients est lui-même la conséquence de la révolution monétariste. N'est-ce pas un paradoxe criant que la révolution monétariste qui s'est déployée au début des années 1980 – basée sur la théorie de Milton Friedman attribuant les maux de l'économie à l'inflation et à la dette – doive se conclure dans une dette échevelée ? Il est intéressant de comprendre par quels mécanismes une révolution idéologique condamnant l'endettement se termine dans un endettement colossal.

Les paradigmes changent et la science économique ne dit pas toujours la même chose. Il y a des vérités d'un moment qui deviennent des hérésies à l'époque suivante, et réciproquement. Un exemple : la dette publique, hérésie avant la crise de 1929. La révolution keynésienne a énoncé qu'au contraire, la dette publique est une bonne chose pour permettre le plein-emploi.

Donc la science économique évolue : erreur hier, vérité aujourd'hui. La science économique évolue en fonction de l'époque et des problèmes à résoudre. Elle évolue aussi en fonction des forces sociales dominantes, même si elle est la plus scientifique des sciences sociales.

Aujourd'hui, on n'a pas encore vu de politique alternative émerger. Les acteurs de la crise, que l'on pourrait appeler la « classe spéculative », sont toujours là : les banquiers et les traders sont demeurés les rois de la place.

On n'a pas encore vu beaucoup de vrais changements. À signaler toutefois un début de discipline pour encadrer les paradis fiscaux qui n'ont pas été pour rien dans la spéculation dissimulée. Les gouvernements ont commencé enfin à mener des actions sérieuses contre les paradis fiscaux. Barack Obama, élu de Chicago, travailleur social, brillamment diplômé de Harvard, avait pris position contre les paradis fiscaux. Il a fait plusieurs propositions de lois, avec son ami le sénateur Carl Levin, sénateur du Michigan, pour réclamer un contrôle du manque de transparence des paradis fiscaux.

Pour équilibrer le lobby bancaire financier, il faut une coalition politique très volontariste. Et le président Sarkozy, fin 2008 – alors qu'il y avait une vacance du pouvoir aux États-Unis, due à la transition entre l'Administration Bush et l'Administration Obama –, a pris des initiatives, mais aussi des mesures audacieuses pour réunir le G8, et on a commencé à prendre des mesures sérieuses. Les banques suisses commencent à s'inquiéter des enquêtes

du fisc américain et du FBI, qui ont acquis un pouvoir juridictionnel mondial en menaçant les contrevenants d'interdiction d'accès au marché américain. Et leurs clients qui se croyaient à l'abri se sont aperçus de ce que leur confiance avait été quelque peu trahie sur le secret bancaire.

Mais la classe spéculative est encore là, réfugiée à Singapour, chassée (à peine) de Londres et de New York, même si elle a perdu quelques plumes. Et comme les marchés financiers ont été entraînés à spéculer, ils continuent à spéculer. On n'a guère progressé sur le hors-bilan et les conflits d'intérêts. On a péniblement commencé à imposer des ratios de fonds propres et de liquidités, à rétablir l'antitrust bancaire, la séparation des activités de marché. En France, on a voté une loi bancaire, il y a quelques réformes, mais ce n'est pas la révolution. Glass-Steagall

tient en une ligne : il n'a fallu que trois jours en 1933 pour la faire voter.

Il y a maintenant une dette à rembourser. C'est l'affaire d'une génération, une « génération-dette », comme il y en eut une dans l'entre-deux guerres, pour rembourser les dettes accumulées lors de la Première Guerre mondiale.

Il faut surtout faire évoluer le climat politico-idéologique. Car les idées des économistes mènent le monde. À côté des économistes qui ont cédé aux sirènes des banques, il existe (encore) des ingénieurs-économistes préoccupés de l'économie réelle – l'économie des technologies et des investissements, des usines et des infrastructures, des hommes et des rapports sociaux. Ils doivent prendre la parole pour modifier la vision du monde qui a débouché sur la grande crise contemporaine.



# Petites leçons d'une très grande crise

Par Jean-François BOULIER

Association française des Investisseurs institutionnels

La très grande crise de 2008 a tout d'une crise centennale, hors de proportion sous tous ces aspects et toutes ses conséquences. La réaction heureuse mais tardive des autorités se solde aujourd'hui par un excès de réglementation. Avons-nous pour autant tiré toutes les leçons de ce maelström mondial ? L'analyse *a posteriori* de cent chroniques publiées dans *Option Finance* sur une période couvrant les 7 années qui ont précédé et les 7 années qui ont suivi la crise illustre combien il est difficile, même pour un professionnel, d'anticiper l'ampleur d'une crise qui se prépare, mais elle montre aussi l'efficacité de méthodes de gestion fondées sur les fondamentaux économiques et sur une approche de long terme. Ces considérations, *ex post*, pour utiles qu'elles soient, n'éviteront pas une prochaine crise, mais pourraient – espérons-le ! – en atténuer les effets.

## 10 years after

« Ce qui ne me tue pas me rend plus fort », disait Nietzsche. Sommes-nous plus forts d'avoir survécu à cette très grande crise ? En avons-nous tiré tous les enseignements ? Et comment se préparer à la prochaine qui ne manquera pas d'arriver un jour ? Je crois que c'est le moment de prendre du recul et de tenter de porter un regard plus positif sur ces événements historiques.

Un mot sur le livre<sup>(1)</sup> que j'ai rédigé au terme de mon activité en investissement, chez Sinopia, chez Crédit Agricole Asset Management et, enfin, chez Aviva Investors. J'ai dirigé pendant une vingtaine d'années à Paris, à Londres et dans le monde, des équipes qui géraient plusieurs centaines de milliards d'euros, dont une très grande partie investie en obligations, instruments ayant participé aux excès qui ont contribué au désastre. C'était d'ailleurs la spécialité de Bear Stearns et de Lehman qui ont tous les deux sombré, il y a dix ans de cela. Mon livre se compose de trois parties distinctes et complémentaires : je tente dans la première de résumer de façon didactique ce qui s'est passé avant, pendant et après ; puis j'ai rassemblé cent chroniques portant sur les opportunités et risques d'investissement, publiées entre 2002 et 2015 dans *Option Finance* – toutes y sont, sans exception... ; enfin, je m'efforce dans la dernière partie de conduire une analyse critique de ces chroniques et d'en tirer quelques leçons.

Mon propos aujourd'hui se séquencera en trois parties, suivies d'une brève conclusion ; je serai ensuite ravi d'engager le dialogue avec vous. Ces parties traiteront successivement : de l'ampleur de cette grande crise et de ses ressorts ; des leçons tirées en matière d'investissement ;

et d'une vision prospective de possibles crises à venir. Ma conclusion, avec une once de philosophie, est que cette crise a été certes très dure, mais qu'à plusieurs égards, elle a été utile.

## Une très grande crise

N'aurions-nous pas dû célébrer la fin de cette secousse mondiale, gigantesque dans ses effets, tentaculaire dans ses conséquences, interminable dans ces soubresauts ? Manifestement la crise la plus violente depuis 1929. Mais à certains égards moins spectaculaire que quelques krachs comme celui d'octobre 1987, plus banale dans son origine et son déroulement. Positive toutefois dans certains de ses aspects, ou révélant des forces qui n'étaient pas encore complètement visibles.

La taille même des pertes économiques ou financières a fait débat jusqu'au terme de cette crise. Les anticipations les plus fantaisistes dans un sens comme dans un autre ont circulé sur les marchés.

Comme la hauteur d'une lame de fond dont a perdu la mémoire, l'ampleur de la crise n'a pu être appréhendée que lorsqu'elle s'est terminée. Au total, la capitalisation mondiale a été amputée d'un bon tiers en seulement six mois, avant de rebondir. Mais s'il a suffi de quelques deux ou trois ans à la Bourse américaine pour effacer cette perte, c'est plus du double qu'il aura fallu en Europe, bien que l'épicentre du séisme se soit situé de l'autre côté de l'Atlantique.

(1) BOULIER J.-F. (2018), Chronique d'une très grande crise, Éditions MA.

Les pertes obligataires ont également été très importantes, les obligations les plus spéculatives ont eu des taux de défaut de l'ordre de 25 %, le crédit d'investissement estampillé « de qualité » a chuté momentanément de l'ordre de 15 %, en particulier dans le secteur bancaire. Le segment des fameuses *subprimes* a été affecté de plus de 30 % de pertes ! Certains de ces titres faisaient partie des véhicules les mieux notés et les plus prisés avant la crise. Puis la secousse en zone Euro a fait perdre les illusions et les repères classiques sur les titres souverains. Sont-ils vraiment sans risques comme on s'était plu à les considérer ?

Le nombre des faillites bancaires aux États-Unis et en Europe a été sans précédent dans l'après Seconde Guerre mondiale. Les États sont entrés vigoureusement dans la danse en forçant les fusions, renflouant des établissements financiers parmi les plus importants, en grande difficulté bien avant que la crise économique n'ait débuté. Des marchés de certains titres ont soudainement disparu et l'illusion d'une liquidité permanente s'est évanouie, là même où elle s'était concentrée, notamment sur les marchés de la titrisation, y compris dans ses secteurs sains, ou même dans les marchés monétaires entre banques, forçant les banques centrales à inventer de nouveaux dispositifs pour alimenter les acteurs en liquidité. La crise a été le révélateur de comportements inacceptables : Madoff, Kerviel, manipulations nombreuses des références de taux, des changes. Et la grande lessive qui a suivi a coûté plus de 350 milliards en amendes diverses !

Puis la « très grande récession », comme la dénomment les Américains, a frappé l'ensemble de la planète, alourdissant la facture mondiale, y compris dans les pays dont les banques n'avaient que peu souffert des troubles de leurs consœurs. La chute de Lehman en septembre 2008 a été le catalyseur des peurs et le détonateur de la défiance généralisée qui a frappé les acteurs économiques, les carnets de commandes, l'activité des entreprises et la consommation des ménages heureusement moins affectée, tant la crise était peu compréhensible du grand public. Chocs macroéconomiques violents, une récession de 2 %, soit une chute de l'ordre de 6 % du rythme de croissance de l'économie mondiale, plus encore dans certains pays. De nombreuses années pour reconquérir le terrain perdu, environ trois ans aux États-Unis et plus du double en zone Euro, qui pourtant avait rebondi plus vite, mais a replongé dans la crise des dettes souveraines.

L'enchaînement des causes de ce maelström économique et financier fait l'objet d'un assez large consensus parmi les experts. Un cycle américain assez long, insuffisamment ralenti par une hausse des taux, a généré une frénésie immobilière principalement aux États-Unis, mais également dans quelques pays européens, dopés à l'argent peu cher. Les mécanismes financiers qui ont propagé cette bulle immobilière sont liés à plusieurs innovations, les ABS *subprimes*, les produits dérivés et structurés de crédits, en particulier. L'insuffisante maîtrise et la qualité surestimée de certains de ces produits les avaient portés au rang de quasi-monnaie dans les transactions entre acteurs financiers. Leur distribution mondiale, en raison

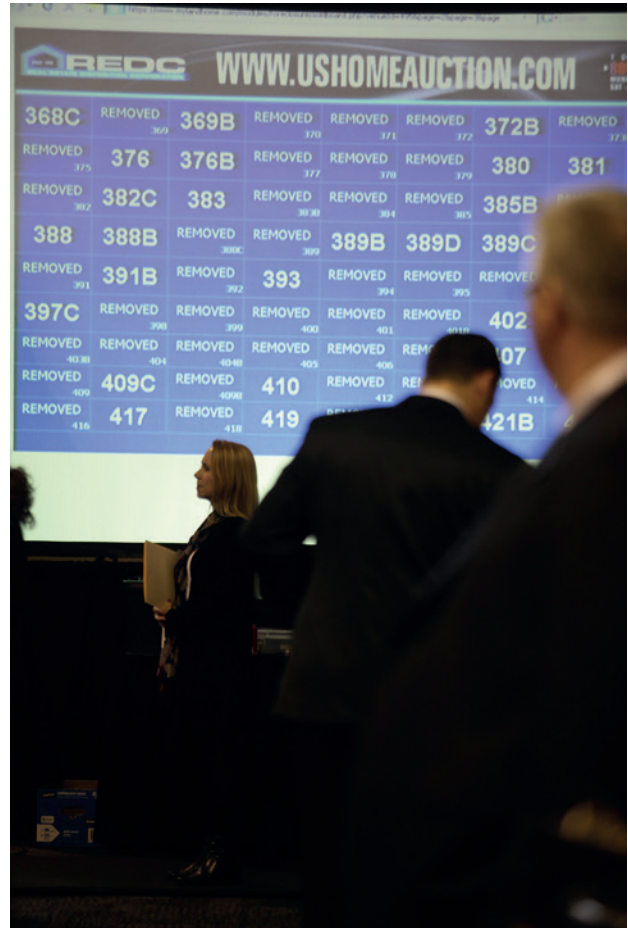


Photo © Najlah FEANNY/REA

Ventes aux enchères de grande ampleur de maisons saisies par les banques au Javits Convention Center, à New York.

**« Un cycle américain assez long, insuffisamment ralenti par une hausse des taux, a généré une frénésie immobilière principalement aux États-Unis, mais également dans quelques pays européens, dopés à l'argent peu cher. »**

de leur rendement apparent élevé, a propagé les dégâts jusque dans des banques de pays ne connaissant pas de réel problème immobilier, l'Allemagne en étant l'exemple typique. La confiance ayant disparu et la connaissance de ces produits par les investisseurs étant trop limitée, la chasse aux actifs toxiques a engendré une spirale de perte de valeur, une disparition des marchés et même de certains acteurs. C'est l'effet de la conjonction de ces deux phénomènes qui était difficilement imaginable. Si la multitude des indicateurs disponibles, notamment ceux portant sur les prix immobiliers, avait bien permis de repérer la compression des rendements, on en avait mal apprécié l'effet multiplicateur. En outre, les crises financières génèrent souvent des récessions plus graves que les autres.

Pourtant, pendant cette crise si lourde en pertes financières et en emplois, plusieurs catégories d'acteurs se sont illustrées par de bonnes réactions, du moins après coup. Les autorités publiques ont ainsi formidablement bien réagi, ayant peut-être pris conscience de l'insuffisance des actions préventives mises en œuvre, elles ont

su se coordonner au niveau international, ce qui avait manqué en 1929. Les banques centrales, la FED en tête, ont su, elles aussi, adapter très vite, puis dans la durée, leur dispositif d'apport de liquidités aux banques plongées dans la tourmente et à l'économie, en général. La plus spectaculaire de ces mesures est ce *quantitative easing*, qui s'est traduit, en particulier, par l'achat massif d'obligations par les banques centrales, lesquelles ont triplé, voire quintuplé la taille de leur bilan. Ainsi, depuis le début du siècle, la monnaie en circulation est passée de quelque 8 % à plus de 30 % du PIB mondial, phénomène inédit qui est lui-même générateur de risque.

Par ailleurs, l'arbre de la crise (gros, certes) cache un peu la forêt des nombreuses évolutions – aux effets majoritairement positifs – intervenues durant cette période. Sans vouloir être exhaustif : la Chine est sortie de la pauvreté ; les pays émergents ont connu un essor remarquable, notamment grâce au *leadership* chinois ; le commerce mondial s'est considérablement accru ; les économies se sont en partie désynchronisées, ce qui peut contribuer à une forme de stabilité ; l'euro a résisté et s'est même renforcé (difficilement, certes) ; l'Europe a convergé, avec quelques ratés néanmoins ; les marchés de dérivés de crédit se sont considérablement développés et ont connu leur baptême du feu ; les stratégies de gestion alternative, qui ont pu décevoir sous certains angles, ont trouvé leur place et atteint leur maturité ; les outils mathématiques, notamment en matière de risque, ont complètement transformé les approches traditionnelles de la gestion ; la crédibilité des banques centrales s'est considérablement accrue ; l'inflation est restée faible, certains pensent qu'elle a pu être à un niveau trop bas ; la guerre des changes n'a pas eu lieu, même si les craintes ont pu être nombreuses. Sans excès d'optimisme, cette période marquée par le plus grand sinistre financier du siècle n'aura, au total, pas été si négative !

### Quelles leçons tirer de cette crise ?

Plus jamais ça ! La mobilisation des autorités publiques s'est accompagnée d'une revue complète du dispositif réglementaire qui s'applique aux marchés financiers et aux banques. Mais les acteurs eux-mêmes ont profondément changé leurs *process* et leurs analyses à la suite de cette crise. L'une des conclusions majeures est que la liquidité des placements et des bilans doit être mieux gérée. Enfin, la leçon positive que je tire de ces quinze années est que la gestion de long terme peut être efficace en matière de protection des portefeuilles et source d'opportunités d'investissement.

La réglementation bancaire a subi un tour de vis à la mesure des sommes dépensées par les contribuables pour renflouer certains des établissements les plus touchés. Les exigences en fonds propres ont été considérablement alourdies, et surtout de nouveaux ratios de liquidité sont venus encadrer les écarts de flux entre actifs et passifs. En outre, la chasse aux conflits d'intérêts, déjà entamée depuis la bulle Internet du début de ce siècle, s'est traduite par un renforcement sans précédent des contrôles et de la conformité dans l'ensemble du secteur financier.

La théorie financière n'avait jamais vraiment abordé les sujets de liquidité, parfois considérés comme un problème de mise en pratique laissé aux praticiens. L'efficacité des marchés postule des marchés purs et parfaits ! Ce manque de repères a probablement conduit à un excès de confiance dans la résilience des marchés : ce qui n'a pas conduit à une mise en défaut au niveau de la Bourse, a en revanche cruellement trompé les acteurs en matière d'obligations et de dérivés de taux. Le pire s'est produit sur les marchés monétaires qui ont été gelés pendant de nombreux mois. Les mécanismes de disparition des liquidités, de contagion d'un segment à l'autre ainsi que le coût de la liquidité sont en fait insuffisamment compris. Des mesures radicales ont donc été mises en place par tous les acteurs. J'ai pu moi-même, au sein de l'organisation professionnelle de gestion d'actifs, contribuer à l'intégration de dispositifs de gestion de la liquidité dans la réglementation des fonds.

Il n'en demeure pas moins que la question de l'efficacité des méthodes de gestion de long terme s'est clairement posée pendant cet épisode très turbulent. Plusieurs chroniques rééditées dans mon livre illustrent cette approche en matière de valorisation, de risque et de diversification. Pour simplifier, il s'agit des modèles de primes qui se sont avérés utiles pour gérer l'allocation des portefeuilles pendant cette période. Ces outils permettent d'apprécier les performances espérées des classes d'actifs, les unes par rapport aux autres. Mais leur mise en œuvre est plus un art qu'une science ! Ces méthodes conduisent généralement à agir à contre-courant de ce que les autres participants aux marchés font. Cela nécessite une forme de sang-froid et de ténacité qui ne sont pas cependant les comportements les plus répandus...

Pourtant, toutes les leçons n'ont pas été tirées, loin de là. Le travail d'analyse doit se poursuivre et les professionnels doivent s'inspirer des bonnes pratiques qui ont pu émerger pendant cette grande crise.

La mise en place de stabilisateurs contra-cycliques est un domaine d'action qui mérite recherches, débats et modification des réglementations. Ce sujet avait été discuté avant la crise, mais il n'a malheureusement pas beaucoup inspiré la production de nouvelles règles après coup. La réglementation de ce fait reste terriblement pro-cyclique sur le plan financier. Quand et comment allons-nous sortir de cette impasse ? Des travaux sur les comportements collectifs, les croyances ou l'excès de confiance méritent d'être conduits. Les clés pour mieux cerner les cycles de liquidité et les attitudes grégaires pourraient être élucidées. L'ampleur des événements et l'existence de quantités de données, sur les transactions et sur les compositions des portefeuilles, devraient permettre de mieux analyser ces phénomènes et peut-être de trouver des gardes-fous.

### Et la prochaine crise ?

Il y aura d'autres crises, n'en doutons pas. Seront-elles de la même ampleur, probablement pas avant quelque temps, mais qui peut savoir ? Le bénéfice d'une crise réside dans le fait que celle-ci exige de corriger les excès. Mais les crises sont heureusement rares, sans être pour

autant impossibles : leur observation est de ce fait difficile. Plusieurs causes de déséquilibres pourraient d'ores et déjà conspirer à fomenter la prochaine.

Car les crises amènent à purger les excès, elles forcent notamment ceux qui en profitaient à accepter un équilibre plus stable. Comment, en démocratie, prévenir les excès ? Tant que l'on ne saura pas et que l'on ne voudra pas les limiter, pour des raisons politiques ou idéologiques, les excès ne se corrigeront que lorsque les dégâts causés à la collectivité apparaîtront supérieurs aux bénéfices tirés par ceux qui en tirent profit. Les crises ont cette utilité, mais sont-elles nécessaires ? Certains le pensent ! Je serais plutôt d'avis de tenter d'en limiter l'ampleur, comme un vaccin limitera l'ampleur de la maladie en préparant le corps à la combattre.

La dynamique des bulles économiques a fait l'objet de nombreuses études. Pourtant les phénomènes qui les génèrent sont insuffisamment appréhendés. Je suis convaincu que l'approche classique, sous l'hypothèse de rationalité des agents économiques et l'agrégation additive de l'impact de leurs actions, n'est pas la bonne voie. Ces comportements se rapprochent de phénomènes physiques ou biologiques qu'il faudrait essayer d'adapter aux situations financières. D'ailleurs, les lois de Gauss, si communément utilisées, en finance et dans beaucoup d'autres disciplines, sont clairement inutiles, voire dangereuses pour représenter les fluctuations financières lors des crises. Je m'étais amusé à estimer la durée de retour du lundi noir d'octobre 1987 en postulant la normalité de la loi de distribution de l'indice boursier parisien, qui avait chuté de 15 % ce jour-là. Cette durée de retour aurait été de l'ordre du cube de l'âge de l'univers ! De quoi faire se retourner dans sa tombe l'inventeur du Big Bang...

Quels pourraient être les facteurs qui seraient susceptibles de déstabiliser les équilibres financiers et d'engen-

drer une nouvelle crise ? Le premier qui vient à l'esprit est la liquidité. C'est assez paradoxal puisque la liquidité a manqué lors de la crise, les banques centrales ont néanmoins su la restaurer et redonner confiance en faisant montre de beaucoup d'autorité. Mais sauront-elles gérer la diminution de leurs bilans ? Étant en territoire inconnu, cette décrue mérite d'être surveillée attentivement. Pour l'heure, la FED a bien réussi à maîtriser le démarrage de la baisse de son bilan et tous les acteurs sont vigilants, ce qui est rassurant. La transition vers une économie où les technologies numériques vont supplanter progressivement la plupart des *process* anciens est, par son ampleur et son caractère général, un autre facteur à surveiller : les Gafa ne sont-elles pas l'objet de valorisations extravagantes ? Mais c'est le risque politique qui a pris le dessus récemment et la manifestation de ses effets ne fait que commencer : guerre commerciale, et bientôt, peut-être, guerre des changes.

La dimension mondiale de ce sujet et l'importante vague de développement des échanges internationaux ont de quoi générer des troubles majeurs. La conjonction de deux de ces trois facteurs, que sont l'inflation, l'innovation et le populisme, entre eux ou avec des facteurs classiques (comme les matières premières, l'immobilier ou les difficultés sociales), aurait de quoi faire encore plus de dégâts.

### Un mot de conclusion

Oui, nous avons vécu une très grande crise. Oui, nous en sortirons plus forts si nous le voulons. Mais les erreurs se répéteront si nous ne prenons pas la peine de les analyser et si nous n'assumons pas, collectivement, les limites qui en résultent. Dix ans après la très grande crise, le slogan qui fleurissait sur les murs à Paris, il y a cinquante ans, « il est interdit d'interdire », apparaît bien lointain et bien discutable.

# La réglementation post-crise permet-elle de mieux gérer les risques créés par les institutions systémiques ?

Par Olivier DE BANDT

Autorité de Contrôle prudentiel et de Résolution (ACPR)

La crise de 2008 a été marquée par des interventions de grande ampleur des pouvoirs publics pour sauver des institutions systémiques <sup>(1)</sup>. Les apports en capital à certaines institutions ont creusé les déficits publics. Et si elles ont ainsi pu limiter l'impact du choc systémique, elles ont aussi pu entretenir l'aléa moral. Les institutions financières systémiques sont définies ici comme les institutions ayant un « impact systémique », c'est-à-dire celles dont les difficultés, voire la défaillance pourraient causer celle d'autres institutions ou avoir un impact négatif sur l'économie réelle <sup>(2)</sup>.

Dans l'immédiate après-crise, sous l'impulsion du G20, un programme de réformes financières a été mis en œuvre, dont nous faisons ici un bilan partiel en nous concentrant sur deux dimensions : la réglementation de l'activité des institutions systémiques afin de limiter leur impact sur le système financier et la mise en place de mesures facilitant la résolution des institutions systémiques.

## La réglementation de l'activité des institutions systémiques

Un des premiers chantiers des réformes financières post-crise, après la révision de la réglementation Bâle III, a été de mieux réglementer l'activité des institutions systémiques. Après un rappel de la démarche adoptée pour les identifier afin de les soumettre à une supervision renforcée, une première évaluation de leur impact est présentée.

### Identification par les autorités de supervision

#### Dans le domaine bancaire

Les institutions bancaires systémiques sont soumises à une supervision plus intrusive, à des obligations renforcées en matière de publication de certaines informations et à des exigences de fonds propres supplémentaires (coussin « GSIB » – pour Global Systemically Important Bank). L'objectif de ces dernières, en augmentant le coût du capital, est de compenser la prime de financement dont bénéficient les institutions *too-big-to-fail* (TBTF) ou *too-interconnected-to-fail*. Il s'agit aussi de contribuer *ex ante* au coût d'un éventuel sauvetage, ainsi que de réduire la probabilité de faillite en augmentant la capacité d'absorption des pertes.

Haldane (2010) compare les notations accordées par les agences de notation à des établissements susceptibles, en cas de difficultés, de recevoir un soutien public (*support*) ou non (*standalone*). Il relève que la différence de notation est importante, particulièrement pour les plus grands établissements, et qu'elle s'accroît durant la crise. Il estime ainsi que les cinq plus grandes banques britanniques ont bénéficié d'une subvention annuelle implicite de cinquante milliards de livres entre 2007 et 2009. Ueda et Weder di Mauro (2013), sur la base d'un large échantillon de grandes banques internationales, évaluent cette subvention en termes d'économies réalisées par les émetteurs sur leurs conditions d'emprunt à 60 points de base à la fin de 2007 et à 80 points de base à la fin de 2009.

(1) Selon le FSB, les pertes des banques systémiques (en excluant Lehman Brothers, Bear Stearns et Wachovia) ont atteint jusqu'à 5 % du total de leurs actifs ; la moitié des cas recensés se situant dans l'intervalle 2 à 4 %. Selon la Commission européenne, les pertes moyennes sur la période 2007-2010 ont atteint 3 % des actifs.

(2) Elles se distinguent des institutions « fragiles » au plan systémique, c'est-à-dire celles qui seraient susceptibles de faire faillite en cas de difficultés rencontrées par d'autres banques.

Réalisée en partant de données comptables, l'identification des banques systémiques au niveau mondial par le FSB repose sur des critères tenant à leur taille <sup>(3)</sup>, à leurs interconnexions avec d'autres banques, au caractère non substituable de l'institution considérée, à la complexité et à l'importance des flux transfrontières <sup>(4)</sup>.

En effet, outre la taille des établissements qui est un critère important, la réglementation vise à limiter les activités qui peuvent être à l'origine d'effets de contagion. Les travaux du FMI ont montré que la période d'avant-crise avait été marquée par une forte progression des opérations transfrontières non régulées. Pour les banques actives en zone euro, il existe néanmoins des arguments pour considérer que compte tenu des progrès de l'intégration européenne (unicité de la politique monétaire, de la supervision et de la résolution), les échanges intra-zone euro ne devraient plus être considérés comme des flux transfrontières. À cet égard, Faia *et al.* (2017) montrent qu'à la différence de la situation d'avant-crise, l'internationalisation des GSIB européennes après la crise a plutôt eu tendance à réduire le risque, aux niveaux individuel et systémique, du fait d'une meilleure diversification qui n'a pas été associée à un arbitrage réglementaire.

#### Dans le domaine de l'assurance

Une approche identique visant à identifier les institutions d'assurance systémiques a été mise en œuvre par le Financial Stability Board (FSB) à partir de 2013, mais en prenant en compte les spécificités de l'assurance. L'approche met l'accent sur le poids des activités « non assurantielles et non traditionnelles ». Elle fait néanmoins l'objet de davantage de controverses : d'une part, les réassureurs sont exclus de l'analyse et, d'autre part, l'identification n'a pas d'impact sur les exigences en capital du fait de l'absence d'une norme commune de capital au niveau international. En outre, AIG a été retiré par les autorités américaines de la liste des assureurs systémiques au niveau national en septembre 2017 ; Metlife a fait appel devant la justice de la décision la classant comme une entité systémique. Les travaux s'orientent aujourd'hui vers une approche analysant la systémicité des activités d'avantage que celle des institutions (Activity Based Approach vs Entity-Based Approach), ce qui a l'avantage d'assurer une meilleure cohérence avec les analyses faites sur la systémicité de la gestion d'actifs. Se pose aussi la question de la comparabilité des critères entre banques et compagnies d'assurance.

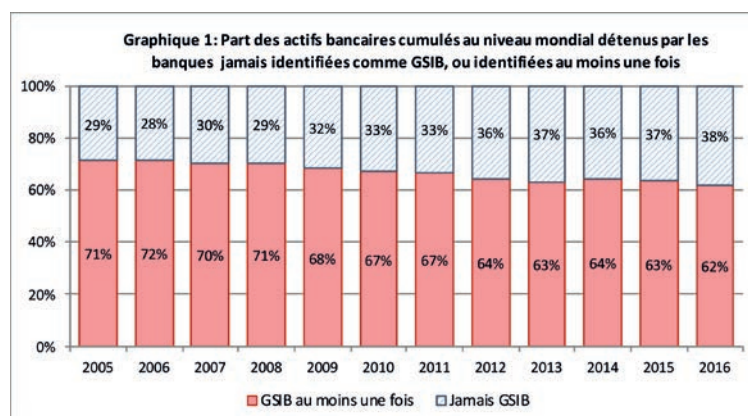
#### Impact sur le comportement des GSIB

À ce jour, peu d'études évaluent l'impact de ces réformes.

On observe, depuis la crise, une augmentation de la concentration du secteur bancaire, suite aux faillites observées. Si un système plus concentré peut accroître le pouvoir de marché et les risques liés au TBTF, il permet également, au moins dans un premier temps, un meilleur partage du risque. Mais ce mouvement de concentration n'est observé qu'aux États-Unis : la part des cinq plus grandes banques y est passée de 40 % des actifs bancaires en 2006 à 63 % en 2016, alors qu'en zone euro, elle est restée entre 18 et 20 %, soit en dessous du niveau des États-Unis avant crise. Cela témoigne d'une importante

marge en termes de concentration des banques européennes sous la forme de fusions transfrontières, et donc d'un meilleur partage du risque au sein de la zone euro.

Mais Durant *et al.* (2018) présentent le bilan le plus approfondi à ce jour des réformes portant sur les GSIB. Sur la base d'une étude portant sur une population se composant des banques internationales susceptibles d'être qualifiées de GSIB et adoptant une méthodologie rigoureuse (approche *dif-in-dif*), ils montrent que la mise en place du dispositif GSIB a conduit, au niveau agrégé, à une baisse des actifs totaux gérés par les banques systémiques (voir le Graphique 1 ci-après). Au niveau individuel, le dispositif a eu pour effet de freiner l'expansion du bilan des GSIB, sans conduire à une réduction de leur part dans l'octroi de prêts à l'économie. Néanmoins, ils observent que, comparativement aux autres banques, ces banques ont toujours accès à un financement à moindre coût, ce qui suggère que le soutien public implicite dont bénéficient ces banques n'a pas été supprimé par cette réglementation.



Source : Durant *et al.* (2018).

## Résolution des institutions systémiques

Le deuxième grand volet des réformes post-crise affectant les institutions financières systémiques correspond à la mise en place de nouveaux instruments de gestion de leur défaillance éventuelle. Si la question de la résolution dépasse largement le cadre des institutions systémiques, notamment en Europe où la crise a surtout touché des banques moyennes, le traitement des difficultés rencontrées par les GSIB a joué un rôle important dans le nouveau dispositif de résolution post-crise. Le FSB a défini en novembre 2011 les principes essentiels d'organisation du sauvetage, voire de la liquidation d'entreprises financières en difficulté (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*), puis a demandé, en 2015, aux GSIB d'accroître leur capacité d'absorption de leurs pertes grâce à leurs créances (*TLAC term sheet*).

(3) Une démarche identique est menée pour identifier les institutions systémiques au niveau national.

(4) Voir de Bandt *et al.* (2015) pour l'analyse des forces et faiblesses des indicateurs de risque systémique disponibles dans la littérature économique et financière.

Nous abordons ci-après successivement les objectifs, les modalités et les effets de ces réformes.

### Des objectifs nouveaux

L'épisode de la faillite de Lehman Brothers et des interventions publiques en 2007-2008 ont montré la nécessité de mieux gérer la situation des banques, dont la faillite peut avoir un impact systémique. Les objectifs sont multiples.

#### 1) Faire face à des situations de crise en donnant de véritables pouvoirs à une autorité de résolution afin de lui permettre de préserver la stabilité financière

En période de crise, le sauvetage ou, au contraire, la liquidation d'institutions financières par les seuls tribunaux n'est pas le moyen le plus efficace. Un plan de renflouement ou de restructuration transmet au marché un signal négatif sur la santé financière de l'institution concernée, ce qui rend plus difficile encore le sauvetage de l'établissement. La crise a aussi montré que les dettes subordonnées n'avaient pas joué leur rôle de défense supplémentaire pour absorber les pertes.

En sens inverse, les réformes donnent un rôle accru à une autorité administrative ayant des pouvoirs en termes de résolution. Cela était également vrai pour le FDIC qui justifiait déjà d'une expérience en matière de gestion des faillites des petites banques, mais dont les pouvoirs de résolution ont été renforcés par le Dodd Frank Act (DFA) de juillet 2010 (Titre II). De même, dans l'Union européenne, la directive sur le rétablissement et la résolution bancaire (BRRD), promulguée en mai 2014, a conduit à la mise en place du Conseil de Résolution Unique et d'Autorités de Résolution nationales<sup>(5)</sup>.

Une autorité de résolution peut effectuer un transfert des actifs vers une banque provisoire (*bridge bank*), et ce, contre l'avis des créanciers. Ses pouvoirs peuvent inclure la possibilité d'un renflouement par les créanciers (*bail in*), la capacité d'exclure ou non certains types de dettes du *bail in*. Elle peut prévoir un champ d'application plus ou moins large du *bail in*, qui diffuse le coût de la liquidation sur une base plus large, ou, au contraire, plus étroite ; dans ce cas, cela conduit à concentrer son impact sur un petit nombre de créanciers<sup>(6)</sup>. La protection des déposants, y compris des déposants non couverts par un mécanisme de garantie, est l'un des objectifs de résolution fixés par la BRRD. Néanmoins, ses pouvoirs sont encadrés : elle les exerce sous le contrôle du juge qui apprécie si les droits des créanciers sont préservés (en cas de résolution, les créanciers ne doivent pas être moins bien traités que dans le cas d'une liquidation).

#### 2) Protéger les finances publiques en faisant participer les créanciers

Cet objectif est apparu d'autant plus nécessaire que, lors de la crise, les finances publiques ont été fortement mobilisées. Les interventions ont été d'autant plus coûteuses qu'il n'existait pas de procédure efficace pour gérer les établissements systémiques et mettre à contribution les créanciers privés. S'agissant des crises européennes, Philippon et Salord (2017) ont ainsi mesuré que les contribuables ont financé deux tiers des recapitalisations.

Les réformes ont introduit des dispositions limitant le recours aux finances publiques. Dans la BRRD, l'intervention du budget de l'État (*bail out*) n'est possible que si les créanciers privés ont contribué à hauteur de 8 % du passif de la banque en difficulté. Les apports des pouvoirs publics en termes de financement sont encadrés par la BRRD. Ils sont soumis au régime des aides d'État, et sont donc contrôlés par la Commission européenne. Aux États-Unis, l'intervention des pouvoirs publics exclut les participations en capital, seuls les prêts et garanties sont autorisés.

#### 3) Définir des mesures spécifiques pour les institutions identifiées comme GSIB

Aux États-Unis, les pouvoirs renforcés de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) en matière de résolution ne s'appliquent qu'aux institutions identifiées comme systémiques par le Trésor américain. Au niveau international, les exigences supplémentaires imposées en matière de capacité d'absorption des pertes par le capital et la dette éligible (TLAC) visent, en premier lieu, les GSIB. L'Union européenne a néanmoins décidé de transposer cette mesure à l'ensemble des banques sous la forme d'une exigence de MREL (Minimum Required Eligible Liabilities). Dans tous les cas, il s'agit de définir un volant supplémentaire de titres de dettes devant permettre d'éponger les pertes si le capital ne suffisait pas. Au niveau européen, les exigences de base des GSIB sont définies dans le Pilier 1, alors que celles concernant les autres banques le sont uniquement dans le Pilier 2.

### Des modalités spécifiques aux États-Unis et en Europe

Les principes essentiels des *key attributes* du FSB sont respectés à l'heure actuelle par l'Union européenne à travers la BRRD et par les États-Unis dans le cadre du DFA, même si l'Administration américaine s'interroge sur des modifications éventuelles à apporter à cette loi. Il existe néanmoins des spécificités de part et d'autre de l'Atlantique<sup>(7)</sup>. Mentionnons en particulier que :

- le dispositif européen de résolution est plus flexible, puisqu'il autorise la résolution au niveau d'une entité de résolution unique (SPE – *Single Point of Entry*) ou des filiales (*Multiple Point of Entry*), ce qui offre un plus grand degré de liberté pour la résolution de groupes transfrontières, alors que le DFA se concentre sur le SPE au niveau des holdings bancaires (BHC) ;
- les autorités de résolution européennes établissent à la fois des plans de résolution et de rétablissement, alors

(5) En France, l'ACP est devenue l'ACPR, Autorité de Contrôle prudentiel et de Résolution, suite à la loi du 26 juillet 2013.

(6) Les dépôts à court terme, les opérations sur dérivés compensés dans des CCP, les engagements vis-à-vis des systèmes de paiement sont, en général, exclus du *bail in*. Les dépôts non couverts par l'assurance sur les dépôts sont *bail-inable* dans l'UE (comme ce fut le cas lors de la crise chypriote en mars 2013, mais avant l'entrée en vigueur de la BRRD).

(7) Le lecteur est invité à se reporter à Philippon et Salord (2017) pour une analyse détaillée des dispositifs de résolution aux États-Unis et en Europe.

- que les banques américaines ne fournissent que des plans de rétablissement (*living wills*) ;
- l'autorité de résolution aux États-Unis ne possède aucun pouvoir en matière de *bail in*. La création d'une *bridge bank* peut néanmoins avoir les mêmes effets ;
  - à l'heure actuelle, à la différence des États-Unis, l'absence d'un « Trésor unique » au sein de la zone euro limite les ressources financières disponibles. Il pourrait cependant être envisagé un soutien (*backstop*) du Fonds de Résolution unique par le biais du Mécanisme européen de Stabilité (MES) ou d'autres dispositifs.

### Résultat et bilan des réformes en matière de résolution

Il est trop tôt pour faire le bilan des premières expériences de résolution et de mobilisation des outils de *bail-in*. Mais par rapport aux effets attendus, on peut déjà évoquer des pistes d'approfondissement.

#### Impact économique attendu

Pour la BRI (2015), ces réformes ont pour effet de réduire :

- la probabilité de crise, en raison d'une prise de risque moindre (la littérature économique suggère une réduction d'un tiers de la probabilité de crise<sup>(8)</sup>),
- et le coût des crises en raison d'un règlement plus efficace de celles-ci du fait des nouveaux dispositifs de résolution.

Les nouvelles règles de résolution vont inévitablement renchérir les coûts de financement des banques internationales : la question qui se pose est de savoir de combien. Selon la BRI (2015), s'appuyant sur l'expérience des États-Unis, l'impact serait faible. Mais ce résultat dépend en partie des anticipations des créanciers en termes de soutien public, lequel est demeuré important.

#### Des pistes d'approfondissement

Trois pistes sont évoquées :

- si l'on adopte une perspective plus globale, la détention finale de titres *bail in-ables* par d'autres établissements financiers peut engendrer un canal de contagion. À ce titre, comme pour le traitement des fonds propres, le Comité de Bâle a décidé de déduire le montant des titres détenus dans le cadre du TLAC des passifs de niveau 2. De même, les autorités européennes se sont exprimées contre la détention de titres *bail in-ables* par les particuliers ;
- le renflouement interne ne peut à lui seul résoudre tous les cas de figure, le financement public peut donc demeurer nécessaire en cas de crise systémique ;
- dans le cas de groupes transfrontières, la mise en œuvre de la résolution suppose un alignement des intérêts entre le pays de la tête de groupe (*home*) et celui d'accueil des filiales des banques internationales (*host*). À cet

égard, les filiales importantes doivent aussi satisfaire aux exigences du TLAC et, dans le cadre de la révision de la BRRD, les têtes de groupe pourraient devoir souscrire des dettes subordonnées émises par les filiales.

### En conclusion

Des progrès importants ont été accomplis pour réguler les institutions systémiques, qui assurent une diversification des risques, mais qui peuvent aussi avoir un impact important sur la stabilité financière. S'agissant de la résolution, l'harmonisation internationale a été très significative, même si les procédures de faillite et la hiérarchie des créanciers demeurent hétérogènes au sein de l'Union européenne. Dans le secteur de l'assurance, si le FSB déplore des retards en matière de gestion de la résolution, il est à noter qu'en France, une ordonnance créant un régime de résolution des assurances a été adoptée le 27 novembre 2017.

### Références

- ALFONSO G., SANTOS J. & TRANA J. (2014), "Do 'Too-Big-to-Fail' banks take on more risk?", Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*.
- BANDT O. DE, HEAM J.-C., LABONNE C. & TAVOLARO S. (2015), « La mesure du risque systémique après la crise financière », *Revue économique*, 66(3), pp. 481-500.
- BRI (2015), "Assessing the economic costs and benefits of TLAC implementation", Report submitted to the FSB, November.
- DURANT D., TOADER O. & VIOLON A. (2018), "The Impact of the Identification of GSIBs on their Business Model", ACPR, *Débats économiques et financiers*, n°33.
- FAIA E., OTTAVIANO G. & SANCHEZ ARJONA I. (2017), "International Expansion and Riskiness of Banks", mimeo.
- HALDANE A. (2010), "The \$100 billion question", *BIS Review* 40, pp. 1-19.
- PHILIPPON T. & SALORD A. (2017), "Bail-ins and Bank Resolution in Europe", Geneva Reports on the World Economy Special Report 4, ICMB-CEPR.
- UEDA K. & WEDER DI MAURO B. (2013), "Quantifying Structural Subsidy Value of SIFIs", *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, pp. 3830-3842.

(8) Santos et al. (2015) montrent que la plus grande probabilité d'un soutien public conduit à la prise de risque et à une dégradation de la qualité des portefeuilles de prêts.



# Les banques depuis la crise

Par Jean BEUNARDEAU  
HSBC France

Les crises économiques et bancaires sont généralement déclenchées par des financements d'investissements non rentables, qui sont générateurs de pertes de crédit. La crise de 2008, qui ne fait pas exception, a, par son ampleur, conduit les gouvernements et les régulateurs à modifier profondément le cadre dans lequel travaille le secteur bancaire : l'instauration de ratios prudentiels renforcés, un changement des règles de calcul des risques pondérés et une supervision plus étroite. Le cadre de résolution des crises a également été totalement modifié dans l'optique d'éviter que les interventions d'urgence s'opèrent au travers des budgets nationaux. Ce nouvel environnement est certainement beaucoup plus solide que l'ancien. Certaines questions restent néanmoins ouvertes, dont, en particulier, les conséquences possibles des différences réglementaires existant entre les différentes zones monétaires sur l'efficacité du financement des économies et de l'allocation mondiale des flux d'épargne, ou encore l'importance prise par les modèles historiques de corrélation dans la mesure des risques et le caractère éventuellement pro-cyclique des normes comptables.

Crisis bancaires et crises économiques sont intimement liées et, derrière elles, comme causes et comme conséquences, se trouvent quasiment toujours des pertes de crédit, issues de financements malheureux d'investissements, physiques ou financiers, non rentables, qui mettent les emprunteurs dans l'incapacité de rembourser leurs emprunts. Les pertes de crédit font partie de la vie économique et de celle des banques : il y a crise lorsqu'elles deviennent trop importantes pour pouvoir être absorbées par le cours naturel des affaires ou lorsque la manière dont elles se révèlent déclenche un enchaînement de défiance, de récession économique et d'amplification des pertes de crédit. La crise financière de 2008 entre dans ce schéma, avec comme facteur déclencheur des pertes sur des financements *subprimes* américains, suivies d'une défiance généralisée par la diffusion mal maîtrisée des actifs en cause dans une finance globalisée et par la fragilité en termes de liquidités de certaines banques qui avaient poussé très loin le financement d'actifs longs peu liquides par des passifs de court terme. Jamais la défiance ne s'était répandue aussi rapidement dans le monde, générant une récession économique majeure qui a elle-même contribué à étendre les pertes de crédit à de nombreux autres types d'actifs, y compris les dettes publiques de certains États, qui sont souvent très présentes dans les bilans bancaires.

Pour les banques, ces dix années de crise ont été à la fois une lutte pour leur survie face à la défiance et aux pertes réelles ou potentielles, et un énorme travail d'adaptation aux évolutions réglementaires qui ont suivi la crise. Les différentes banques de la planète ont connu depuis dix

ans des sorts très divers, et le modèle bancaire post-crise a évolué, même si les fondamentaux du métier restent les mêmes. Les effets de cette évolution sur le financement de l'économie, sur les forces et faiblesses des secteurs bancaires des différents pays et sur l'allocation des capitaux entre les différentes zones monétaires sont encore, à ce stade, incertains.

Toute banque vit sur la confiance qu'ont en elle ses déposants et ses autres créanciers. Entre 2008 et 2011, dans une atmosphère de défiance générale envers le système financier, chaque banque a dû démontrer, à chaque instant, sa solidité, en capital et en liquidité, car chacun sait que la liquidité ne va que vers ceux qui n'en ont pas un besoin immédiat. Les voies et moyens mobilisés pour assurer cette défense sont simples : transparence et crédibilité de la communication financière portant sur les bilans, renforcement des fonds propres par augmentation de capital et émission de dettes subordonnées, allongement des passifs. Les États ont largement contribué au retour de la confiance en aidant les banques les plus fragiles, soit au travers de dispositifs généraux de soutien (comme les financements de la Société de prise de participations de l'État, en France), soit par une intervention en urgence pour éviter des risques de contagion, sous la forme de consolidations imposées, de garanties, voire même de nationalisations (Northern Rock, RBS, ING, Fannie Mae, AIG, Dexia, CIF, pour ne citer que ces quelques exemples). Cette période a eu des incidences très diverses pour les différents établissements : disparition par rachat ou liquidation pour certains (Lehman Brothers, Merrill Lynch, Deutsche Postbank, HBOS...), renforcement par acquisi-

tion pour d'autres (Bank of America, BNP Paribas), affaiblissement durable ou, au contraire, rebond puissant pour d'autres encore. Mais *in fine* le cycle de défiance a été stoppé par un effort conjoint des États, des superviseurs et des banques. Mais surtout, il s'est arrêté de lui-même, lorsque chacune des parties prenantes a été convaincue que les pertes de crédit étaient définitivement identifiées et réparties de manière transparente entre les actionnaires, les créanciers, le contribuable et les clients : l'incertitude sur les pertes est toujours un facteur aggravant des crises.

Parallèlement à ces actions d'urgence, les gouvernements et les superviseurs, tirant les leçons de la crise, ont résolument engagé un programme de redéfinition du cadre bancaire prudentiel aux niveaux mondial, régional et national. Les banques ont dû et doivent encore l'intégrer. L'objectif d'un tel programme est de diminuer la sévérité des crises futures en renforçant la solidité des banques (en particulier, leur capacité à absorber les pertes, qui, bien entendu, perdureront) et en mettant en place les moyens permettant de mieux maîtriser les effets d'entraînement et de défiance propres aux crises financières.

Le programme mis en œuvre s'articule autour de six composantes :

- le renforcement des bilans par des exigences renforcées portant sur les ratios de capital et de liquidité ;
- un calcul plus prudent des risques pondérés, en particulier de marchés ; l'introduction d'un ratio de levier non pondéré pour mieux appréhender les risques mal répertoriés ou mal mesurés ; et un plafonnement des économies de fonds propres rendues possibles par l'utilisation de modèles internes en lieu et place des modèles standards ;
- une supervision plus étroite et un renforcement des contrôles sur la manière dont les banques mesurent leurs risques. Ainsi, pour les banques de la zone euro, la supervision s'opère par le biais du Mécanisme de supervision unique de la Banque centrale européenne : *Asset Quality Review*, *Internal Models Review*, SREP annuel ;
- l'interdiction faite à certaines banques d'exercer certaines activités (lois Vickers, Volker ou lois bancaires de séparation dans certains États européens) ;
- une vision plus prospective de la capacité de résistance des banques à des chocs extérieurs : *stress tests*, délais de survie ;
- de nouveaux outils de résolution destinés à dédramatiser un défaut bancaire et à en réduire les conséquences pour les budgets publics : méthodologie d'absorption des pertes par type de passif (*bail in*), plans internes de mise en liquidation ordonnée de certaines banques, Mécanisme de résolution unique en zone euro, pouvoirs renforcés des superviseurs. Ces outils ont été mis en œuvre, efficacement, par exemple à Chypre, en Lettonie ou en Espagne.

Ce programme a aussi permis de sortir de deux simplifications porteuses de risques massifs pour le secteur financier, lesquelles ont grandement contribué à l'amplification des prises de risques par les banques avant 2008 : l'assimilation des dettes d'État à des actifs sans risques

et la conviction que les marchés financiers étaient à même d'apporter à chaque instant une liquidité quasi infinie pour chaque type d'actifs. La prise en compte du risque des dettes publiques et de décotes pour les actifs « liquides » des banques a permis, en particulier, de sortir de la corrélation systémique entre risques souverains et risques bancaires. Elle a aussi permis de mieux responsabiliser le secteur bancaire privé sur les risques qu'il prend, en limitant très fortement les avantages induits par le hasard moral.

Même si certains sujets importants restent en cours de discussion (CRR2 et l'harmonisation de la garantie européenne des dépôts, par exemple), on peut considérer que le secteur bancaire bénéficie aujourd'hui d'un cadre prudentiel largement stabilisé : un cadre qui est significativement bien plus robuste que le précédent, et grâce auquel les banques sont plus solides, car mieux contrôlées, et les outils de traitement des crises bancaires se révèlent beaucoup plus efficaces.

Il importe de rappeler que les banques ont également dû intégrer au cours des dix dernières années d'autres modifications de leur environnement : des taux d'intérêt très bas qui diminuent leurs capacités bénéficiaires, des modifications réglementaires portant sur leurs activités de marchés et de ventes de produits financiers (dont Mifid II, en Europe), et des attentes très nettement renforcées des autorités dans leur mission de lutte contre la criminalité financière. Cette accumulation de changements a massivement augmenté les coûts de production des banques (niveau accru de capital et de réserves de liquidité, coût des taux d'intérêt négatifs sur les réserves de liquidité en zone euro, impôts de résolution et de garanties, coûts d'exploitation découlant des nouvelles contraintes). Bien entendu, les effets du *quantitative easing* et des taux d'intérêt bas sur la reprise économique, sur l'augmentation de la valeur de certains actifs figurant au bilan des banques et sur la diminution du coût du risque ont permis de compenser une part importante de ces augmentations de coûts. Mais, au final, la rentabilité des banques a baissé, surtout en Europe, bien moins aux États-Unis, et quasiment pas en Chine. Il est encore trop tôt pour savoir ce que les investisseurs exigeront comme niveau de rentabilité attendue pour apporter au secteur bancaire les capitaux dont il aura besoin pour assurer son développement futur. On peut cependant noter qu'il serait normal qu'ils exigent, pour un modèle économique plus sûr et avec le niveau actuel des taux d'intérêt, un niveau de rentabilité plus faible qu'avant la crise. Mais sur ce point, rien n'est encore certain.

Ces dix dernières années ont très fortement modifié le contexte dans lequel travaillent les banques. Les effets bénéfiques attendus de ces changements sont clairs, mais il importe, en guise de conclusion, de souligner que ces évolutions sont aussi – et c'était inévitable – porteuses d'interrogations nouvelles.

Ainsi, même si de gros efforts ont été faits pour rendre les cadres réglementaires aussi homogènes que possible entre les différentes zones géographiques, il reste des

écarts dont il va falloir mesurer les effets dans la durée, et ce d'autant plus qu'ils peuvent encore s'accroître (révision de Dodd Frank, Brexit).

Par ailleurs, l'augmentation du coût de l'intermédiation bancaire et l'amélioration de la finesse des analyses de risques de contrepartie transforment progressivement la structure du financement de l'économie en l'orientant davantage vers des marchés de capitaux et en imposant une augmentation des besoins en fonds propres pour financer les risques les plus élevés ou les moins mesurables (innovation et création d'entreprises, par exemple). C'est sans aucun doute un progrès en matière d'efficacité globale de l'allocation de l'épargne aux investissements, mais il peut en résulter un problème de transition pour les pays dont les marchés de capitaux sont moins développés ou dont les traditions d'orientation de l'épargne vers les fonds propres des entreprises sont plus faibles.

La désintermédiation bancaire, quant à elle, modifie la diffusion des risques chez les investisseurs, ce qui peut

créer des tarifications sous-optimales de ces risques ou une moindre stabilité des circuits de financement, sans pour autant aller jusqu'au *shadow banking*. Les effets systémiques des pertes de crédit qui devront être absorbées par ces investisseurs seront toutefois toujours plus faibles que les faillites bancaires et leurs conséquences sur les dépôts.

Une autre interrogation tient au fait que la plupart des calculs de risques sont aujourd'hui fondés sur des modèles historiques. Leur résistance à des paradigmes économiques nouveaux reste donc incertaine.

Enfin, les différentes normes comptables visent à donner une image instantanée de la valeur des actifs inscrits au bilan des banques, qui soit aussi proche que possible de la réalité des marchés. Il en résulte des méthodes de provisionnement des risques de crédit probablement plus pro-cycliques que par le passé, même si les niveaux de capital et les *buffers* qui les accompagnent doivent permettre d'absorber cette volatilité.

# Les nouveaux défis du financement de l'économie

Par Marie-Anne BARBAT-LAYANI

Directrice générale de la Fédération bancaire française

Contrairement à d'autres économies de la zone euro, la France n'a pas connu de *credit crunch* durant la crise. Le taux d'accès au crédit reste très élevé et les conditions d'octroi y sont favorables. La France est le seul pays de la zone euro où la crise financière n'a rien coûté au contribuable <sup>(1)</sup>. Les banques françaises ont bien traversé la crise. Même si elle a diminué depuis, leur rentabilité est plus élevée et moins volatile que celle de leurs pairs européens. Paradoxe : alors que la crise est partie des États-Unis, les banques américaines sortent plus fortes de cette crise financière.

Ces dix dernières années, les banques ont fait face à des changements réglementaires considérables. La mise en place de l'Union bancaire a doté la zone euro d'un système de supervision et d'un dispositif de prévention et de gestion des crises bancaires uniques au monde. Elle a rendu le système financier plus sûr. Les grandes banques systémiques ont largement renforcé leurs fonds propres et réduit les risques portés à leurs bilans, tout en finançant l'économie de manière très dynamique.

Un nouveau modèle de financement de l'économie (plus de financements de marché, moins de crédit) et de régulation s'impose aujourd'hui aux banques européennes. La réglementation post-crise, notamment à Bâle, favorise le modèle américain et met les banques européennes face à d'importants défis : réglementaires, économiques – dans un environnement durable de taux d'intérêt bas – et digitaux, bien que ces derniers constituent aussi une opportunité unique d'améliorer les services aux clients.

## Maintenir la capacité des banques françaises à financer l'économie nationale et européenne

### Le financement des entreprises : première priorité stratégique des banques françaises

La première priorité stratégique des banques françaises est le financement des entreprises. Leur développement est un enjeu majeur pour la croissance, l'emploi et la vitalité du tissu économique français. Grâce à leur modèle original de banque universelle, les banques françaises proposent une palette complète de métiers pour accompagner les entreprises dans la satisfaction de leurs besoins de financement.

La croissance des crédits en France est l'une des plus élevées d'Europe : + 6,3 % pour les entreprises à fin 2017 (contre 1,9 % en zone euro) <sup>(2)</sup>. Les crédits aux entreprises représentent 965 milliards d'euros (+ 6,2 % sur un an), dont 679 milliards d'euros pour l'investissement (+ 6,8 % sur 1 an) et 227 milliards d'euros pour la trésorerie (+ 5,3 % sur 1 an) <sup>(3)</sup>.

Le crédit est très sûr en France. En effet, le ratio des créances douteuses (*non performing loans* – NPL) des banques françaises est beaucoup plus faible que la moyenne des banques de la zone euro (3,1 % contre 4,0 %, au quatrième trimestre 2017) <sup>(4)</sup>. Le coût du risque des six grandes banques françaises s'élevait en 2017 à 8,4 milliards d'euros, soit une baisse de 18 % sur un an <sup>(5)</sup>.

Leur maîtrise des risques permet aux banques françaises d'offrir les crédits les moins onéreux des grands pays de l'OCDE : les PME françaises, notamment, empruntaient, en 2015, en moyenne à 1,78 %, contre plus de 3,3 % en Grande-Bretagne ou aux États-Unis <sup>(6)</sup>.

(1) BCE, "The fiscal impact of financial sector support during the crisis", Economic Bulletin, n°6, 17 septembre 2015.

(2) BCE, décembre 2017.

(3) Banque de France, décembre 2017.

(4) EBA.

(5) ACPR.

(6) OCDE 2015 (dernières statistiques disponibles).

Le crédit bancaire, qui est la source de financement majoritaire en France et en Europe, représente près des deux tiers de la dette des entreprises de la zone euro, contre seulement moins d'un tiers pour les entreprises américaines<sup>(7)</sup>. C'est pourquoi la pression pour plus de financements de marché et moins de financements par le crédit, qui résulte directement des choix réglementaires post-crise, nécessite une action européenne résolue devant aller bien au-delà des premiers travaux sur l'Union des marchés de capitaux.

### Assurer le bon fonctionnement de l'Union bancaire

L'Union bancaire a assuré la stabilisation du secteur financier post-crise dans la zone euro et s'est accompagnée d'une profonde réforme de la supervision. Premier pilier de l'Union bancaire, le Mécanisme de supervision unique a été mis en place le 4 novembre 2014. Le second pilier est le Mécanisme de résolution unique ; il vise à mettre fin au cercle vicieux entre dettes bancaires et dettes souveraines et protège les contribuables contre les difficultés bancaires. Il prévoit donc de mettre à contribution les actionnaires et les détenteurs d'obligations plutôt que les États, et donc les contribuables, et impose aux banques de constituer des réserves de renflouement interne, d'une part, et des fonds de résolution externes mobilisables si les premières ne suffisent pas, d'autre part. Enfin, la garantie unique des dépôts bancaires, troisième pilier de l'Union bancaire, fait l'objet de travaux à Bruxelles.

À l'heure actuelle, l'Union bancaire est au milieu du gué. En effet, les superviseurs nationaux conservent encore beaucoup de leviers et les systèmes bancaires restent largement nationaux. On assiste à une refragmentation du système interbancaire qui entraîne des difficultés pour les banques dans le recyclage de l'épargne là où l'investissement est nécessaire. C'est un frein au bon financement de l'économie européenne. En outre, la tendance est à l'imposition de règles très contraignantes pour les grandes banques. Ainsi, les G-SIB (*Global Systemically Important Banks*) de la zone euro portent à leur bilan 46 % des prêts *retail* et 40 % des prêts *corporate*<sup>(8)</sup>.

### Adapter la transposition des standards pruden- tiels internationaux aux spécificités de l'économie européenne

En matière réglementaire, l'accord du 7 décembre 2017 finalise la réforme Bâle III en stabilisant les règles de capital des banques. La transposition de ces règles mondiales en Europe doit maintenant se faire en tenant compte des spécificités européennes, notamment en matière de crédit immobilier (en la matière, le système français repose essentiellement sur des crédits à taux fixes, accordés en fonction de la solvabilité des emprunteurs), de financements spécialisés (leur maintien est essentiel pour le financement des infrastructures de long terme, notamment dans le contexte de la transition énergétique) et d'entreprises non notées (c'est le cas de l'immense majorité des entreprises européennes, contrairement aux États-Unis).

On estime à 15 % l'augmentation des contraintes pesant sur les banques européennes, alors que l'accord est globalement neutre au niveau mondial. D'inspiration améri-

caine, cet accord, contesté unanimement par les banques européennes, pénalise le mode de financement européen, alors que celui-ci est moins risqué que le modèle américain.

D'autres textes réglementaires sont particulièrement importants. La mise en place de la nouvelle norme comptable IFRS 9, applicable depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018, définit de nouvelles règles en matière de dépréciation du risque de crédit ; de fait, elle pourrait peser fortement sur le crédit aux PME en leur imposant le provisionnement du risque de perte statistique dès l'octroi du crédit.

La proposition BRRD2 (seconde directive sur la résolution bancaire) fait évoluer les dispositions sur la prévention et la résolution des difficultés bancaires. Elle introduit le TLAC (*Total loss-absorbing capacity*) dans le droit européen, précise le calcul du MREL (*Minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) et la hiérarchie des créanciers bancaires. Des points restent à préciser afin d'éviter la double peine pour les grandes banques qui devront appliquer les deux ratios TLAC et MREL.

### Développer les marchés de capitaux en Europe

Sous l'effet des nouvelles exigences prudentielles qui pèsent sur le crédit bancaire, les marchés de capitaux sont appelés à jouer un rôle croissant dans le financement de l'économie en Europe. L'Union des marchés de capitaux (UMC) a pour objectif de permettre à tous les types d'entreprises de l'Union européenne d'accéder plus facilement au financement de marché et de leur offrir ainsi un complément efficace au crédit bancaire. Dans le contexte du Brexit, le besoin d'une UMC se renforce encore davantage. Londres est la première place pour les marchés financiers en Europe, tant pour la négociation que pour la compensation ; la France occupe, quant à elle, la première place pour la zone euro.

Il existe un déséquilibre dans l'Union européenne entre les excédents d'épargne dans certains pays et les déficits d'investissement dans d'autres, lequel est lié notamment à une fragmentation des marchés. On assiste à une juxtaposition de marchés nationaux dont les niveaux de développement sont très hétérogènes. Et en dépit d'une bonne connaissance des marchés et des besoins de leur clientèle, les banques de financement et d'investissement européennes ne sont pas encore aussi développées que les grandes banques américaines. Ces dernières sont favorisées par un marché domestique dominant et des réglementations adaptées à leur modèle de financement des entreprises qui repose majoritairement sur les marchés. Ainsi, les marchés de capitaux représentent 150 % du PIB aux États-Unis, contre 70 % dans l'Union européenne<sup>(9)</sup>.

(7) BCE et FED.

(8) EBA.

(9) "Recent Developments in European Capital Markets – Key findings from 2017 ECMI Statistical Package", Robin Lechtenfeld and Apostolos Thomadakis, December 2017, [https://www.ceps.eu/system/files/ECMIRR12\\_Developments\\_EU-Capital\\_Markets\\_0.pdf](https://www.ceps.eu/system/files/ECMIRR12_Developments_EU-Capital_Markets_0.pdf)

La relance de l'Union des marchés de capitaux est indispensable au financement de l'économie européenne. La réglementation bancaire pousse vers davantage de financements de marché, l'Europe doit donc trouver les moyens de les développer. Pour passer à la vitesse supérieure, le développement des marchés de capitaux doit figurer dans le mandat de la prochaine Commission européenne ; une démarche de type « comité des sages » serait utile pour permettre un meilleur décloisonnement des marchés et l'identification d'actifs de référence pour assurer la liquidité de ces mêmes marchés.

Les marchés de capitaux doivent être animés, en Europe, par des acteurs financiers solides et pérennes. Or, les BFI américaines prennent de plus en plus de parts de marché en Europe : une étude du *think tank* européen Bruegel<sup>(10)</sup> montre qu'en l'espace de dix ans, les BFI européennes ont perdu pratiquement dix points de parts de marché pour atteindre 46 % de leur marché domestique à la fin 2015, et ce au bénéfice quasi exclusif de leurs homologues américaines dont la part de marché est passée de 37 % à 45 % sur la même période. Alors que la crise financière est venue des banques américaines, et singulièrement des BFI de Wall Street avec la faillite de Lehman Brothers, les fusions bancaires organisées outre-Atlantique ont créé des mastodontes financiers qui partent à l'assaut de l'Europe. S'y ajoute une réglementation qui leur est, en général, structurellement beaucoup plus favorable. Il est très important que la place des banques européennes soit confortée pour des raisons de souveraineté et de résilience. La crise de 2011 a montré que les banques américaines avaient réduit de manière brutale leurs expositions en Europe.

La distribution des produits d'épargne aux clients est un volet de l'UMC qui est mal traité en Europe. C'est tout l'enjeu de la directive MIF 2, dont l'un des effets est d'avoir dissuadé les acteurs financiers de proposer des actions à leur clientèle particuliers. Cette directive a pour objectif d'assurer une meilleure information des clients sur les risques encourus. Mais les lourdes procédures qu'elle sous-tend freinent la diversification de l'épargne et standardisent à l'excès la relation client.

## La révolution digitale

La transformation numérique est l'un des grands défis de l'industrie bancaire. C'est une transformation qui se fait de l'intérieur, car les banques sont des acteurs digitaux, avec, dans leur ADN, une culture de l'innovation permanente au service du client.

En offrant une gamme élargie de produits et de services 24h/24, le digital renforce le modèle français de banque de proximité et donne de nouvelles possibilités à la banque de se rapprocher toujours plus de ses clients. Une complémentarité nouvelle s'installe entre le réseau d'agences bancaires et l'offre digitale, répondant ainsi toujours mieux aux attentes de leurs clients.

La banque a déjà fait sa révolution digitale. Face aux nouveaux entrants, les banques ont un atout différenciant majeur : le conseiller bancaire, qui est au cœur d'une relation multicanale, globale et durable.

Dans cet environnement qui offre de nouvelles opportunités aux banques, il y a aussi un enjeu essentiel, celui de la cybersécurité. Les banques y sont particulièrement sensibles ; elles ne transigent jamais sur les questions de sécurité.

## Les enjeux de cybersécurité

Les banques sont totalement impliquées dans la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme : il s'agit là d'une priorité absolue pour l'industrie bancaire française.

La sécurité au sens large fait l'objet d'une attention croissante des banques, confrontées qu'elles sont aux risques de dérive et de fraude.

Pour répondre à cette préoccupation légitime, les banques multiplient les initiatives et investissent massivement dans la protection des fonds et des données personnelles pour préserver la confiance de leurs clients et renforcer plus encore la sécurité du système dans son ensemble.

Tenant compte d'un contexte de cybermenaces avérées, elles œuvrent sans relâche pour que la sécurité soit au cœur des réflexions sur la transformation numérique.

La seconde directive sur les services de paiement (DSP2) a créé un précédent en rendant accessibles, gratuitement, les données des comptes de paiement à deux nouvelles catégories d'acteur : les prestataires de service d'information sur les comptes (« agrégateurs ») et les prestataires de service d'initiation de paiement. Cette directive est un défi pour les banques qui sont responsables des comptes de leurs clients. Aucun autre texte au monde ne permet une telle ouverture.

## Une nouvelle concurrence, celle des acteurs non bancaires

L'émergence de nouveaux acteurs dans le monde bancaire est une opportunité pour le système bancaire, mais seulement si l'égalité de traitement est respectée.

Les banques sont les chefs de file naturels de la filière numérique financière et profitent à plein de l'écosystème des *fintechs* et de la technologie, en les accueillant au sein d'incubateurs, en travaillant avec elles sous la forme de partenariats ou encore en les finançant. C'est un environnement extraordinairement innovant qui permet de réinventer la banque au service de ses clients et de l'économie.

Toutefois, on constate que c'est aussi une source de vulnérabilité en termes de cybersécurité, si ces nouveaux acteurs ne mettent pas en place les investissements nécessaires. En effet, les banques réalisent des investissements colossaux à la fois pour assurer la protection non seulement des données personnelles de leurs clients, mais aussi l'intégrité du système financier dans son ensemble.

(10) GOODHART Charles & SCHOENMAKER Dirk, "The United States dominates global investment banking: Does it matter for Europe?", Policy contribution, Bruegel, 2016/06, mars 2016.

C'est aussi une source de vulnérabilité globale vis-à-vis des grands acteurs numériques, GAFA et BATX, qui pourraient heurter plus directement le modèle bancaire, alors qu'ils ne sont assujettis à aucune règle prudentielle.

Dans ce cadre-là, l'approche européenne sur le digital doit tenir compte des enjeux industriels et ne pas aborder le sujet des données sous le seul angle consumériste. À cet égard, l'élaboration de normes en la matière doit associer de manière beaucoup plus étroite tous les acteurs concernés.

## Conclusion

Dix ans après la faillite de Lehman Brothers, la solidité des banques françaises n'est plus à démontrer ; elles sont désormais prêtes à tourner la page de la crise.

Peut-on pour autant écarter tout risque d'une nouvelle crise ? La question est délicate. Si une crise devait émerger, elle ne proviendrait sans doute pas du secteur bancaire, qui sort plus solide de cette période. Les observateurs soulignent les risques associés au *shadow banking* dont la taille n'a cessé de croître, contrairement à celle des banques, ce qui soulève des problèmes d'égalité en matière de concurrence et de stabilité financière.

# The Cost of Regulation

By Michala MARCUSSEN <sup>(1)</sup>

Société Générale's Group Chief Economist

Tighter regulation inevitably carries a cost, but must be weighed against the benefits of greater financial stability. Estimating net benefits is, however, a complex exercise and while consensus is that in aggregate these remain positive, gains could be made by improving efficiency and addressing leakages. Moreover, structural reform, and not least completing the European Banking and Capital Markets Unions, would do much to alleviate downside risks and lift growth. History teaches that ensuring economic prosperity and financial stability over time requires more than a set of regulatory safety margins. The revival of macroprudential regulation aims to address past errors with a flexible and forward-looking approach. These tools are still largely untested and at risk of unintended costs. Overall optimisation of the net benefits from regulation requires an iterative and co-ordinated approach. The potentially most damaging costs stem from regulatory protectionism. Recent trends are worrying and could, if confirmed, also forewarn of a less co-ordinated G20 response to the next crisis.

The Global Financial Crisis (GFC) of 2007-08 marked a sharp turning point; after three decades shaped by deregulation, the regulatory pendulum began to swing back bringing sweeping changes. While much of the new regulatory framework is now known, many measures are still in a transition phase. Prudential standards have been tightened, with higher safety margins on capital, liquidity, funding and exposures, new stress testing rules and resolution planning. Further changes have come with efforts to insulate conventional banking from capital market activities, to move derivatives trading to central counterparties, and to protect investment funds and insurance. More recently, data protection rules have joined the list. The Financial Stability Board (FSB, 2017) offers a useful overview on the implementation status of financial regulatory reforms in the priority areas.

The focus here is on the cost-benefit of regulation and the first section offers a typology of costs. Much of the analysis is still in early stages and yet inconclusive. As proof that at least no harm is being done, policymakers often point to the on-going economic recovery. Closer scrutiny of this argument in the second section, however, suggests the same inconclusiveness. Waiting several years for clarification would be suboptimal, however, and as discussed in the third section, setting regulation should be an iterative process and one that is co-ordinated across various jurisdictions. The article concludes with a warning on costly and potentially destabilising financial protectionism.

## In search of the efficient frontier

In theory, there is an efficient frontier at which the benefits (in terms of financial stability and effective crisis mana-

gement) for a given level of regulatory tightness is achieved at a minimal cost. Finding this frontier in a real-world framework is a complex, if not impossible, exercise given the multitudes of regulations, costs, geographies and new innovations (e.g. Bitcoin) involved. To frame the discussion, let's nonetheless first consider a cost-benefit typology.

- *Financial crisis costs (or the benefit of avoiding crisis):* The first cost is in fact the benefit. Financial crises are costly and while estimates vary, they are generally found to be high, and often with permanent loss of income. The gross economic benefit of regulation is generally defined as the resulting decline in the probability of crisis times the cost of crisis. To obtain the net benefits, the cost of regulation is then subtracted.

The BCBS (2010) report that the median cumulative loss from different studies, is 19% of pre-crisis GDP when permanent effects are excluded and 158% if permanent effects are permitted. The median loss across all comparable studies is 63% of GDP. Taking this latter number, a 1% decline in the probability of crisis would thus yield a gain of 0.63%.

As summarised in BCBS (2010) Tables A2, the decline in the probability of crisis as the result of higher capital and liquidity safety margins also varies across models, but the marginal benefit generally declines. The average of all models finds that increasing tangible common equity to risk weighted assets from 6% to 7%, yields a decline in

(1) The views expressed are attributable only to the author and to not any institution with which she is affiliated.



the probability of crisis of 2.6pp (with a range across the different models of 6.8pp to 0.7pp), while moving it from 14% to 15% only lowers the probability by 0.1pp (with a range of 0.2pp to 0.1pp).

- *Bank lending costs (in steady state and transition)*: The most commonly studied costs in the literature are the direct ones from higher capital and/or liquidity requirements. Slovik and Cournède (2012) find that implementing the Basel III capital requirements increases the average bank lending rate by 15bp by 2015 and 50bp by 2019 in the US, euro area and Japan. These lending rates are then translated in a GDP impact using the semi-elasticities from the OECD's New Global Model. The result is a cost of 0.05pp on annual GDP from implementing the 2015 requirement (1.2pp on common equity) and 0.15pp from the 2019 requirement (3.7pp on common equity).

As summarised by Fender and Lewrick (2016), the increase in lending spreads across different studies range from 5bp to 80bp for a 1pp increase in the capital ratio with the related impact on GDP ranging from 0.01% to 0.12% on annual GDP growth. Fender and Lewrick find that the combined Basel III requirements raise the CET1/RWA ratio for the entire banking system by 2.7 to 3.4pp, leading to a 2.19-2.41pp decline in the probability of crisis with an expected gain of 1.38-1.52% of GDP (applying the median 63% loss from above). The expected costs are estimated at 0.32-0.41% of GDP, thus yielding a net benefit of 1.05-1.11% of GDP.

Basel III is only part of the new regulatory framework and higher net lending rates are only part of the cost involved. Already, we note the large divergence of analysis outcomes.

- *Capital market lending costs*: Less commonly discussed is the impact of requirements on banks for financial market liquidity. Such considerations are particularly relevant given the focus on more market based financing systems, for example, Europe's Capital Markets Union. Baranova *et al.* (2017) show that at low levels of stress, liquidity premiums are around 40bp higher on corporate bonds and 8bp higher on Gilts. Adding up these effects yields a cost of around 0.08% of GDP in steady-state. The same study finds the net benefit of regulatory reforms (including the bank lending channel and TLAC) to be 0.44% of GDP, i.e. considerably lower than above.

While the literature cited above offers a useful framework, several costs are either included only implicitly or not at all. Given the difficulty of estimating these costs, this is not surprising, but they nonetheless deserve consideration.

- *Oversight (compliance) costs*: Regulation naturally requires oversight and here too, there is a trade-off to calibrate between sufficiently effective oversight and unnecessarily bureaucratic and costly procedures.
- *Uncertainty costs*: Legal uncertainty and law-fact uncertainty also matter, where the former refers to uncertainty about the content and the latter to uncertainty in terms of the actual application. Prolonged periods of uncertainty are generally costly as these tend to delay investment and hiring decisions.

- *Leakage and arbitrage costs*: Leakages occur when the activity in question moves to other institutions and/or instruments not covered by the regulation. Regulatory arbitrage generally results from loopholes that can be exploited by the institutions and/or instruments concerned. In both cases, the risk is that the related regulation will come at a cost with no benefit in terms of financial stability, and may even increase risks.
- *Unintended costs*: Individual pieces of regulation interact across institutions, instruments and geographies, and this could generate unintended costs.

## Evidence from the real economy and markets

The discussion above highlights the complexity of assessing the cost of a still changing regulatory environment. Some commentators point to the global recovery, credit expansion, the favourable stance of credit surveys and dynamic asset prices as tangible evidence that the new regulatory framework is not hampering growth.

Recovery is certainly encouraging but it has been lacklustre and slow and remains supported by exceptionally accommodative monetary policy. Moreover, the consensus proxy for trend potential growth has declined considerably (see Chart 2). It would be wrong to just blame this on regulation with issues as such as demographics, protectionism and high levels of indebtedness all weighing on trend potential. Moreover, part of what was perceived as trend potential pre-crisis may in fact have been due to what ultimately proved unsustainable credit expansion.

A further point worth mention is the spectacular decline in the proxy for where that consensus sees the neutral rate of interest (or *r*-star). Again, several factors weigh in, but tighter financial regulation may be part of the story, not least by increasing safe-asset demand. Structurally lower, and at times even negative, interest rates present its own dangers. As highlighted by Powell (2017), this could weigh on financial sector profitability and encourage excessive risk-taking and/or leverage, fuelling potentially destabilising asset price bubbles.

Excessive asset price valuation has certainly been a concern expressed in several financial stability reports. As highlighted in FSB (2017), a few periods of short-lived market volatility in recent years have indicated some vulnerability in secondary markets. Concern, moreover, is how this might change as QE is gradually removed.

So far, there is little evidence to suggest that regulation is holding back recovery, nonetheless, low trend potential and a low neutral rate merit attention, as does market liquidity. Recognising the complexity and uncertainty linked to the appraisal of the regulatory framework, it is encouraging that the FSB has launch a framework for review. Indeed, now is a good time to take stock of new regulations and draw on further impact assessments to address eventual inefficiencies related to all the costs discussed above.

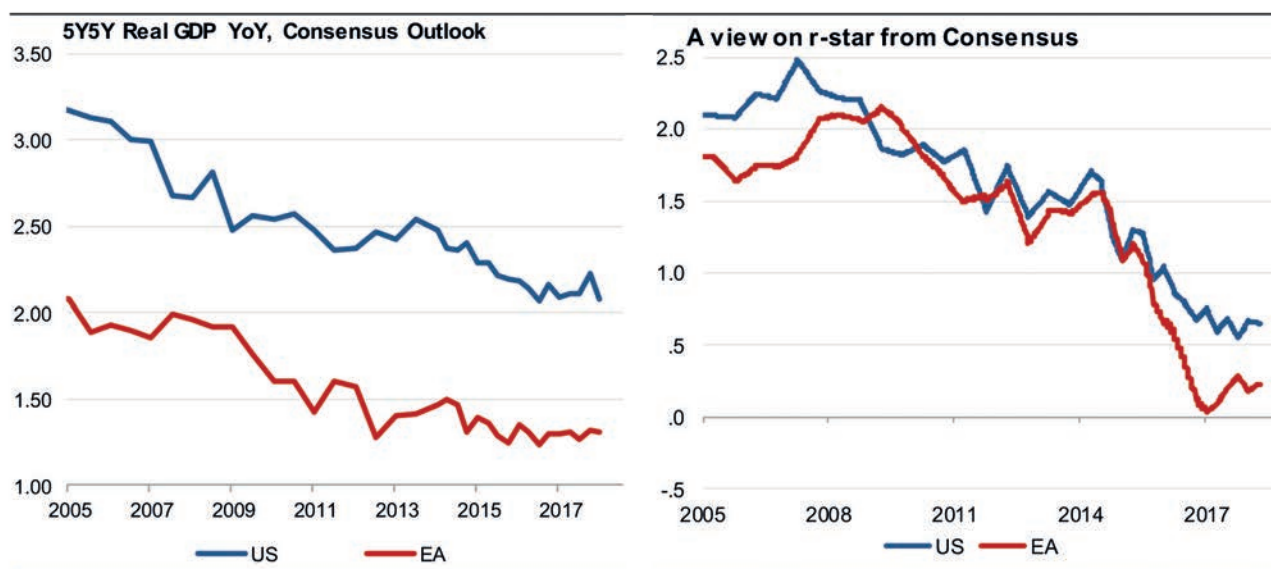


Chart 2: Lower trend potential growth...  
 Source: Consensus Economics and own calculations (see Marcussen (2017) for details on the methodology).  
 ... and lower r-star.

### Forward looking and flexible

Financial history is littered with carefully crafted regulatory frameworks that have sought to deliver the right trade-off between costs and benefits only to be surprised by the emergence of a new financial crisis from an unexpected source.

Ex-ante cost-benefit analysis offer valuable analysis, but policymakers should be cognisant of the fact that these often focus on a single measure and thus do not account for the spill over effects from other measures. Moreover, the economic modelling behind such analysis comes with the usual uncertainties. Ex-post analysis must thus carry equal weight in the regulatory process, to constantly seek cost efficiency gains and address potential leakages, and thus ensure that net benefits remain positive.

Macroprudential regulation has made something of a comeback post-crisis with the recognition that more flexible and forward-looking instruments must be part of the regulatory toolbox. Several challenges arise from these tools. First, there is the need to develop a set of indicators that can signal whether macroprudential policy tools should be tightened. Second, interactions with other policies, such as monetary or fiscal policy, must be better understood. Finally, here too there are leakages.

Several of the macroprudential tools directed at credit supply today focus on the banking sector (capital requirements, reserve requirements, large exposure limits...). This raises risks that borrowers may go instead to capital market or peer-to-peer electronic lending platforms. While one could argue that this would still protect banks from excessive direct exposure, it would not protect the overall economy from the dangers of excessive leverage. And if the result of excess leverage is ultimately a significant economic downturn or recession, this could still endanger

overall financial stability with asset prices collapsing and rising NPLs on bank balance sheets. The ex-post outcome of such measures could thus be a net cost rather than a net benefit.

Following on from the points above, the interconnected nature of the global financial system means that externalities must also be considered and pleads for co-ordination across jurisdictions. This takes us to our final discussion point on the creeping regulatory divergence and risks of protectionism.

### Protect against protectionism

As policymakers have sought to strengthen national financial stability and protect taxpayers from the eventual cost of any future crisis, international frictions have appeared. The IMF's latest Global Financial Stability Report (GFSR) from April 2018 noted that "... country specific liquidity considerations, while helping to strengthen national financial systems, may inadvertently introduce frictions in international funding markets".

While such frictions may be unintended, there is growing concern in the current political context, however, that genuine protectionism may be returning. Back in March 2017, the G20 Finance Minister and Central Bank Governor meeting statement dropped the language the promised to "resist all forms of protectionism" and the March 2018 statement just includes a "need for further dialog and actions".

Protectionism can of course take many forms; the mildest version is best qualified as regulatory divergence (be it regulation or supervisory interpretations and practices) as opposed to genuine protectionism. A survey on regulatory divergence by IFAC and BIAC found that this is costing 5-10% of the financial industries annual turnover or \$780bn (or almost 1% of global GDP) and presents a

moderate to substantial barrier to growth. While surveys come with uncertainty, this is nonetheless a very sizable cost and should incentivize better co-ordination amongst different jurisdictions.

Regulatory divergence and protectionism may, moreover, be an indication of a less co-ordinated G20 policy response to the next financial crisis which again raises concerns.

## Conclusion

Concluding this discussion on the cost of regulation, it must be recognised that there are still a long list of unanswered questions. Given this, an iterative approach that seeks to ensure efficiency gains and address leakages on an on-going basis and co-ordinated across geographies is required. While the recent initiatives from the FSB are encouraging, hints of creeping regulatory protectionism are a concern.

Financial regulation, moreover, is not something to be considered in isolation; other reform efforts matter. Zooming in on the euro area, completing the Banking Union and rapidly advance on the Capital Market Union would not only deliver significant economic benefits but also make the region more resilient to adverse negative exogenous shocks, such as financial protectionism. By lifting trend potential, such measures should also lift  $r$ -star, which, in itself, could contribute to better financial stability.

## References

Basel Committee on Banking Supervision– BCBS (2010a), “An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements”, Bank for International Settlements, August 2010.

FENDER I. & LEWRICK U. (2016), “Adding it all up: the macroeconomic impact of Basel III and outstanding reform issues”, Monetary and Economic Department, BIS, November.

Financial Stability Board (2017), “Implementation and effects of the G20 Financial Regulatory Reforms”, 3 July 2017, 3<sup>rd</sup> Annual Report.

International Federation of Accountants (IFAC) and Business at OECD (BIAC) (2018), “Regulatory divergence: Costs, risks, impact”, February.

JUNCKER J.-CL., TUSK D., DIJSSELBLOEM J., DRAGHI M. & SCHULTZ M.(2015), *Completing Europe’s economic and Monetary Union*.

MARCUSSEN M. (2017), *An Anatomy of Bond Yields at the Crossroads of Fiscal Dominance*, SG Cross Asset Research, 6 February.

POWELL J. H. (2017), “Low interest rates and the financial system”, Speech at the 77<sup>th</sup> annual meeting of the American Finance Association, Chicago, 7 January 2011.

SANTOS A. O. & ELLIOTT D. (2011), “Estimating the Cost of Financial Regulation”, IMF Staff Discussion Note, 11 September 2012.

SLOVIK P. & COURNÈDE B., “Macroeconomic Impact of Basel III”, Economics Department Working Paper, n°844, OECD.

# L'avalanche réglementaire : l'exemple de l'assurance

Par Arnaud CHNEIWEISS

Délégué général de la Fédération française de l'assurance

Les assureurs français sont confrontés à une « avalanche réglementaire », c'est-à-dire à une accumulation sans précédent de normes non coordonnées. Les sources de cette sur-réglementation sont diverses : nationales, européennes, internationales. C'est une sorte d'hommage qui est ainsi rendu au rôle central de l'assurance dans nos sociétés contemporaines...

Cette sur-réglementation est dangereuse pour la croissance. Parfois inutile, elle peut être un frein à la croissance et à l'innovation. Il est essentiel que les régulateurs se coordonnent mieux entre eux et que la régulation soit davantage concertée avec les principaux acteurs concernés.

« Il faut le dire : il y a trop de grands hommes dans le monde ; il y a trop de législateurs, d'organiseurs, d'instituteurs de sociétés, de conducteurs de peuples, de pères des nations, etc. Trop de gens se placent au-dessus de l'humanité pour la régenter, trop de gens font métier de s'occuper d'elle. »

Frédéric Bastiat (1801-1850)

Cette citation de l'économiste libéral Bastiat montre que le sentiment de sur-réglementation ne date pas d'aujourd'hui ! Pourtant, les assureurs français ont le fort sentiment d'être confrontés à une « avalanche réglementaire » depuis une vingtaine d'années, que je définirai comme une accumulation de normes non coordonnées. Ces normes peuvent être « dures » (la loi française, les règlements européens qui sont d'application directe...) ou « souples » (recommandations, principes directeurs..., tout ce qui constitue une *soft law* en apparence peu contraignante, mais qui, en pratique, est une couche réglementaire supplémentaire).

Notons d'emblée que cette *soft law* a des origines très diverses : elle peut émaner d'enceintes internationales publiques (OCDE, Conseil de stabilité financière...) ou privées (notamment l'IASB<sup>(1)</sup> qui détermine les normes comptables internationales), européennes (Commission, EIOPA...), ou nationales – avec la multiplication des autorités administratives indépendantes.

## Pourquoi une telle avalanche réglementaire ?

De nombreux secteurs (banque, agro-alimentaire...) expriment le sentiment d'être très régulés, encadrés et parfois entravés dans leurs actions et leur innovation, au nom de la protection des clients. Le secteur de l'assurance se sent particulièrement concerné par le phénomène, au point de se demander parfois si la raison d'être du mé-

tier – souscrire des risques – n'est pas remise en cause. Prenons l'exemple de l'assurance complémentaire santé : les assureurs français ne peuvent juger de la pertinence des soins qu'ils remboursent, ne peuvent sélectionner le risque couvert dans le cadre des contrats solidaires, sont encadrés dans la fixation de leurs tarifs...

## Qui régule les assureurs ?

L'attention des régulateurs vient des enceintes nationales (en France, le gouvernement et le Parlement bien sûr, mais aussi les autorités de supervision prudentielle : l'ACPR, la CNIL qui veillent à la protection des libertés individuelles, Tracfin qui lutte contre le blanchiment d'argent, l'Autorité des marchés financiers dès lors qu'il y a appel public à l'épargne, l'Autorité des normes comptables qui définit les règles de provisionnement...) ou européennes (le Conseil, la Commission, le Parlement pour les directives et règlements<sup>(2)</sup>, l'EIOPA (l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) qui supervise le secteur de l'assurance, apportant des précisions sur les textes à la demande de la Commission ou formulant des recommandations), parfois internationales (Conseil de stabilité financière, G20, IASB pour les normes comptables internationales...), bien que les marchés d'assurance demeurent très fragmentés et nationaux. D'une certaine façon, faire l'objet d'une telle attention de la part de tant de régula-

(1) Le Bureau international des normes comptables, plus connu sous son nom anglais de International Accounting Standards Board (IASB), est l'organisme international chargé de l'élaboration des normes comptables internationales. Il s'agit d'un organisme privé, qui est dirigé par une fondation établie au Delaware (États-Unis).

(2) Exemples de textes européens majeurs pour le secteur : la directive Solvabilité 2 qui définit le régime prudentiel ; la directive sur la distribution en assurance ; les multiples directives sur la lutte contre le blanchiment d'argent...

teurs différents est un hommage rendu au secteur, la preuve qu'il est au cœur des préoccupations quotidiennes de chacun d'entre nous.

On peut également facilement comprendre que tant d'attentions diverses et non coordonnées conduisent à des injonctions paradoxales, voire contradictoires.

### Pourquoi tant de régulation ?

Il y a naturellement des raisons liées au métier même d'assureur. Nous souscrivons des risques – c'est notre raison d'être – qui sont parfois pris sur le long terme (assurance construction, assurance emprunteur, assurance dépendance...). L'assurance-vie demeure le placement préféré des Français avec un encours de 1 700 milliards d'euros.

Il y a donc tout un cadre prudentiel qui s'applique à l'assurance, tant au plan national<sup>(3)</sup> qu'européen (directives Solvabilité 2 et leurs textes d'application, qui visent notamment à protéger l'assuré en s'assurant que l'entreprise d'assurance présente un risque de faillite inférieur à 0,5 % à horizon d'un an et que la gouvernance de l'entreprise d'assurance la conduit à bien maîtriser ses risques). On peut contester certains aspects de cette réglementation, notamment le fait qu'à force de vouloir protéger les assurés, on conduit les assureurs à une forme de prudence excessive dans leurs investissements en décourageant les placements en actions et en infrastructures, au détriment de la croissance économique en Europe. On peut cependant comprendre la nécessité de cette supervision « classique », qui vise à garantir la solidité financière des acteurs.

La régulation a cependant bien d'autres sources, notamment liées au fait que les assureurs assument de nombreuses missions de quasi-service public :

- Collecteurs d'impôts. Prenons l'exemple de la contribution forfaitaire annuelle à laquelle sont soumis tous les contrats d'assurance-dommages, d'un montant de 5,90 € par contrat, qui permet de financer le FGTI, le fonds d'indemnisation des victimes des actes de terrorisme et autres infractions graves. Mais l'on peut aussi mentionner le fort accroissement, sur les dix dernières années, des taxes pesant sur les contrats des complémentaires santé, qui représentent désormais 13,27 % des primes et procurent 4,5 Mds € de recettes fiscales ;

- Par leurs actions de lutte contre la fraude, les assureurs coopèrent avec les services régaliens de l'État. Souvent, au travers d'un dossier de fraude à l'assurance, sont découverts des individus qui fraudent également les services fiscaux, voire sont impliqués dans des opérations de blanchiment d'argent ou de financement du terrorisme ;
- Les assureurs tiennent aussi des fichiers, à la demande du législateur ou du gouvernement. Citons ici le futur Fichier des véhicules assurés qui entrera en vigueur début 2019 et permettra de vérifier que le véhicule conduit est bien assuré ;
- Nous aidons également à réduire l'encombrement des tribunaux grâce au règlement amiable des petits litiges du quotidien dans le cadre de la « protection juridique » ;
- Nous publions des statistiques d'intérêt général portant sur la fréquence des accidents, des vols, ou sur les com-

portements d'épargne des Français ;

- Et, de manière générale, notons la proximité des intérêts des assureurs et de l'État, et la complémentarité de leurs actions, quand il s'agit d'améliorer la sécurité routière ou de lutter contre les conséquences du dérèglement climatique.

Au vu de cette énumération (non exhaustive), il est donc tentant de conclure que l'assurance doit être une activité très régulée, tout particulièrement dans une société française marquée par une grande défiance<sup>(4)</sup>, et alors que nous abordons des « terres inconnues », comme les évolutions numériques qui bousculent l'assurance comme elles ont déjà disrupté d'autres secteurs, ou le niveau historiquement bas des taux d'intérêt qui pèse sur les produits financiers des assureurs.

Comme l'a montré le grand universitaire Francis Fukuyama<sup>(5)</sup>, dans une société défiante où les acteurs ont du mal à conclure des conventions et à instaurer des relations contractuelles entre eux, l'État occupe le vide et régleme-  
mente à l'excès.

S'il n'est pas question de nier la nécessité d'une intervention publique pour superviser un secteur aussi stratégique que l'est l'assurance, je voudrais néanmoins plaider maintenant que le principe de précaution a été poussé trop loin, et qu'il est donc souhaitable de redonner des marges de manœuvre, de la respiration aux acteurs.

L'obsession de la prudence, comme toute obsession, finit par être paralysante. Il est urgent de changer de référentiel et de penser que les entreprises d'assurance, rendues plus libres, sauraient mieux que tous les régulateurs dispersés concilier sécurité de leurs assurés et dynamisme économique.

### L'avalanche réglementaire nuit à la croissance

Dans le secteur de l'assurance, les métiers qui montent sont ceux de la conformité<sup>(6)</sup>.

(3) Exemple de la loi dite Sapin 2 qui a élargi les pouvoirs du gouvernement et de l'ACPR, au travers du Haut Conseil de stabilité financière, en cas de circonstances exceptionnelles nécessitant de bloquer les rachats en assurance-vie.

(4) Voir à ce sujet les travaux des économistes Algan, Cahuc et Zylberberg sur « la société de défiance » et « la fabrique de la défiance » ; et les très instructives analyses annuelles du Cevipof (« baromètre de la confiance politique »), qui indiquent, par exemple, que 69 % des Français pensent que l'« on n'est jamais assez prudent quand on a affaire aux autres ».

(5) Political Order and Political Decay: From the Industrial Revolution to the Globalization of Democracy, 2015.

(6) Les quatre fonctions clés créées par Solvabilité 2 sont : la conformité, l'audit interne, la gestion des risques et l'actuariat. Le but de ces 4 fonctions est de s'assurer de la bonne maîtrise des risques par l'entreprise d'assurance. A été instaurée par ailleurs la règle des « quatre yeux » : celle-ci veut qu'il existe au moins deux dirigeants effectifs dans l'entreprise pour prendre les décisions les plus importantes. Enfin, le conseil d'administration doit valider plus d'une vingtaine de politiques écrites décrivant les risques et stratégies de l'entreprise.

## Un processus de régulation foisonnant et désordonné

Ces fonctions de vérification de la conformité deviennent effectivement indispensables face à la multiplication des normes édictées par les autorités administratives, indépendantes ou non. Les entreprises d'assurance se sentent parfois, à tort ou à raison, comme des navires ballottés dans la tempête, quand les normes qu'elles doivent appliquer se contredisent et se chevauchent, sans que personne dans l'appareil d'État n'ait la capacité à obliger à la coordination – en partie parce que les sources de régulation excèdent désormais le cadre national.

Chaque autorité est légitime, chacune est dans son rôle, et on ne peut reprocher aux dirigeants de chaque structure leur ardeur à la tâche. Mais plus personne ne se sent investi de la mission de coordonner leurs interventions, même au niveau national – prenons le cas de la protection des consommateurs, qui relève à la fois de l'ACPR et de la DGCCRF (une direction du ministère de l'Économie et des Finances), deux structures qui ne coordonnent pas leurs contrôles.

Par ailleurs, la *soft law* porte mal son nom, dans la mesure où il s'agit bien d'une strate réglementaire supplémentaire : les autorités en charge de son application peuvent en effet effectuer des contrôles dans les entreprises et infliger des sanctions, administratives et financières, si elles estiment que la réglementation et l'interprétation qu'en font ces autorités à travers leurs recommandations n'ont pas été respectées, ou ne l'ont pas été suffisamment.

Chose étonnante, cette poussée de la conformité a lieu dans un contexte où, pourtant, aucune entreprise d'assurance significative n'a fait faillite ces dernières années, en Europe. Quant à la quasi-disparition d'AIG, alors numéro 1 mondial, pendant la crise financière de 2008, elle est liée à des prises de risques inconsidérées sur des dérivés de crédit, et non à l'exercice de son cœur de métier.

Le risque est de décourager l'innovation interne et d'aller vers une uniformisation des pratiques « pour être conforme ». Avec les règles actuelles, est-ce que certains des acteurs essentiels du marché français auraient pu se lancer et se développer<sup>(7)</sup> ? Leurs dirigeants et leurs administrateurs auraient-ils été considérés *fit and proper* ? Leurs politiques de souscription et de placement financier auraient-elles été jugées assez prudentes ?

Par ailleurs, les contraintes de conformité et de contrôle sont coûteuses. Aujourd'hui, il y a beaucoup de petits assureurs en France, contrairement au secteur bancaire. Il s'agit souvent de mutuelles d'assurance généralistes ou de mutuelles santé, fondées sur un concept affinitaire. Cent vingt acteurs proposent encore de l'assurance-dommages (auto, habitation). Les coûts de la mise en conformité peuvent conduire à une concentration du secteur réduisant la diversité des offres, concentration qui semble d'ailleurs à l'œuvre depuis quelque temps, aussi bien dans le monde des mutuelles santé que dans celui des assureurs relevant du Code des assurances<sup>(8)</sup>.

## Des aspects positifs ?

Il y a bien sûr des aspects positifs à ces obligations accrues de *reporting* : elles obligent à une professionnalisation des administrateurs et des équipes et jouent un rôle d'aiguillon pour une bonne surveillance des risques.

La possible concentration induite par des normes plus contraignantes peut conduire à l'émergence d'acteurs plus solides s'appuyant sur une clientèle plus diversifiée.

Enfin, notons que cette sur-réglementation constitue une formidable barrière à l'entrée de nouveaux acteurs. Jusqu'à présent, les GAFAs ne se sont pas lancés dans le secteur bien que la rumeur revienne régulièrement que Google ou Amazon, qui en savent tant sur nos vies, songeraient à devenir assureurs ou, à tout le moins, courtiers en assurance. De même, aucun acteur chinois ou américain n'a pris de position significative sur les grands marchés européens, qui demeurent nationaux pour les risques de particuliers.

## Conclusion : que faire ?

Un meilleur équilibre doit être trouvé entre régulation et responsabilité laissée aux acteurs. Bien sûr, en fonction des nouveaux risques qui apparaissent, de nouvelles régulations peuvent être envisagées (cas du cyber-risque et des questions nouvelles qu'il pose, comme celle de savoir si les rançons versées peuvent être indemnisées, et, dans l'affirmative, si cela ne risque-t-il pas d'être assimilé à un financement du terrorisme ?). Mais chacun ressent bien que le balancier est allé trop loin dans le sens d'une régulation qui peut se révéler décourageante et déresponsabilisante.

Le métier de l'assureur, c'est d'être un preneur de risques. Des risques calculés, mesurés, mais c'est bien cette fonction qui fait l'utilité sociale de l'assurance. Et les besoins en assurances ne sont pas prêts de se réduire, qu'il s'agisse des conséquences du dérèglement climatique ou du vieillissement de la population avec les risques associés à la longévité et à la dépendance...

Trois messages pour conclure.

### 1 - L'avalanche réglementaire peut devenir un frein à la croissance et à l'innovation.

Les nouvelles technologies (*Big Data, machine learning, blockchain...*) peuvent bouleverser la pratique de l'assurance en permettant de disposer d'informations plus précises, personnelles, pertinentes ; d'élaborer des poli-

(7) On peut penser, en particulier, aux acteurs mutualistes « affinitaires », au moins à leurs débuts comme la Maif (Mutuelle d'assurance des instituteurs de France), la MAPA (Mutuelle d'assurance des professions alimentaires), la Mutuelle des motards... Tous des acteurs dont les administrateurs-fondateurs n'étaient pas des experts de l'assurance.

(8) Citons, à ce titre, la création du groupe VYV, leader de l'assurance santé issu de l'alliance, notamment, de la MGEN avec Harmonie Mutuelle ; et les rapprochements annoncés entre AG2R La Mondiale et la Matmut et entre la Macif et Aesio.

tiques de prévention plus efficaces ; une plus grande fluidité dans la relation avec l'assuré, une plus grande réactivité... Il est bien sûr essentiel d'avoir des garde-fous en matière de protection de la vie privée et, de ce point de vue, l'Europe est en avance dans sa régulation par rapport aux États-Unis. Mais attention à ne pas être plus dur avec les « vieilles industries » qui se modernisent qu'avec les GAFA.

Il faut aussi compter sur la capacité des acteurs en place à prendre des engagements déontologiques et éthiques empêchant les dérives (cas d'une segmentation des risques qui serait excessive et empêcherait certains de s'assurer pour un tarif accessible).

Enfin, pour aller vers le « choc de simplification », dont on a beaucoup parlé, mais peu vu, il est nécessaire de passer de la défiance envers les acteurs à la confiance. Un cas simple : que les assureurs puissent avoir accès au numéro de sécurité sociale pour mieux identifier les personnes dans le cas de la recherche de bénéficiaires de contrats d'assurance-vie en déshérence afin de pouvoir leur verser les prestations d'assurance.

## 2 - Nous sommes allés trop loin dans l'application du principe de précaution.

Prenons deux exemples.

Un exemple français : la France a souvent tendance à vouloir sur-transposer les directives, pour être toujours « le meilleur élève de la classe européenne ». Prenons le cas de la lutte contre le blanchiment d'argent. Rien ne nous obligeait à appliquer les règles correspondantes à l'assurance-dommages, qui n'est sans doute pas un vecteur très efficace pour blanchir de l'argent. Et pourtant, nous l'avons fait ! On place l'industrie française dans une situation de désavantage quand on va plus loin que ce que les textes européens prévoient.

Un exemple européen : Solvabilité 2. Peu d'années après son entrée en vigueur, nombreux sont ceux qui espèrent déjà une révision de cet ensemble de textes, face à la lourdeur des contraintes qu'il impose. Certes, les entreprises d'assurance ont peu de risques de faire faillite à horizon d'un an encadrées comme elles le sont désormais. Mais qui peut raisonnablement penser que cette accumulation de contraintes pesant sur des investisseurs de long terme soit favorable à la croissance en Europe ?

## 3 - Aller vers une meilleure coordination de l'action des régulateurs.

Là encore, prenons deux exemples.

Dans le cas français, il y a nécessité d'instaurer une meilleure coordination entre les régulateurs. L'indépendance n'exclut pas le dialogue et la coordination entre eux, mais aussi avec les assureurs. Nous ne pouvons qu'appeler de nos vœux l'instauration de plus de concertation très en amont de toute nouvelle réglementation, afin que les acteurs concernés puissent concrètement participer à son élaboration. Les travaux menés avec la CNIL dans le cadre du « pack de conformité Assurance » (soit l'élaboration de normes de traitement des données adaptées au secteur) sont un bon exemple d'une collaboration fructueuse, que l'on pourrait qualifier de corégulation.

Au plan européen, on peut également mieux faire : ainsi, quelles sont les responsabilités de l'EIOPA ? À qui rend-elle des comptes ? L'EIOPA devrait avant tout se consacrer à veiller à ce que la libre prestation de services dans l'UE s'exerce de façon satisfaisante, alors que des « paradis prudentiels » (Gibraltar, Liechtenstein...) émergent au cœur même de l'Union.

# Régulation des *fintechs* et « fintechisation » de la régulation

Par Héloïse BERKOWITZ

CNRS (UMR 5303 TSM-Research) et Institut Barcelona d'Estudis Internacionals

et Antoine SOUCHAUD

NEOMA Business School et LabEx ReFi

Le mot *fintech* résonne comme le nom d'un monstre hybride. C'est un Minotaure, un assemblage entre deux éléments protéiformes qui, chacun pris isolément, suscitent déjà en eux-mêmes autant d'espoir que de peur. La régulation des *fintechs* nécessite une capacité à poser des définitions sur des phénomènes instables, une capacité à créer des *policy networks* et des formes d'organisations innovantes entre acteurs émergents et, enfin, une capacité à prendre en compte et à traiter une forme d'anxiété des régulateurs sur leur propre utilité. Le mouvement des *fintechs* pousse le régulateur à s'interroger sur lui-même et sur la nécessité de « fintechiser » la régulation financière.

« J'observe année après année des phénomènes qui étaient uniquement des phénomènes de science-fiction. [...] La finance va changer de manière prodigieuse parce qu'elle va intégrer le choc de ces innovations rendues possibles par la science et la technologie. [...] Nous avons un besoin de recherche académique absolument monumental à mes yeux. »

Jean-Claude Trichet, ancien président de la BCE (propos tenus lors du déjeuner Labex ReFi du 15 juin 2017).

Comme l'exprime à travers cette citation l'ancien président de la Banque centrale européenne, des grappes d'innovations technologiques métamorphosent la finance telle que nous l'avions connue jusqu'ici et lui ouvrent des horizons qui peuvent tout à la fois fasciner et tétaniser les observateurs les plus aigus. Quels sont les enjeux de la régulation de ces innovations potentiellement hautement disruptives ? Comment interagissent régulateurs et acteurs du secteur ? Telles sont les questions que nous explorons ici.

Nous poserons dans un premier temps des éléments de définition des *fintechs*, avant d'aborder l'émergence de leurs *policy networks*, des réseaux d'acteurs cherchant à influencer la régulation de ces innovations. Puis nous décrirons la structuration de l'action collective des acteurs économiques en réponse à ces intentions de régulation et, enfin, nous concluons sur les enjeux fondamentaux de l'émergence des *fintechs* pour les régulateurs eux-mêmes.

## Les *fintechs* : un nouveau Minotaure ?

Revenons d'abord sur ce qui définit le secteur des *fintechs*. Le mot *fintech* résonne comme le nom d'un monstre hybride. C'est un Minotaure, un assemblage entre deux

éléments protéiformes qui, chacun pris isolément, suscitent déjà en eux-mêmes autant d'espoir que de peur. C'est une fusion à la fois fabuleuse et anxiogène. C'est un mot monstrueux de démesure que la recherche académique peine parfois à aborder avec froideur et détachement. La régulation des *fintechs* est en effet un processus dynamique et rythmé, mais dont les ressorts peuvent s'appréhender avec simplicité. L'objectif de cet article est le suivant : commencer à faire abstraction de l'adjectif « mythique », pour pouvoir revenir progressivement à la simplicité concrète du processus régulateur.

Dans *Taming the Beast : A Scientific Definition of Fintech*, Patrick Schueffel (2016) décrit la complexité, l'inconsistance et l'ambiguïté de ce terme « parapluie » qui recouvre des réalités diverses, dans des contextes économiques multiples. Selon l'auteur, les *fintechs* sont une industrie financière qui utilise les nouvelles technologies pour optimiser les services financiers. Ce cadrage assez large des *fintechs* permet dès lors d'inclure des innovations incrémentales, telles que les API ou la signature électronique, mais aussi des innovations potentiellement plus disruptives comme la technologie *blockchain* ou l'intelligence artificielle et l'apprentissage automatique. Ces innovations technologiques ont déjà transformé, ou possèdent le potentiel de révolutionner, le fonctionnement des systèmes financiers et la façon dont les entreprises se financent, par exemple via le *crowdfunding* ou les *Initial Coin Offerings* (ICO).





Photo © Huang Zongzhi/XINHUA-REA

Tenue de la 4<sup>ème</sup> Conférence mondiale consacrée aux *Fintechs*, Wuzhen (Chine), décembre 2017.

« Les *fintechs* sont une industrie financière qui utilise les nouvelles technologies pour optimiser les services financiers. »

### L'émergence de *policy networks fintech*

Lorsqu'une *fintech* émerge, le premier défi est celui de comprendre la nature de cette innovation. Il y a certes d'abord un enjeu de définition comme l'a montré Schueffel (2016). Or, pour définir un phénomène, il est nécessaire que celui-ci soit stabilisé. Et une telle stabilisation – des *business models*, par exemple – prend du temps. Au début du processus réglementaire des *fintechs*, il y a des entrepreneurs qui prennent des risques et tâtonnent pour créer progressivement un nouvel objet de régulation. Dans cette phase où émerge le *policy network*, c'est-à-dire le réseau d'acteurs publics et privés qui tentent d'affecter la réglementation d'une activité, les contacts entre entrepreneurs et régulateurs sont soit inexistantes, soit totalement informels. À leurs débuts, les *fintechs* peuvent être ignorées, puis faire l'objet d'une attention tantôt amusée, tantôt intriguée de la part des régulateurs. Au sein même des instances de régulation, l'intérêt pour ces innovations monte progressivement dans les niveaux hiérarchiques. Ce sont souvent des fonctionnaires se situant en marge de leur institution, soit de par leur âge, soit de par leur position organique, qui s'emparent d'un objet *fintech* qui était jusqu'ici sous le radar pour le pousser au sein de leur institution, de façon informelle.

Pour que le processus réglementaire prenne de la substance, il faut qu'un élément vienne mettre sous tension les régulateurs et les pouvoirs publics. Ce peut être un entrepreneur qui médiatise son entreprise. Ce peut être un scandale qui éclate et interroge l'État dans sa fonction protectrice. Ce peut être un régulateur supranational ou étranger qui s'empare publiquement d'un nouveau sujet. Ce peut être également une volonté politique exprimée par une autorité de tutelle des régulateurs, autorité politique qui s'engage à définir un cadre spécifique encadrant l'activité d'un nouveau secteur de la *fintech*. Dans le cas du *crowdfunding*,

c'est effectivement une volonté politique forte qui a soutenu, dès le départ, ce mode de financement se présentant comme une alternative à la « finance sans visage ». Cette onction du pouvoir politique a, selon nous, contribué à la concrétisation et à l'accélération du processus réglementaire du secteur (Berkowitz et Souchaud, 2017).

Cette mise en mouvement des régulateurs prend ensuite la forme de consultations formelles. Une *task force* est constituée qui consulte tous les acteurs de la place. Les questions qu'elle pose sont basiques : cette *task force* demande aux entrepreneurs *fintech* qu'elle rencontre de décrire leur activité, de définir la façon dont ils envisagent d'être régulés et de leur suggérer des lectures ou des noms de personnes à interviewer. L'enjeu ici, pour le régulateur, est de combler son déficit de connaissance du secteur par rapport aux entrepreneurs qu'il entend réguler : pour le régulateur, il s'agit de combler son déficit de connaissance grâce aux entrepreneurs, mais sans être capturé ou berné par ceux-ci.

On comprend mieux ici les enjeux soulevés par la constitution des *policy networks* émergents des *fintechs*. Ces réseaux d'acteurs sont encore inaboutis du fait, d'une part, que les pouvoirs publics possèdent une expertise technique liminaire et, d'autre part, qu'ils n'ont pas nécessairement encore entièrement cartographié les acteurs du secteur, notamment en l'absence d'intermédiaire organisé au niveau collectif, ce qui crée un vide dans le *policy network* (Berkowitz et Souchaud, 2017). Les *policy networks* des *fintechs* sont aussi morcelés, puisque chaque secteur et sa régulation se développent autour d'innovations technologiques particulières. Ces innovations nécessitent en effet des expertises spécifiques, mais elles concernent également de nombreux acteurs économiques à des degrés divers, ce qui rend difficile la mise en œuvre d'une approche holistique.

## La structuration de l'action collective des entrepreneurs *fintech*

De leur côté, les entrepreneurs *fintech* doivent donc s'organiser. Ils se constituent en une ou plusieurs associations sectorielles, des « méta-organisations » (des organisations dont les membres sont eux aussi des organisations). Ces méta-organisations peuvent se disputer l'attention du régulateur et la représentation du secteur. Cela a pu être le cas dans le *crowdfunding* où plusieurs méta-organisations ont été créées pour représenter les intérêts des plateformes auprès des autorités de régulation (Financement participatif France, Association française de l'investissement participatif, Association française du *crowdfunding* immobilier...). Les entrepreneurs de la *fintech* coalisent autour d'eux des adjuvants au sein de partenariats formels (ce sont des cabinets d'avocats ou d'autres fournisseurs de services), mais aussi en tissant des liens informels (avec, par exemple, des fonctionnaires ou d'anciens fonctionnaires ralliés à leur cause, parfois secrètement). Ils bombardent les régulateurs et les pouvoirs publics de notes, de *mails*, de points d'attention et d'appels téléphoniques. Ils adoptent une stratégie d'occupation du terrain et cherchent à isoler intellectuellement leurs éventuels contempteurs. Ils se glissent constamment dans la peau du régulateur et des pouvoirs publics pour que tous leurs documents puissent répondre aux préoccupations de ces derniers et être directement adoptés par eux.

Nous avons observé cet effort de structuration du champ d'action de façon prégnante chez Financement participatif France (FPF), qui est le principal représentant du *crowdfunding*, mais aussi dans l'Association française des gestionnaires de cryptomonnaies, qui est certes de création plus récente, mais qui poursuit un chemin similaire. À ses débuts, en 2012, FPF rassemblait des acteurs qui étaient potentiellement de futurs concurrents, des acteurs qui pour certains n'avaient même pas encore créé leur plateforme de financement participatif. L'AFGC regroupe aujourd'hui des acteurs qui n'en sont eux-mêmes qu'aux prémices de leur réflexion dans leur développement de nouveaux *business models*. Or, nous avons montré (Berkowitz et Souchaud, 2017) que la régulation du *crowdfunding* a résulté d'une co-construction réussie entre régulateurs et gestionnaires de plateformes grâce à la méta-organisation FPF, qui a su incarner des aspirations variées et prendre en compte des intérêts divers représentés au sein de son conseil d'administration, tant par des plateformes de *crowdlending*, de *crowdequity* ou de don, que par des acteurs de la société civile.

Par un dialogue constant avec les régulateurs, par une « occupation du terrain » et par l'articulation de stratégies de coopération (Berkowitz et Souchaud, 2018), cette méta-organisation a su contribuer positivement à la définition d'un nouveau cadre réglementaire pour le *crowdfunding* et, de fait, à l'ouverture d'un nouveau marché. Cette organisation de l'action collective par les nouveaux ou même les potentiels futurs entrants, son rôle dans la définition tant du cadre réglementaire que du secteur, viennent nuancer la critique que porte Philippon (2017) sur les régulateurs français, auxquels il reproche d'impo-

ser des changements aux acteurs installés, dans une approche descendante de la régulation.

## Le défi existentiel des régulateurs face aux *fintechs*

Lorsque les régulateurs y voient plus clair, leur action est toujours prudente et soumise à de fortes tensions. Une première tension existe entre la nécessité de garantir la protection des investisseurs et celle de ne pas étouffer dans l'œuf l'avènement d'un champion national apte à prendre le dessus sur ses concurrents étrangers. Une deuxième tension existe entre les régulateurs eux-mêmes. D'abord entre régulateurs d'un même pays qui peuvent jouter à fleurets mouchetés pour se voir reconnaître une compétence particulière sur une activité *fintech* émergente. Mais aussi entre régulateur national et régulateurs étrangers ou supranationaux : c'est à celui qui dégainera le plus vite pour servir de point de référence à ses concurrents/partenaires régulateurs. Enfin, une troisième tension existe au sein même de chaque régulateur : les sujets *fintech* peuvent remettre en cause de fragiles équilibres au sein de ces organisations, ils peuvent servir de supports ou de prétextes à de puissants « effets de bord », à des ambitions personnelles et à des révolutions de palais se nourrissant d'oppositions internes bien plus complexes que celles alimentant la lutte entre les anciens et les modernes.

Un autre élément affecte les régulateurs. C'est un élément qui peut sembler diffus et qui n'est que rarement discuté publiquement, mais qui est en réalité extrêmement présent sur le terrain. Cet élément, c'est une forme d'anxiété qu'il serait cependant excessif de qualifier de peur. Le régulateur craint non seulement d'être démuné face aux évolutions stupéfiantes des *fintechs*, mais il craint surtout d'être lui-même disrupté, métamorphosé, et même, pour dire les choses plus clairement, d'être remplacé par les *fintechs*. Car les nouvelles technologies ne se limitent pas à révolutionner la finance traditionnelle, elles impliquent également une remise en cause brutale des formes de régulations traditionnelles. A-t-on, par exemple, encore besoin d'une banque centrale quand le contrôle de la monnaie peut être délégué à une myriade de mineurs indépendants, disséminés à travers le monde, et qui garantissent le bon fonctionnement d'une technologie de la régulation monétaire ? Comment les régulateurs peuvent-ils gérer cette peur existentielle de voir leur fonction réduite à peau de chagrin ?

Toute institution est en théorie encline à adopter comme objectif implicite à son action celui de sa propre survie. Face à un mouvement qui remet en cause sa propre utilité, le régulateur peut sembler partagé entre une volonté traditionnelle de maîtriser cette disruption et une forme de flexibilité qui le pousserait à accompagner un mouvement dont l'une des conséquences logiques semble être celle de sa propre « fintechisation ». Ainsi, au-delà de la question de la régulation des *fintechs* se pose la question de la « fintechisation » de la régulation financière. Le régulateur n'en serait qu'au début de sa propre mue.

## Références

BERKOWITZ H. & SOUCHAUD A. (2017), « Combler un vide organisationnel dans la fabrique d'une politique publique : l'émergence d'une méta-organisation », *Politiques et Management public*, 34(1-2), pp. 43-60.

BERKOWITZ H. & SOUCHAUD A. (2018), « Stratégies de conquête d'un nouvel espace de marché : la structuration du *crowdfunding* », *Annales des Mines, Gérer et Comprendre*, n°131, mars, pp. 7-19.

PHILIPPON T. (2017), « L'opportunité de la *FinTech* », *Revue d'économie financière*, (127), pp. 173-206.

SCHUEFFEL P. (2016), "Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech", *Journal of Innovation Management* 4(4), 32.

# Les banques et les paradis fiscaux \*

Par Vincent BOUVATIER

Université Paris-Est Créteil (ERUDITE)

Gunther CAPELLE-BLANCARD

Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne (Centre d'économie de la Sorbonne), Paris School of Business et Labex ReFi

et Anne-Laure DELATTE

Cepii et CNRS

L'affaire UBS en 2008, Offshore Leaks en 2013, Lux Leaks en 2014, Swiss Leaks en 2015, Panama Papers et Football Leaks en 2016, Paradise Papers en 2017... Depuis la crise financière mondiale, scandale après scandale, le rôle des banques dans la mise en place de sociétés-écrans, l'évasion fiscale, le blanchiment d'argent et le contournement de la régulation internationale est de plus en plus évident, bien qu'encore difficile à documenter de façon rigoureuse. Depuis 2016, l'Union européenne a réussi à imposer à ses banques qu'elles rendent publiques leurs activités dans tous les pays où elles sont présentes, y compris donc dans les paradis fiscaux (*Country-by-Country Reporting* – CbCR). Il ressort de ces données que les paradis fiscaux représentent, pour les banques européennes, 18 % de leur chiffre d'affaires et 29 % des profits qu'elles réalisent à l'étranger, tandis qu'elles n'y emploient que 9 % de leur main-d'œuvre.

Pour tout un chacun, les paradis fiscaux évoque les îles, le soleil, les Bahamas et des valises remplies d'argent liquide. Leur existence avait beau être moralement répréhensible, elle semblait anecdotique... Du moins jusqu'à la crise de 2008. Alors que la crise financière se traduisait par une augmentation des dépenses publiques et des impôts dans de nombreux pays, l'existence même de zones échappant à la fiscalité est dès lors devenue intolérable. L'ONG Tax Justice Network estimait qu'en 2010, la richesse privée cachée dans les paradis fiscaux s'élevait à 21 000 milliards de dollars, soit l'équivalent du PIB des États-Unis et du Japon réunis (Henry, 2012). Non seulement les paradis fiscaux permettent d'échapper à l'impôt, mais ils sont aussi utilisés pour contourner la réglementation bancaire et financière grâce à des montages sophistiqués (Chavagneux *et al.*, 2009).

Au lendemain de la crise, les dirigeants des pays du G20 ont fait de la lutte contre les paradis fiscaux une priorité. Ils ont ainsi fermement soutenu l'initiative de l'OCDE, finalement adoptée en 2013, visant à lutter contre le transfert artificiel de profit (*Base Erosion and Profit Shifting* – BEPS). L'Union européenne a été la première à exiger de ses banques qu'elles rendent publiques leurs activités dans tous les pays où elles sont présentes, y compris donc dans les paradis fiscaux. Depuis 2016, il est ainsi possible de rendre compte de l'activité des banques dans les paradis fiscaux en s'appuyant sur une source d'information de nature réglementaire, avec pour objectif la constitution d'une base de données exhaustive et fiable.

Les efforts faits pour accroître la transparence se sont accompagnés d'un renouveau de la littérature académique. Cet article vise à en livrer les principaux résultats.

## Que sait-on de l'activité économique réalisée dans les paradis fiscaux ?

À vrai dire, pas grand-chose... Pendant longtemps, les économistes ont considéré les paradis fiscaux comme quelque chose de marginal ; condamnable certes, mais inévitable et sans impact majeur sur le fonctionnement du reste de l'économie. On recense ainsi très peu de travaux académiques, théoriques ou empiriques, sur le sujet. Si l'on s'en tient aux cent revues les plus prestigieuses, on dénombre une trentaine d'articles tout au plus. Cela représente moins de 1 % des articles ayant pour thème « taxation », par exemple. Naturellement, le manque de transparence n'a pas aidé.

Grâce à un travail méticuleux et souvent ingénieux pour arriver à contourner le manque de données, quelques études permettent d'apprécier ce que pèsent réellement

\* Les arguments présentés ici sont développés plus amplement dans DELATTE A.-L. (2017), « Les paradis fiscaux, des paradis pas du tout artificiels », *L'Économie mondiale*, 2018, *La Découverte*, Collection « Repères » ; BOUVATIER V., CAPELLE-BLANCARD G. & DELATTE A.-L. (2017), « Banks in Tax Havens: New Evidence Based on Country-by-Country Report », rapport pour la Commission européenne, Bruxelles.

les paradis fiscaux dans les échanges économiques internationaux. Hines et Rice (1994) ont été parmi les premiers à documenter l'importance des paradis fiscaux. Au début des années 1990, ils ont estimé que les multinationales américaines plaçaient près d'un tiers de leurs profits réalisés à l'étranger dans des paradis fiscaux. Quelle place les paradis fiscaux occupent-ils aujourd'hui au sein du système financier mondial ? Lane et Milesi-Ferretti (2011) ont réuni des données sur les petites places financières *offshore* (excluant donc New York et Londres, notamment) et ont conclu qu'il y a plus de fonds placés dans ces petites places *offshore* qu'en Allemagne, en France ou au Japon ; d'après la même étude, 40 % des investissements directs étrangers dans le monde transiteraient par ces places *offshore*. Plus récemment, Zucman (2013) a calculé qu'en 2008, 8 % environ du patrimoine financier des ménages dans le monde étaient hébergés dans des paradis fiscaux et que les trois quarts de ce patrimoine ne seraient pas déclarés ; le montant du patrimoine caché dans les paradis fiscaux représenterait ainsi le double de la position extérieure nette des pays riches. Enfin, Zucman (2014) a évalué qu'en 2013, environ 20 % des profits américains, soit dix fois plus que dans les années 1980, étaient logés dans les principaux paradis fiscaux, que 10 % de la richesse des ménages européens y étaient placés et, qu'au total, c'était 10 % du PIB mondial qui s'y trouvait.

La littérature, pour l'essentiel, s'est ainsi intéressée soit aux échanges financiers, soit aux firmes multinationales<sup>(1)</sup>. En revanche, aucune étude n'avait pu jusque-là apporter un éclairage précis sur l'implantation des banques dans les paradis fiscaux.

## Que sait-on de l'activité des banques dans les paradis fiscaux ?

### Des scandales à répétition

Depuis la crise financière, l'implication du système bancaire dans les paradis fiscaux a fait l'objet d'une attention particulière. En 2008, une enquête du FBI a mis en lumière les pratiques de la banque suisse UBS, qui a été accusée d'avoir apporté une assistance technique à ses clients américains pour leur permettre de cacher 20 milliards de dollars à l'étranger. Par la suite, l'Allemagne et la France ont lancé des enquêtes similaires. En 2013, le Consortium international des journalistes d'investigation (ICIJ) a publié un rapport, connu sous le nom d'Offshore Leaks, qui soulignait le rôle crucial joué par la plupart des banques internationales *via* leur offre de service visant à faciliter l'évasion fiscale. En 2014, l'ICIJ a publié un autre rapport, les Lux Leaks, établi sur la base d'informations confidentielles portant sur les systèmes d'évasion fiscale mis en place au Luxembourg, soulignant ainsi que celle-ci a lieu au sein même de l'Union européenne. En 2015, les révélations ont directement impliqué le groupe bancaire HSBC, soupçonné d'évasion fiscale et de blanchiment d'argent. En 2016, les Panama Papers ont révélé une grande activité des banques internationales dans les paradis fiscaux. Les banques jouent en effet un rôle essentiel dans la mise en place au profit de leurs clients de sociétés-écrans, de fondations et de trusts dont la finalité

est de faciliter l'évasion fiscale et le blanchiment d'argent. De plus, il est quasi certain que les paradis fiscaux sont également utilisés pour contourner la régulation internationale (Palan, Murphy et Chavagneux, 2013). Enfin, en 2017, les Paradise Papers ont mis en lumière les pratiques utilisées pour organiser l'évasion fiscale des plus grandes fortunes mondiales.

### L'obligation d'un reporting par pays

En décembre 2012, suite à la crise financière internationale et sous la pression de la société civile, le G20, réuni au Mexique, apportait son soutien à l'OCDE et à son plan BEPS concernant l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfices des multinationales. Le programme se compose d'une série de quinze actions précises reposant sur une coopération multilatérale entre les gouvernements afin que l'impôt soit collecté à l'endroit où l'activité économique des multinationales a vraiment lieu. Cette initiative a permis des avancées concrètes : la priorité a été mise sur la transparence et le partage des données, le véritable nerf de la guerre contre l'évasion fiscale.

Une directive européenne a aussi rendu obligatoire, depuis 2015, la publication par les banques européennes dans leur rapport annuel de leurs activités dans chaque pays où elles sont présentes (*reporting* pays par pays) en mentionnant le chiffre d'affaires réalisé, le profit dégagé, le nombre de leurs employés, les taxes payées et les subventions reçues. C'est grâce à cette obligation que l'ONG Oxfam, en partenariat avec le réseau Fair Finance, et nous-mêmes (voir Bouvatier *et al.*, 2017) avons pu analyser l'activité à l'étranger des grandes banques de l'Union européenne.

### Une présence massive des banques dans les paradis fiscaux

À partir des documents publiés par les trente-six plus grandes banques européennes (les *Systemically Important Financial Institutions*, dans le jargon de la régulation bancaire), nous avons pu élaborer une base de données sur l'activité des filiales de ces banques dans les paradis fiscaux. La liste de ces paradis fiscaux a été établie à partir de celle élaborée par Hines et Rice (1994) : le nombre des paradis fiscaux était à l'origine de 41 sur un total d'environ 200 pays.

D'après nos données (Bouvatier *et al.*, 2017), dont la synthèse est présentée dans le Tableau 1 de la page suivante, les banques européennes opèrent dans 25 paradis fiscaux (18 « petits » pays, dont la population est inférieure à 2 millions d'habitants, et 7 « grands ») et dans 112 autres pays. Les paradis fiscaux sont, en général, de tout petits pays, mais ce sont des pays très riches affichant un

(1) L'optimisation fiscale ne se fait pas uniquement dans le cadre des paradis fiscaux, elle s'opère également à travers la pratique des « prix de transfert » (facturation de biens ou de services entre entreprises du même groupe à des prix avantageux), laquelle confère aux multinationales une grande liberté dans leur façon de répartir leurs coûts entre les différents pays où elles exercent leurs activités, elles disposent ainsi de nombreuses opportunités pour transférer les bénéfices là où c'est fiscalement le plus avantageux (Nayman, 2017).

PIB par habitant trois fois supérieur à ceux des autres pays. Par ailleurs, et sans surprise, le taux de l'impôt sur les sociétés y est bien plus faible (5 %, contre 17 % en moyenne) et les infrastructures financières plus développées. Le niveau de régulation financière apparaît toutefois comparable à celui qui prévaut dans les autres pays, du moins si l'on se fie aux indices de régulation disponibles.

La seconde partie du Tableau 1 est des plus éloquentes : les banques de l'échantillon déclarent réaliser 18 % de leur chiffre d'affaires et 29 % de leurs profits dans les paradis fiscaux, mais elles n'y emploient que 9 % de leur main-d'œuvre. Sauf à supposer que les employés des paradis fiscaux seraient particulièrement productifs, ces chiffres laissent à penser qu'une partie substantielle de leur activité et de leurs profits y est artificiellement transférée. Dans Bouvatier *et al.* (2017), nous estimons que le fait d'être un paradis fiscal permet d'accueillir 2 à 3 fois plus d'activité bancaire. Mais c'est une moyenne, le Luxembourg attire ainsi près de 10 fois plus d'activité. Nous estimons également que la perte fiscale liée au transfert par les grandes banques européennes de notre échantillon de leur activité dans des paradis fiscaux pèse entre 5 et 20 % des revenus fiscaux. Les multinationales peuvent ainsi bénéficier des services de filiales de banques internationales pour exploiter à leur profit les différences qui existent dans le monde en matière de taxation. Si les paradis fiscaux ne détiennent pas le monopole de l'évasion fiscale, leur existence en est, à n'en plus douter, un rouage essentiel.

		Non-paradis (112)	Petits paradis (18)	Grands paradis (7)
<b>Taille et niveaux de vie</b>				
PIB PPA moyen	En milliards d'euros	963	16	268
Population moyenne	En milliers	58 100	304	6 316
PIB PPA par tête	En euros	16 615	51 104	42 534
<b>Fiscalité, réglementation et infrastructures financières</b>				
Taux d'impôt effectif	En %	17	5	5
Indicateur de réglementation bancaire	Entre 0 et 100	24	23	25
Indicateur de développement des infrastructures financières	Entre 0 et 100	54	67	68
<b>Activité à l'étranger des 36 plus grandes banques européennes</b>				
Chiffre d'affaires	En millions d'euros	229 216	13 639	34 959
	En % du total	82	5	13
Employés	En millions d'euros	1 108 140	22 649	83 460
	En % du total	91	2	7
Profits	En millions d'euros	53 983	7 656	14 492
	En % du total	71	10	19

Tableau 1 : Principales spécificités des paradis fiscaux.  
Source : Bouvatier *et al.* (2017), tableau élaboré à partir de données issues des rapports annuels 2015 des banques répondant aux exigences du reporting pays par pays.

## Les réformes en cours pour lutter contre les paradis fiscaux

La première mesure pour lutter contre les paradis fiscaux semble être d'œuvrer à une plus grande transparence. Il est toutefois regrettable que cette exigence de transpa-

rence ne concerne pas encore les multinationales non financières. Celles-ci y opposent une résistance active. Ainsi, en France, le 8 décembre 2016, le Conseil constitutionnel a « retoqué » la directive européenne obligeant les multinationales françaises à publier leurs données financières, jugeant qu'elle portait une atteinte disproportionnée à la liberté d'entreprendre.

Le plan BEPS a également ouvert un vaste chantier visant à un transfert automatique de données entre autorités fiscales. Actuellement, les autorités fiscales nationales n'ont pas de visibilité sur les activités des filiales étrangères d'un groupe multinational dont le siège de la maison-mère est installé dans leur pays. Cela rend donc impossible l'examen d'éventuelles pratiques abusives de prix de transfert. L'OCDE veut donc faire en sorte que chaque entité d'une multinationale dépose auprès de son administration fiscale de résidence une déclaration relative à son activité. Sur la base d'un accord d'échange bilatéral entre États, un échange automatique de ces déclarations pourrait alors intervenir entre chacune des juridictions où le groupe est implanté. En mai 2017, soixante pays avaient déjà conclu des accords bilatéraux ; les premiers échanges sont intervenus en septembre 2017. Selon Johannesen et Zucman (2014), le principal problème de ces traités bilatéraux d'échange automatique d'informations bancaires est qu'ils n'entraîneraient pas le rapatriement des dépôts incriminés dans le pays de résidence, mais au contraire leur transfert vers d'autres paradis fiscaux non signataires de ce type de traité.

Une liste noire des juridictions non coopératives dans la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme existe depuis 2000 ; elle fait l'objet d'une mise à jour annuelle. Une liste grise la complète en y incluant les pays ayant pris des engagements, mais sans les avoir concrétisés « substantiellement ». Cela procède de la pratique anglo-saxonne du *name & shame*, comptant sur le fait que l'inscription d'une juridiction sur la liste noire va exercer une pression sur les entreprises et les banques en relevant, obligeant celles-ci (au moins moralement) à modifier leurs pratiques. Ces deux listes sont régulièrement critiquées par les ONG, la liste noire étant jugée trop peu étoffée (elle ne comprenait que quatre pays en 2009...) et la liste grise étant jugée trop complaisante à l'égard de pays qui n'ont pas encore agi. Plusieurs travaux montrent toutefois que la mise en œuvre effective de ces mesures ne produira pas forcément l'effet escompté. Ferwerda et Unger (2009) sont, par exemple, arrivés à un résultat bien cynique : loin de l'intention initiale du *name & shame*, l'inscription sur une liste noire ou grise produirait, au contraire, un surcroît d'activités financières !

Finalement, la mesure qui pourrait se révéler la plus efficace et qui est totalement en ligne avec le BEPS de l'OCDE, est celle initiée par la Commission européenne en 2011 et relancée en 2016 : l'Assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS). Selon ce dispositif, les sociétés multinationales ayant une activité dans l'Union et dont le chiffre d'affaires dépasse 750 millions d'euros par an ne rempliraient plus qu'une seule déclaration fiscale consolidée pour l'ensemble de leurs activités.

Les résultats imposables par pays seraient ensuite répartis en fonction de l'activité du groupe dans chacun d'eux. Concrètement, la répartition pourrait s'opérer en proportion des ventes réalisées, du nombre des salariés ou des actifs détenus dans chaque pays. L'enjeu est assez clair et tout à fait en ligne avec l'objectif de l'OCDE : il s'agit de taxer les bénéficiaires là où ils sont vraiment réalisés et non là où la fiscalité est la plus favorable. Mais comme à chaque fois que la Commission propose de toucher au régime d'imposition des sociétés, certains États membres opposent de fortes résistances. Les pays fiscalement les plus attractifs, comme l'Irlande et le Luxembourg, n'ont en effet aucun intérêt à cette consolidation des bénéficiaires, laquelle entraînerait un jeu de vases communicants en leur défaveur.

## Conclusion

La pression de la société civile a fait changer la perception que l'on pouvait avoir des paradis fiscaux. La connaissance de l'activité économique dans ces pays avance grâce à l'accès à de nouvelles données, une avancée favorisée par un agenda qui se veut bien plus pressant sur l'exigence de transparence. Il reste pourtant beaucoup à faire. Le secteur bancaire européen est pour le moment le seul à être obligé de rendre publics ses comptes. Or, si les banques jouent un rôle essentiel dans les paradis fiscaux, c'est essentiellement en tant qu'intermédiaires des entreprises multinationales. Il faut donc que l'exigence de transparence s'applique également aux secteurs non financiers. Pour l'instant, la volonté politique n'est pas suffisante.

L'Europe, qui compte en son sein des paradis fiscaux (le Luxembourg, Jersey ou Monaco) figurant parmi les plus actifs, a sans doute des propositions fortes à faire valoir pour limiter l'évasion fiscale. Mais, comme souvent, sa capacité à faire avancer cet agenda d'utilité publique est freinée par des intérêts nationaux. Seule une pression constante de la société civile pourra faire pencher la balance du bon côté.

## Références bibliographiques

BOUVATIER V., CAPELLE-BLANCARD G. & DELATTE A.-L. (2017), "Banks in tax havens: First evidence based on country-by-country reporting", Commission européenne, Discussion paper 055, Bruxelles.

CHAVAGNEUX C., MURPHY R. & PALAN R. (2013), "Tax havens: How globalization really works", Cornell University Press.

CHRISTENSEN J. & HAMPTON M. P. (2002), "Offshore pariahs? Small island economies, tax havens, and the re-configuration of global finance", *World Development* 30(9), pp. 1657-1673.

FERWERDA J. & UNGER B. (2008), "Regulating money laundering and tax havens: The role of blacklisting", Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion, Paper Series, pp. 8-12.

HENRY J. (2012), "The price of offshore revisited", Tax Justice Network report.

HINES J. R. Jr. & RICE E. M. (1994), "Fiscal paradise: Foreign tax havens and American business", *Quarterly Journal of Economics*, 109 (1), pp. 149-182.

JOHANNESSEN B. N. & ZUCMAN G. (2014), "The end of bank secrecy? An evaluation of the G20 tax haven crackdown", *American Economic Journal: Economic Policy* 6(1), pp. 65-91.

LANE P. R. & MILESI-FERRETTI G. M. (2011), "The cross-country incidence of the global crisis", *IMF Economic Review* 59(1), pp. 77-110.

NAYMAN L. (2017), « Où vont les profits des multinationales ? », Questions à Laurence Nayman, CEPIL, *L'économie internationale en campagne*, billet du 2 mai 2017.

OXFAM (2017), « Banques en exil : comment les grandes banques européennes profitent des paradis fiscaux », rapport.

ZUCMAN G. (2013), *La Richesse cachée des nations. Enquête sur les paradis fiscaux*, La République des idées, Seuil.

ZUCMAN G. (2014), "Taxing across borders: Tracking personal wealth and corporate profits", *Journal of Economic Perspective* 28(4), pp. 121-148.

# Capital et RoE dans les banques : fausses croyances et instabilité financière

Par Christophe MOUSSU <sup>(1)</sup>

Professeur, ESCP Europe, LabEx ReFi

Force est de constater que la représentation qu'ont les banques du niveau de capital optimal et de leurs objectifs en matière de performance a peu évolué depuis la crise de 2008. Or, de nombreux travaux académiques sur le capital des banques montrent que les banques les plus capitalisées sont celles qui résistent le mieux aux chocs, sont les plus efficaces, prennent des parts de marché plus importantes et sont mieux valorisées par le marché. De même, le RoE reste l'indicateur phare de la performance dans les banques, sur laquelle la rémunération incitative des dirigeants est assise. Or, il est établi empiriquement que cette mesure induit des comportements de prise de risque dans les banques, qui nuisent à leurs actionnaires lors des crises bancaires et n'apportent aucun supplément de valeur en période normale. Ces croyances affectent les choix des banques en matière d'allocation d'actifs et de politique financière, et polluent les réflexions stratégiques. Dix ans après la crise financière, une évolution des croyances serait souhaitable, d'autant plus que l'absence d'antagonisme entre les intérêts privés des actionnaires des banques et ceux de la société a été établie.

## Introduction

Les crises bancaires s'accompagnent de pertes économiques et sociales importantes. La récente crise financière de 2007-2009, considérée comme la plus grave depuis la crise de 1929, a induit des pertes colossales, comprises entre 6 et 14 trillions de dollars, selon Atkinson, Luttrell et Roseblum (2013). Ces chiffres démontrent l'importance des externalités négatives que font peser les défaillances bancaires sur la société. La stabilité du système bancaire n'est donc pas uniquement le problème de ses actionnaires, de ses clients et de ses salariés, mais bien celui de tous les citoyens. Ce qui a particulièrement choqué dans la dernière crise, c'est qu'elle était la conséquence d'une prise de risque trop importante dans les banques. Celle-ci a souvent été attribuée à une politique monétaire trop laxiste ou à des modèles d'évaluation des risques mal calibrés.

Toutefois, le choix de son niveau de risque par une banque dépend fondamentalement de ses dirigeants, qui agissent en fonction de leurs incitations. Ces incitations peuvent être associées à des objectifs précis ou être guidées par des croyances plus diffuses. Dix ans après l'éclatement de la crise financière, force est de constater qu'il n'y a toujours pas de consensus sur des questions essentielles de gouvernance bancaire, avec des tensions qui restent

vives entre académiques et professionnels. C'est en particulier vrai du niveau optimal de capital des banques et du pilotage de l'allocation d'actifs dans les banques fondé sur le RoE (*Return on Equity*)<sup>(2)</sup>. Les travaux menés par les académiques révèlent que de fausses croyances subsistent dans le secteur bancaire quant au modèle optimal de banque. L'objet de cet article est de montrer qu'une évolution de cette représentation serait bénéfique en termes de création de valeur actionnariale et de réduction des externalités.

## Capital des banques, croyances et faits empiriques

La question de l'impact du niveau de capital des banques fait, depuis dix ans, l'objet de débats extrêmement houleux. Le niveau de capital des banques est un élément

(1) Cet article repose sur un programme de recherche mené avec Arthur Petit-Romec, dans le cadre de la réalisation de sa thèse de doctorat à ESCP Europe et au LabEx ReFi. Je remercie également Steve Ohana et Michael Tröge pour nos nombreuses discussions sur le sujet et pour leurs commentaires sur l'article. Enfin, je remercie Gérard Comby pour sa relecture attentive.

(2) Le RoE, Return on Equity, est un ratio financier très utilisé pour apprécier la performance financière d'une banque. Il correspond au rapport entre le bénéfice net et les fonds propres de la banque.



central de la régulation du secteur bancaire. Il est destiné à limiter *ex ante* la prise de risque excessive et à augmenter *ex post* la capacité des banques à absorber des pertes. Les arguments majeurs des banques pour résister à une augmentation du niveau de capital réglementaire sont, d'une part, la chute de rentabilité que cela induit – qui les rendrait plus fragiles – et, d'autre part, l'impact négatif sur la distribution de crédit – ce qui pénaliserait la reprise économique.

Qu'en est-il dans la réalité ?

L'étude de Berger et Bowman (2013) – s'il ne faut en citer qu'une – est très révélatrice. Ces auteurs examinent l'impact du niveau de capital sur la part de marché et le taux de survie des banques, deux indicateurs considérés comme les éléments clés de la performance bancaire. Portant sur l'ensemble des banques américaines, cette étude a été réalisée sur la période 1984-2010. Elle couvre ainsi différentes périodes – « normales », de crise bancaire et de crise non bancaire –, et distingue les effets de ces crises en fonction de la taille des banques. Les résultats de cette étude indiquent clairement qu'un niveau de capital plus élevé améliore la part de marché et la probabilité de survie des petites banques, en toutes circonstances. Pour les banques moyennes et de grande taille, la même observation ne vaut qu'en période de crise bancaire.

Comme le synthétise Thakor (2014), les études empiriques montrent que les banques les mieux capitalisées prêtent davantage, créent plus de liquidités, augmentent plus leurs parts de marché, ont des niveaux de valorisation plus importants et une probabilité plus forte de survie en cas de crise financière. De plus, les augmentations de capital réglementaire ont une incidence nulle ou faiblement négative et de court terme sur la disponibilité et le coût du crédit. Au final, il apparaît que les arguments avancés par les banques pour ne pas augmenter leurs fonds propres relèvent plus de la rhétorique que de la preuve scientifique. Ces augmentations sont *in fine* dans l'intérêt des banques, de leurs actionnaires, de leurs clients et de la stabilité financière.

Se pose bien sûr la question de la transition vers un niveau de fonds propres plus élevé. Il faut rappeler que la meilleure manière d'augmenter le capital est de réduire les dividendes, ce que très peu de banques ont accepté de faire durant la crise, ou seulement lorsqu'elles y étaient acculées. Or, comme pour toute entreprise, la modération des dividendes n'est pas un problème en soi à partir du moment où la rétention des bénéfices sert à financer des projets créateurs de valeur. Plusieurs investisseurs institutionnels de premier plan l'ont d'ailleurs bien compris et demandent aujourd'hui aux entreprises d'arrêter de se focaliser sur les bénéfices par action et de couper dans les plans de rachat d'actions ou les hausses de dividendes<sup>(3)</sup>. Mais il est clair que tant que la perception des états-majors de banques restera biaisée, il sera difficile de faire évoluer celle qu'ils ont de leur environnement. Comme souvent, les croyances sont auto-réalisatrices et cantonnent le système dans un équilibre sous-optimal qui n'évolue que sous la contrainte.

## Pourquoi cette résistance des banques à toute augmentation de leurs fonds propres ?

Il est frappant de constater que malgré la richesse des analyses menées sur le niveau de capital des banques, ces dernières continuent à percevoir un niveau de capital plus élevé comme un frein à leur développement, et non comme un facteur de compétitivité.

Outre la question des croyances, plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer la résistance des banques à augmenter le niveau de leur capital. Parmi ces raisons, on trouve une explication politique, à savoir : si les banques cherchent à s'opposer à des contraintes réglementaires, c'est parce que cela fait partie d'un jeu de négociation entre les banquiers, les régulateurs et le pouvoir politique (Thakor, 2014). Le travail de certains lobbyistes qui répètent inlassablement les mêmes discours, faisant abstraction des avancées de la connaissance, fait sans doute partie de ce jeu de négociation, dans lequel l'objectif est de contrer la réglementation, parce qu'elle est jugée contraignante par essence, même si elle va dans l'intérêt des banques.

Une deuxième raison tient au fait que la dette des banques est subventionnée, soit parce qu'elle bénéficie d'une économie fiscale (voir Trøge et Roe, 2018 ; et l'article de Trøge publié dans ce numéro), soit parce qu'elle bénéficie d'une garantie implicite ou explicite de l'État en cas de défaut. Il est prouvé qu'une évolution du cadre fiscal conduisant au rétablissement d'un équilibre fiscal entre les fonds propres et la dette a un effet bénéfique sur le capital des banques (Schepens, 2015 ; Martin-Florès et Moussu, 2017). Il est en revanche impossible d'obtenir du pouvoir politique qu'il s'engage à ne jamais intervenir pour sauver une banque en difficulté, ce qui est pourtant la condition nécessaire pour éliminer le biais lié à une subvention implicite.

Une troisième raison est que toute augmentation de capital induirait un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers (Admati, DeMarzo, Hellwig et Pfleiderer, 2010) ou vers les contribuables (Moussu et Petit-Romec, 2012).

Enfin, une dernière raison tient au rôle tout à fait central que joue le RoE dans les banques, ce dernier étant mécaniquement réduit par une augmentation de leur capital.

## RoE dans les banques : l'origine d'une omniprésence

Un autre mythe à perdurer dans les banques est celui de la croyance selon laquelle le RoE serait un indicateur fiable de la performance, garantissant la création de valeur de long terme pour les actionnaires des banques. Une critique immédiate adressée au RoE (Admati *et al.*, 2010 ; Goodhart, 2013 ; Moussu, Ohana et Troege, 2012 ; Thakor, 2014...) est qu'il induit une incitation à maximiser le levier, avec les effets pervers évoqués précédemment.

(3) Voir, par exemple, l'article de Quintin Price du Financial Times du 18 mars 2018, "Shareholders are not the sole criterion on which CEOs are judged".

Mais les effets du RoE sont en réalité plus pernicious (Moussu, 2014).

Le RoE est omniprésent dans les banques, tant pour mesurer leur performance globale que pour allouer le capital entre les différentes activités bancaires et au sein même de ses activités. Cette focalisation sur le RoE est associée à l'approche *risk management* des banques. Dans cette approche, une charge en capital est définie pour chaque actif en fonction du risque qu'il présente, dans l'optique de couvrir les pertes potentielles. Celle-ci est imposée par le régulateur ou définie en interne. L'objectif au niveau de la banque et de chaque division est donc de maximiser les profits pour un capital économique donné. Le RoE émerge alors de manière mécanique comme la mesure de performance centrale dans les banques <sup>(4)</sup>.

La banque est par essence une institution dans laquelle la connaissance est spécifique aux différents métiers et dans laquelle les décisions prises le sont de manière décentralisée. Cette architecture organisationnelle particulière renforce naturellement le recours au RoE, lequel permet de comparer de manière horizontale et verticale l'allocation du capital économique. Il est important de noter que cette approche *risk management* est celle qui a séduit les régulateurs, et ce parce qu'elle était « scientifique » et qu'elle permettait un pilotage du risque au niveau global de la banque. Une première critique tient justement au caractère scientifique des modèles (peut-on évaluer le risque futur sur la base d'estimations se rapportant au passé ? *Quid* des risques extrêmes, du risque systémique ? Etc.). Une deuxième critique est qu'à partir du moment où le RoE devient un instrument de mesure incontournable, il se transforme en cible. Comme le dit élégamment Goodhart : "When a measure becomes a target, it ceases to be a good measure".

Comme pour le niveau de capital des banques, la question de la valeur du RoE en tant qu'instrument de mesure de la performance dans les banques est empirique. De nombreux observateurs – analystes financiers, banquiers et même académiques – tendent à associer le RoE à la création de valeur pour l'actionnaire. Or, il n'en est rien. Le RoE est un indicateur de performance statique, comptable, qui diffère de la création de valeur monétaire effectivement réalisée pour l'actionnaire. Comme pour toute entreprise, une mesure de la performance n'est pertinente que si elle induit des incitations appropriées qui vont dans le sens d'une création de valeur de long terme pour l'entreprise et ses actionnaires.

La question empirique est donc : est-ce que le RoE sert bien l'intérêt des actionnaires des banques ?

## RoE : faux « graal » de la performance bancaire

Dans un précédent article, Moussu et Petit-Romec (2017) montrent que si le RoE est utilisé comme mesure de performance dans les banques, il constitue dans la réalité un fantastique marqueur de leurs risques. Les banques sont par essence opaques et le niveau réel des risques pris se matérialise et s'observe au cours des périodes de crise. Se référant aux crises bancaires de 1998 et 2008, les auteurs montrent que le niveau de RoE pré-crise des

banques est très fortement corrélé aux pertes de valeur enregistrées par les actionnaires lors de la crise, ainsi qu'à plusieurs mesures de risque systémique. De manière intéressante, cet effet n'est pas observé dans les autres secteurs industriels. Les banques apparaissent donc comme des entreprises « spéciales », dans le sens où leur modèle économique repose sur une mesure de leur performance qui peut être faussée par une prise de risque excessive. Cela est d'autant plus problématique que le RoE est au cœur de la gouvernance bancaire et des rémunérations. En effet, un examen des rémunérations incitatives des dirigeants de banques, outre-Atlantique, mais aussi en France et en Europe, indique des cibles de RoE, absolues ou relatives, dans l'attribution des bonus aux dirigeants de banques. C'est d'ailleurs bien conforme aux observations de Bennett, Gopalan et Thakor (2016), pour les États-Unis, et de Moussu et Petit-Romec (2017), pour un échantillon de banques internationales, d'une forte sensibilité de la rémunération des dirigeants au RoE.

Dans un autre article, Moussu et Petit-Romec (2016) s'intéressent à l'impact du RoE sur l'évolution de la richesse des actionnaires en dehors des crises bancaires. Si le RoE est associé à plus de risques se traduisant en pertes lors des crises, permet-il de générer plus de performance pour les actionnaires en dehors des périodes de crise ? Là encore, les résultats obtenus sont frappants. Le RoE est associé à une surperformance de très court terme des actions des banques. En revanche, pour un horizon de placement à un, deux ou trois ans, un niveau plus fort de RoE est inducteur d'une sous-performance de celles-ci. On observe également une association positive entre le RoE et le niveau de risque pour les actionnaires. Enfin, l'analyse de la performance de portefeuilles d'actions de banques classées selon leur niveau de RoE révèle que les banques à fort RoE ne délivrent pas de supplément de valeur pour les actionnaires. Dans les faits, seules les banques à faible RoE produisent une surperformance ajustée du risque pour leurs actionnaires !

## Effets induits des croyances

La volonté des banques de minimiser leur capital et de maximiser leur RoE induit des distorsions en matière d'allocation d'actifs. Premièrement, il encourage les opérations d'arbitrage réglementaire, par lesquelles les banques cherchent à orienter leurs activités vers des activités moins exigeantes en termes de capital réglementaire. Or, exploiter des failles dans la réglementation n'est en aucun cas synonyme d'une allocation optimale d'actifs. Il suffit pour s'en convaincre de repenser aux banques européennes qui avaient accumulé de la dette grecque, parce que cette dernière générait quelques points de base de

(4) Guill (2009) rapporte qu'en février 1979, Bankers Trust adresse une note au superviseur bancaire de la Fed de New York indiquant : "The resources management department has been working on ways of allocating capital to businesses with different risk characteristics [...] The truly scarce resource is equity, not assets, which is why we prefer to compare and measure businesses on the basis of return on equity rather than return on assets". C'est l'objectif de maximisation du RoE qui vient de naître.



Photo © Jose Giribas/ROPI-REA

Siège de Lehman Brothers à New York en novembre 2008, deux mois après le dépôt de bilan.

« Les banques américaines, qui étaient, avant la crise, les plus engagées dans les activités de titrisation de crédits hypothécaires, étaient aussi celles qui tendaient à octroyer les crédits de plus mauvaise qualité. De plus, cet effet était d'autant plus prononcé que les banques avaient des niveaux de capital faibles. Cela suggère que la sélection et la surveillance des risques tendent à se relâcher dans les processus de titrisation. »

rendements supplémentaires, sans s'accompagner d'une charge en capital...

De même, la volonté de maximiser le RoE est un déterminant non négligeable de la titrisation. Comme l'expliquait le responsable de la titrisation d'une grande banque française en 2005, soit deux ans avant la crise financière : « La direction pousse les réseaux à la distribution de crédits. Ainsi, dès que l'on a un pool de 30 M€ de crédits, on effectue une opération de titrisation. C'est bon pour mon département et pour mon bonus. Enfin, le bénéfice de la banque augmente et le capital reste inchangé. La direction générale est satisfaite, car le RoE augmente ».

De manière très intéressante, Purnanandam (2011) montre que les banques américaines, qui étaient, avant la crise, les plus engagées dans les activités de titrisation de crédits hypothécaires, étaient aussi celles qui tendaient à octroyer les crédits de plus mauvaise qualité. De plus, cet effet était d'autant plus prononcé que les banques avaient des niveaux de capital faibles. Cela suggère que la sélection et la surveillance des risques tendent à se relâcher dans les processus de titrisation. Or, ces fonctions sont au fondement même de la création de rentes informationnelles pour les banques. *In fine*, on voit bien que les croyances induisent des changements profonds dans le « modèle économique » des banques. Celui-ci passe d'un modèle relationnel à un modèle transactionnel (*originate to distribute*), dont la supériorité sur le plan de la création de valeur reste à prouver et dont la fragilité a clairement été démontrée dans la dernière crise.

## Conclusion

Dix ans après la crise financière, l'objet n'est plus de s'offusquer des comportements extrêmes de certaines banques qui ont « privatisé les gains et mutualisé les pertes », selon l'expression consacrée. Les banques jouent un rôle important dans l'économie et restent des acteurs incontournables du financement. Malgré un travail considérable des académiques pour comprendre les causes de la crise financière, le constat est que les croyances ont peu évolué. Les banques continuent à percevoir les exigences toujours plus fortes en matière de fonds propres comme destructrices de la valeur et d'utiliser le RoE comme un instrument de mesure de la performance. Or, la recherche d'un niveau de capital plus faible et d'un RoE plus élevé est un déterminant documenté de la prise de risque dans les banques.

Le travail réalisé par les académiques ne devrait pas être considéré comme une menace, mais plutôt comme une chance. Plus de capital est la garantie de banques plus solides face aux chocs et mieux valorisées en toutes périodes. Plus de RoE signifie plus de pertes pour les actionnaires lors des crises bancaires et aucune surperformance en période normale. Il n'y a donc pas d'antagonisme entre la création de valeur actionnariale et la stabilité financière. Il est important, par conséquent, de continuer à déconstruire les croyances et les incitations perverses qui y sont associées dans le secteur bancaire. Il faut, en particulier, ne pas revenir sur les exigences im-

posées en matière de capital réglementaire et mettre fin au système de rémunérations incitatives fondé sur le RoE dans les banques. Enfin, il faut que le régulateur anticipe mieux l'impact de la réglementation sur les croyances, car ces dernières induisent, *in fine*, un modèle économique de banque plus ou moins solide.

## Références

- ADMATI A., DEMARZO P., HELLWIG M. & PFLEIDERER P. (2010), "Fallacies, irrelevant facts and myths", Working paper Stanford University.
- BERGER A. & BOUWMAN C. (2013), "How does capital affect bank performance during financial crises?", *Journal of Financial Economics* 109, pp. 146-176.
- ATKINSON T., LUTTRELL D. & ROSEMBLUM H. (2013), "Assessing the costs and consequences of the 2007-2009 financial crisis", *Economic Letter*, vol. 8, n°7.
- BENNETT B., GOPALAN R. & THAKOR A. (2016), "The Structure of Banker's Pay", SSRN working paper.
- GOODHART C. (2013), *Risk, reward and bank resilience*, unpublished manuscript.
- GOODHART C. A. E. (2014), "Risk, Reward and Bank Resilience", in SHIGEHARA K. (eds), *The Limits of Surveillance and Financial Market Failure*, Palgrave Macmillan, London, [https://doi.org/10.1057/9781137471475\\_10](https://doi.org/10.1057/9781137471475_10)
- MARTIN-FLORES J. & MOUSSU C. (2017), "Is bank capital sensitive to a tax allowance on marginal equity?", *European Financial Management*, Forthcoming.
- MOUSSU C. (2014), « Le RoE est nocif, car facilement manipulable », *Agefi Hebdo*, 23 au 29 janvier.
- MOUSSU C. & PETIT-ROME C. A. (2013), "Bank capital and risk-taking: old and new perspectives from the crisis", *Bankers Market Investors*, vol. 22, pp. 57-65.
- MOUSSU C. & PETIT-ROME C. A. (2017), "ROE in banks: Performance or risk measure? Evidence from financial crises", *Finance*, vol. 38, pp. 95-133.
- MOUSSU C. & PETIT-ROME C. A. (2016), "The unfulfilled promise of RoE in banks", Working Paper, LabEx ReFi website.
- MOUSSU C., OHANA S. & TROEGE M. (2011), « Le faux graal de la performance bancaire », *La Tribune*, 19 avril.
- PURNANANDAM A. (2011), "Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis", *Review of Financial Studies* 51-3, pp. 415-432.
- SCHEPENS G. (2016), "Taxes and bank capital structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 120 (3), June, pp. 585-600.
- THAKOR A. (2014), "Bank capital and financial stability: an economic tradeoff or a faustian bargain?", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 6, pp.185-223.
- TRÖGE M. & ROE M. (2018), "Containing systemic risk by taxing banks properly", *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, pp.181-231.

# Une fiscalité innovante pour rendre les banques européennes plus stables et plus compétitives

Par Michael TRÖGE <sup>(1)</sup>  
ESCP Europe

Suite à une série de réformes fiscales et comptables intervenues depuis les années 1980, la fiscalité des entreprises favorise aujourd'hui le financement par la dette. Ce biais pro-endettement force notamment les banques à adopter un endettement très élevé pour rester compétitives. Des études empiriques récentes ont démontré que ce mécanisme constitue l'une des causes principales de la fragilité du système financier. Pourtant des réformes fiscales ou comptables simples existent, grâce auxquelles on pourrait soit annuler ce biais pro-endettement, soit l'inverser pour créer un biais en faveur d'un financement par capitaux propres. Ces réformes ne permettraient pas seulement d'aligner les incitations fiscales avec les objectifs de la régulation financière, mais pourraient aussi et surtout donner un avantage concurrentiel substantiel à des banques engagées dans une concurrence internationale des plus vives.

**D**epuis la crise, le débat sur la régulation du système financier est resté figé dans des paradigmes largement définis, il y a trente ans de cela, par le cadre de Bâle. Régulateurs et banques s'affrontent aujourd'hui dans une guerre de tranchée où, avec des moyens considérables, on obtient des avancées mineures sur un nombre très limité de sujets. Le résultat ne satisfait personne : les banques se plaignent d'une régulation de plus en plus contraignante et coûteuse et les institutions internationales et le monde académique constatent que le système financier reste fragile <sup>(2)</sup>.

Il est temps de passer à autre chose : des outils de régulation innovants et efficaces existent et les pays qui vont les adopter peuvent créer un avantage concurrentiel substantiel et durable pour leur secteur financier.

L'omission la plus flagrante dans le débat actuel est le rôle de la fiscalité <sup>(3)</sup>. L'imposition devrait être l'outil principal par lequel l'État guide les comportements des entreprises, mais comme nous le démontrons dans cet article, l'impôt sur les sociétés (IS) encourage aujourd'hui les entreprises et les banques à s'endetter de façon excessive et contribue ainsi à la fragilité du système financier plutôt qu'à sa stabilité <sup>(4)</sup>.

Ce lien entre la fiscalité et la stabilité financière n'a pas retenu l'attention qu'il mérite, parce qu'aucun changement immédiat de la fiscalité des entreprises n'a précédé la crise financière de 2008-2009. Les décideurs politiques et les analystes académiques se sont donc concentrés sur les causes immédiates : une bulle immobilière et des

institutions financières faiblement capitalisées. Mais des études détaillées montrent que les niveaux d'endettement préexistants étaient trop élevés en raison d'un biais fiscal en faveur de la dette, qui avait été créé ou renforcé involontairement à partir des années 1980 par une série de réformes fiscales dans la plupart des pays développés <sup>(5)</sup>.

Dans cet article, nous présentons le biais en faveur de l'endettement créé par l'impôt sur les sociétés (IS) dans

(1) L'auteur tient à remercier Mark Roe et Christophe Moussu pour leur aide et leurs commentaires sur ce texte.

(2) SARIN N. & SUMMERS L. H., "Have Big Banks Gotten Safer?", *www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/09/2\_sarinsummers.pdf* ; SCOTT H. (2016), *Connectedness and Contagion: Protecting the Financial System from Panics*, pp. 169-182 ; ADMATI A. & HELLWIG M. (2013), *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It*, pp. 179-191.

(3) ROE M. J. & TROEGE M. (2014), "How to Use a Bank Tax to Make the Financial System Safer", *Financial Times*, March 25 ; ROE M. J. & TROEGE M. (2015), "A smarter way to tax big banks", *Wall Street Journal*, February 1.

(4) Int'l Monetary Fund, "Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy" (*Fiscal Affairs Dep't*, June 12, 2009), *www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/061209.pdf* ; IMF, "A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector", *Final Report for the G-20* (June 2010), *www.imf.org/external/np/g20/pdf/062710b.pdf* ; ALLEN Hilary J., *Let's Talk About Tax: Fixing Bank Incentives to Sabotage Stability*, 18 *FORDHAM J. CORP. & FIN. L.* 821 (2013) ; DE MOOIJ Ruud A., *Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions*, 33 *FISCAL STUD.* 489 (2012).

(5) TROEGE M. & ROE M. (2018) "Containing Systemic Risk by Taxing Banks Properly", *Yale Journal on Regulation*, vol. 35, pp. 181-231.

sa forme actuelle et retraçons les changements fiscaux et comptables qui ont abouti à ce développement. Nous proposons ensuite des réformes simples qui permettraient non seulement d'annuler ce biais, mais aussi de rendre les banques européennes plus concurrentielles.

## L'IS dans sa forme actuelle favorise l'endettement

L'explication du biais pro-endettement de l'IS est simple : les intérêts, c'est-à-dire la rémunération de la dette, sont fiscalement déductibles, tandis que pour la rémunération des capitaux propres, il n'y a pas d'avantage équivalent. Depuis les travaux fondamentaux des prix Nobel Franco Modigliani et Merton Miller dans les années 1960<sup>(6)</sup>, il est acquis que cette asymétrie génère un avantage substantiel pour la dette. Cette subvention fiscale implicite incite non seulement les entreprises industrielles, mais aussi les banques à augmenter leur taux d'endettement, avec des conséquences évidentes. Une entreprise ou une banque avec un taux d'endettement excessif est moins robuste face à des chocs externes. De manière plus pernicieuse, cet endettement supplémentaire donne également des incitations à augmenter le risque interne. Une entreprise ou une banque très endettée s'engagera volontiers dans des activités opérationnelles très risquées, renforçant encore plus sa fragilité<sup>(7)</sup>.

## Un biais limité dans le passé par l'impôt sur le revenu et l'avoir fiscal

Jusqu'au milieu des années 1980, plusieurs facteurs limitaient le biais fiscal en faveur de la dette, et ce aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. Aux États-Unis, le bénéfice fiscal de la dette au niveau de l'entreprise était atténué par un coût fiscal important de la dette au niveau de la fiscalité individuelle de l'investisseur. Pour simplifier : un investissement en dette génère des intérêts, alors qu'un investissement en capitaux propres génère essentiellement des plus-values. Aux États-Unis, ces deux types de revenus ne sont pas traités fiscalement de manière identique pour un investisseur. Les intérêts sont soumis à l'impôt sur le revenu (IR), tandis que les plus-values sont fiscalisées à un taux très faible, voire échappent entièrement à l'imposition<sup>(8)</sup>. Cela implique que, même si les intérêts sont déductibles de l'IS, l'imposition totale pesant sur la dette peut être plus lourde que l'imposition des capitaux propres, et ce avec un taux d'IR élevé. La fiscalité induit, dans ce cas, une incitation à utiliser davantage de capitaux propres.

En France (à partir de 1965) ou en Allemagne, des systèmes d'avoir fiscal sur les dividendes (en allemand, *Anrechnungverfahren*) avaient un effet similaire. Par ce système, on remboursait l'IS payé par l'entreprise au moment de la distribution de dividendes, réduisant de façon très significative le désavantage fiscal des capitaux propres.

Malheureusement, cet équilibre a été rompu par une série de réformes mises en œuvre tout d'abord aux États-Unis, puis en Europe. Aux États-Unis, la raison pour l'émergence de l'avantage fiscal de la dette est à chercher dans les baisses successives de l'impôt sur le revenu. Le taux d'IR était de 90 % pour les tranches les plus élevées dans



Prix Nobel d'économie 1985, Franco Modigliani en 1989.

« L'explication du biais pro-endettement de l'IS est simple : les intérêts, c'est-à-dire la rémunération de la dette, sont fiscalement déductibles, tandis que pour la rémunération des capitaux propres, il n'y a pas d'avantage équivalent. Depuis les travaux fondamentaux des prix Nobel Franco Modigliani et Merton Miller dans les années 1960, il est acquis que cette asymétrie génère un avantage substantiel pour la dette. »

les années 1950, puis il a été ramené progressivement à un niveau inférieur à 30 % dans les années 1990. Cette réduction du taux d'imposition applicable aux intérêts reçus a eu pour effet d'augmenter l'attractivité de la dette.

En Europe, l'abandon de l'avoir fiscal (en 2000, en Allemagne et, en 2004, en France) a introduit – probablement involontairement – un avantage substantiel au bénéfice de la dette. En outre, au niveau global, la situation s'est aggravée

(6) MODIGLIANI F. & MILLER M. H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", 53, *AM. ECON. REV.*, 433 (1963), Ending the Debt Addition: A Senseless Subsidy, *ECONOMIST*, May 16, 2015, pp. 19-22.

(7) Ce phénomène de risk shifting a été identifié dans JENSEN M. C. & MECKLING W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics* 3.4, pp. 305-360.

(8) <http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/how-are-capital-gains-taxed>

par la montée de la finance *offshore*, qui permet de réduire la pression fiscale sur les revenus financiers et augmente, par voie de conséquence, le biais en faveur de la dette.

Les entreprises ont réagi à ces changements fiscaux en augmentant leur endettement à partir des années 2000, réduisant ainsi leur résultat imposable. Les autorités fiscales l'ont d'ailleurs bien compris et les différents gouvernements ont introduit de nombreuses limites, largement arbitraires, à la défiscalisation des charges financières. La *Zinsschranke* en Allemagne, le « rabet fiscal <sup>(9)</sup> » en France, et l'*interest deductibility cap* des réformes récentes adoptées par l'Administration Trump aux États-Unis sont quelques exemples parmi beaucoup d'autres. Si ces mesures limitent l'optimisation fiscale, elles ne s'attaquent pas vraiment au problème du biais fiscal en faveur de l'endettement. Ces réformes n'ont d'ailleurs eu aucun effet pour les banques, notamment parce que les plafonds de déductibilité s'appliquent aux « intérêts nets » qui, pour une banque, représentent la marge d'intérêt, qui est par essence positive.

### Les provisions réglementées : un autre avantage abandonné

Parallèlement à ces réformes fiscales favorisant l'endettement, une autre incitation fiscale en faveur des capitaux propres a été abandonnée aux États-Unis, ainsi qu'en France. Il s'agit de la disparition des provisions réglementées pour les banques.

Jusqu'aux années 1980, les banques en France et aux États-Unis avaient la possibilité de passer des provisions réglementées (ou provisions fiscales), qui n'étaient pas explicitement destinées à couvrir des pertes ou des charges futures clairement identifiées. Le niveau de provisions pouvait représenter plusieurs fois les pertes maximales historiques constatées <sup>(10)</sup>.

Ce type de provisions constitue un avantage fiscal important, puisqu'elles sont déduites du résultat imposable. Il n'est pas étonnant que les banques utilisaient l'avantage fiscal induit en maximisant ces provisions, ce qui avait pour effet indirect positif d'augmenter les réserves (non libérées d'impôt) des banques.

Avant les réformes de Bâle de 1988, ce type de réserves faisait officiellement partie, aux États-Unis, du capital réglementaire d'une banque, au même titre que les capitaux propres classiques. Avec l'arrivée des règles de Bâle, ce statut a été modifié. Dans le calcul du ratio Cooke (Bâle I), les provisions (réglementées ou non) entrent seulement dans le capital de deuxième catégorie, le fameux Tier 2, au même titre que la dette subordonnée, par exemple. Cette règle reste actuellement en vigueur. Pourtant ces provisions sont, d'un point de vue économique, de vrais capitaux propres, c'est-à-dire une ressource financière qui ne génère aucune obligation de remboursement et peut donc absorber pleinement des pertes éventuelles de la banque en cas de choc financier.

L'abandon des provisions réglementées est probablement lié à la vision très négative que les autorités comptables et fiscales avaient de cet outil. Ne comprenant pas leur dimension prudentielle, elles percevaient ces provisions,

en apparence arbitraires, comme un outil permettant aux banques de lisser leur résultat comptable et ainsi d'optimiser leur fiscalité. Une série de réformes comptables et fiscales a donc successivement éliminé ce type de provisions. Aujourd'hui, très peu d'observateurs s'en souviennent et ils sont encore moins nombreux à comprendre que ce mécanisme était une incitation puissante pour les banques à constituer des structures de financement robustes.

Ironiquement, la réforme IFRS 9 veut aujourd'hui réintroduire des provisions *ex ante*. Toutefois, contrairement aux provisions réglementées d'antan, ces provisions devront être justifiées par des calculs de pertes anticipées et ne pourront faire partie que des capitaux supplémentaires. Le comité de Bâle va potentiellement faire évoluer cette position, mais il est évident que si ces provisions restent dans le capital de deuxième catégorie, le Tier 2, plutôt que d'être considérées comme des vrais capitaux propres, c'est-à-dire relevant du Tier 1, la réforme IFRS 9 n'aura alors pas de conséquence positive sur la rétention des bénéficiaires et l'accroissement des fonds propres.

### Les banques sont particulièrement sensibles au biais fiscal en faveur de l'endettement

Si l'impact de la fiscalité sur les structures de financement des entreprises non financières est bien connu, le lien entre fiscalité et endettement du secteur bancaire est moins bien compris. L'augmentation des taux d'endettement bancaires à partir des années 2000 est généralement attribuée à une diminution des contraintes réglementaires suite aux réformes successives des règles de Bâle. Une série d'études empiriques prouvent pourtant que la fiscalité a joué un rôle important. Les banques maintiennent toujours un niveau de capitaux qui est au-dessus des exigences réglementaires. Il est clairement documenté que la taille de ce coussin de sécurité réagit de façon très sensible aux modifications fiscales. Par exemple, on peut observer qu'un changement fiscal en faveur de la dette est suivi par une baisse significative du niveau des capitaux propres. Inversement, une réforme fiscale favorisant les capitaux propres conduit à leur augmentation <sup>(11)</sup>.

L'explication de ce lien très fort entre endettement bancaire et fiscalité est à chercher dans la structure des coûts d'une banque. L'imposition impacte le coût de financement qui, pour une entreprise non financière, est essentiellement un coût fixe. Une fois les investissements financés, ce coût n'augmente quasiment plus avec le niveau de production. En revanche, pour un intermédiaire financier, particulièrement une banque, le financement est une matière première et le coût de financement fait donc partie des coûts variables. L'économie industrielle nous apprend

(9) Le dispositif de plafonnement global des charges financières a été introduit par la loi de finances pour 2013, article 212 bis et 223 B bis du Code général des impôts.

(10) WALTER J. R. (1991), "Loan Loss Reserves", 77 Fed. Res. Bank of Richmond, Economic Review 20, p. 24.

(11) Pour une revue détaillée de ces études, voir "Containing Systemic Risk by Taxing Banks Properly", (with ROE M.) (2018), Yale Journal on Regulation, vol. 35, pp. 181-231.

qu'une augmentation des coûts fixes impacte la profitabilité, mais pas nécessairement les prix, tandis qu'une augmentation des coûts variables a un impact direct sur les prix et donc la compétitivité.

Concrètement, chaque crédit octroyé par une banque doit être refinancé avec une certaine proportion de dettes et de capitaux propres. Une fiscalité plus importante sur les capitaux propres oblige la banque à pratiquer des prix plus élevés et conduit donc à une perte de compétitivité. Elle peut compenser en partie cet accroissement des coûts en augmentant la proportion de financement par la dette, mais cette stratégie met en danger sa stabilité. Il existe aujourd'hui des études qui confirment l'importance de ce mécanisme, par exemple en montrant que les banques gagnent ou perdent des parts de marchés substantielles à l'étranger, suite à des changements fiscaux relativement mineurs dans leur pays d'origine<sup>(12)</sup>.

Finalement, il y a une deuxième raison qui force les banques à s'endetter autant qu'elles le peuvent pour rester compétitives. Elles sont aujourd'hui en concurrence directe avec une multitude d'intermédiaires, souvent désignés par l'expression *Shadow Banks*. Ces institutions sont normalement organisées sous un format de fonds d'investissement et sont donc complètement exemptées d'imposition. C'est seulement en minimisant la pression fiscale en recourant à un endettement maximal que les banques peuvent rester concurrentielles face à ces nouveaux intermédiaires.

Le système fiscal crée donc une situation perverse, dans laquelle les banques qui voudraient se financer de façon stable perdent instantanément de leur compétitivité. Il n'est alors pas surprenant qu'elles s'opposent de façon très ferme à toute augmentation réglementaire de leur niveau de capitaux propres.

## **CBIT et ACE : des réformes fiscales pour encourager le financement par capitaux propres**

Le constat est simple. Les intérêts sont fiscalement déductibles, alors que la rémunération des capitaux propres ne l'est pas, et ce traitement asymétrique de la dette et des capitaux propres crée un biais en faveur de la dette. Si l'on veut rétablir une fiscalité neutre, il faut donc établir une symétrie entre capitaux propres et dette. Ce raisonnement conduit à deux possibilités théoriques. On peut soit aligner la fiscalité de la dette sur celle des capitaux propres, c'est-à-dire supprimer la déductibilité fiscale des intérêts, soit traiter les capitaux propres comme la dette, c'est-à-dire permettre une déductibilité de la rémunération des fonds propres.

Les deux systèmes ont été analysés de façon très détaillée par des chercheurs et certaines administrations fiscales. Le premier système (non-déductibilité des intérêts) figure normalement sous l'acronyme de CBIT (*Comprehensive Business Income Tax*<sup>(13)</sup>) tandis que le second système (déductibilité des capitaux propres) est appelé ACE (*Allowance for Corporate Equity*<sup>(14)</sup>).

Une CBIT, c'est-à-dire la suppression de la déductibilité des intérêts, est intuitivement attractive, mais présente des inconvénients pratiques et théoriques majeurs. Le

principal problème est que cette mesure s'applique très mal aux banques. Fiscaliser leurs produits d'intérêts sans permettre la déductibilité des intérêts payés les rendrait immédiatement non viables compte tenu du niveau des marges d'intérêt. La plupart des systèmes CBIT envisagent donc de raisonner en « intérêts nets », ce qui serait sans effet pour les banques en matière de réduction du biais fiscal de l'endettement. Un autre problème pratique est qu'une réforme de type CBIT ne peut pas se limiter à la fiscalité des entreprises. Elle doit aussi toucher à la fiscalité des investisseurs, réduisant ainsi la pression fiscale sur les intérêts reçus afin de ne pas pénaliser fiscalement la dette de manière massive. Aucun pays n'a pour l'instant osé engager une réforme fiscale d'une telle envergure.

Au-delà de ces problèmes pratiques, un système CBIT possède aussi des propriétés théoriques qui le rendent peu attractif. En particulier, de nombreux investissements faiblement créateurs de valeur deviendraient non rentables. On peut donc s'attendre à une baisse du niveau d'investissement après l'introduction d'un CBIT, ce qui risque d'affecter la compétitivité des entreprises et la croissance économique.

L'intérêt du second système, l'ACE, est d'éviter tous ces défauts. Il corrige les incitations à la fois pour les banques et les entreprises non financières. Il peut être ajouté à la structure fiscale existante sans nécessiter des réformes supplémentaires et a été testé avec succès dans plusieurs pays, notamment en Italie et en Belgique<sup>(15)</sup>. Enfin, le système ACE a des propriétés théoriques très attractives. Contrairement au CBIT et au système fiscal actuel, un ACE élimine la fiscalité sur les investissements marginalement profitables et encourage donc l'investissement. C'est d'ailleurs la raison principale pour laquelle ce système a été développé.

(12) CÉLÉRIER C., THOMAS K. K. & ONGENA S. (2018), "Taxing Bank Leverage: The Effects on Bank Capital Structure, Credit Supply and Risk-Taking".

(13) Un plan très détaillé d'une CBIT a été développé par le Trésor américain sous George H. W. Bush : Department of the Treasury (1992), "Integration of The Individual and Corporate Tax Systems. Taxing Business Income Once", <https://www.treasury.gov/resource-center/tax-policy/Documents/Report-Integration-1992.pdf>. Pour plus de renseignements, voir WARREN Alvin C. (2008), "The Business Enterprise Income Tax: A First Appraisal", 118 *Tax Notes* 921, pp. 921-926.

(14) Le concept d'ACE a été développé simultanément par WENGER E. (1983) dans "Gleichmäßigkeit der Besteuerung von Arbeits- und Vermögenseinkünften", *FinanzArchiv [Public Fin. Analysis]* 207, et par BOADWAY R. & BRUCE N. (1984), "A General Proposition on the Design of a Neutral Business Tax", 24 *J. Pub. Econ.* 231. Il a été ensuite popularisé par "Equity for Companies: A Corporation Tax for the 1990s", *IFS Cap. Taxes Grp.* (1991), <http://www.ifs.org.uk/comms/comm26.pdf> [<http://perma.cc/D77R-M8U3>] et de nouveau proposé pour la Grande-Bretagne par le Mirrlees Review, see *Dimensions of Tax Design* (STUART Adam et al., eds., 2010).

(15) HÉBOUS S. & RUF M., "Evaluating the Effects of ACE Systems on Multinational Debt Financing and Investment", University of Frankfurt, Working Paper, 2015, [https://ideas.repec.org/p/ces/ceswps/\\_5360.html](https://ideas.repec.org/p/ces/ceswps/_5360.html); ZANGARI E., "Addressing the Debt Bias: A Comparison between the Belgian and the Italian ACE Systems", *Eur. Comm'n Taxation Papers, Working Paper n°44-2014*, 2014, [www.ec.europa.eu/taxation\\_customs/resources/documents/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_papers/taxation\\_paper\\_44.pdf](http://www.ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_44.pdf)



Le fonctionnement d'une réforme de type ACE est simple. L'État définit un « taux d'intérêt notionnel » pour les capitaux propres. Pour obtenir une fiscalité neutre, on devra définir un taux proche du taux moyen d'intérêt payé par les entreprises sur leur dette. À l'aide de ce taux, on calcule des « intérêts notionnels » pour les capitaux propres de l'entreprise, intérêts qui sont fiscalement déductibles, tout comme le sont les intérêts payés par l'entreprise sur sa dette.

Après instauration d'une ACE, si l'entreprise remplace une partie de ses capitaux propres par de la dette, elle va certes augmenter ses intérêts financiers, mais baisser en parallèle ses intérêts notionnels. Avec un taux notionnel identique au taux réel, son résultat imposable restera le même. On obtient donc une fiscalité strictement neutre par rapport à la structure du capital. Si les taux réels sont plus forts que le taux notionnel, on obtient un (faible) avantage pour la dette. En revanche, si le taux notionnel est plus important que le taux réel, on génère un avantage fiscal pour les entreprises peu endettées et donc une incitation fiscale à se financer par davantage de fonds propres.

### **L'Allowance for Growth and Investment**

Évidemment, une ACE réduit le résultat imposable et génère donc une baisse de revenus fiscaux pour l'État. Il existe plusieurs possibilités pour corriger cette baisse de recettes fiscales. La façon la plus simple serait évidemment d'augmenter le taux d'imposition sur les sociétés. En calibrant cette réforme de manière à ce qu'elle soit fiscalement neutre, les entreprises ne devraient pas s'opposer à cette augmentation du taux d'imposition. Sachant par ailleurs qu'avec une ACE, la fiscalité sur les investissements marginalement profitables diminue, cette augmentation du taux d'imposition nominal ne devrait donc pas pénaliser l'investissement et la croissance.

Mais il existe d'autres possibilités pour ne pas réduire les rentrées fiscales. En Italie, les intérêts notionnels ne sont pas appliqués à la totalité des capitaux propres, mais seulement à l'accroissement de capitaux propres par rapport à une année de référence. On facilite de cette façon la constitution de capitaux supplémentaires et on encourage l'investissement, sans défiscaliser les capitaux propres déjà en place.

La nouvelle directive européenne sur l'Assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS) comportait une règle similaire. La directive prévoyait un taux notionnel applicable à certains types d'augmentations de capitaux propres. Comme pour une ACE simple, ces intérêts notionnels aurait été déductibles du résultat imposable, mais contrairement à l'ACE, cette déduction aurait été limitée dans le temps. Malheureusement, il semble que le Parlement européen n'ait pas retenu ce volet de la loi, probablement parce que l'importance de celui-ci pour la stabilité financière n'a pas été comprise<sup>(16)</sup>.

### **Une ACE spécifique pour les capitaux non réglementaires des banques**

Il est par ailleurs parfaitement possible d'introduire l'ACE uniquement pour des secteurs spécifiques. Par exemple, on pourrait créer une ACE exclusivement pour le secteur

bancaire, là où les distorsions générées par le biais pro-endettement de la fiscalité sont particulièrement dangereuses. Notons que les banques sont de toute façon déjà imposées différemment des entreprises non financières, par exemple en ne payant pas de TVA. Une ACE qui serait applicable uniquement aux banques pourrait d'ailleurs être structurée de façon encore moins intrusive. Il serait ainsi possible de calculer les intérêts notionnels non pas sur le capital total, mais uniquement sur la partie du capital « non réglementaire », c'est-à-dire le montant de capital se situant au-delà du minimum réglementaire<sup>(17)</sup>. Avec ce système, la perte de recettes fiscales serait minime.

Notons aussi qu'en Italie et en Belgique, le système ACE n'a pas été introduit pour stabiliser le système bancaire, mais seulement pour encourager l'investissement dans le cas de l'Italie, et pour favoriser la localisation dans le pays des sièges sociaux des multinationales dans le cas de la Belgique. Par conséquent, ces réformes sont mal adaptées aux banques, ce qui limite leur effet en termes d'incitation à se recapitaliser. Dans le cas de la Belgique, par exemple, la déductibilité des intérêts notionnels n'est pas cumulable avec d'autres avantages fiscaux dont certaines banques bénéficient. Par ailleurs, dans les deux pays précités, les taux notionnels ont été fixés à des niveaux très faibles, largement en dessous des taux d'intérêts payés par les banques de ces pays sur leur dette longue. Malgré tout, il est documenté empiriquement que ces réformes ont eu un effet positif important sur le niveau de capital des banques<sup>(18)</sup>. Une réforme plus adaptée, prévoyant notamment des taux d'intérêts notionnels plus élevés, aurait des effets plus forts.

## **Conclusion**

Nous sommes aujourd'hui dans une situation absurde : la fiscalité incite les banques à maintenir un taux d'endettement important, tandis que les régulateurs essaient d'imposer des niveaux de capital plus élevés. Ces incitations antinomiques augmentent les tensions entre les régulateurs et les acteurs du système financier et nuisent à la compétitivité des banques<sup>(19)</sup>. Des solutions faciles à mettre en œuvre et fiscalement neutres pour les États existent pourtant, et l'initiative récente d'inclure une *Allowance for Growth and Investment* dans l'Assiette commune consolidée pour l'impôt sur les sociétés (ACCIS) serait un pas dans la bonne direction. Au-delà de l'objectif affiché de favoriser l'investissement et la croissance, cette réforme aurait pu contribuer à la stabilisation du secteur bancaire et renforcer la compétitivité de banques confrontées à une concurrence internationale exacerbée.

(16) Résolution législative du Parlement européen du 15 mars 2018 sur la proposition de directive du Conseil concernant l'instauration d'une assiette commune pour l'impôt sur les sociétés (COM(2016)0685 – C8-0472/2016 – 2016/0337(CNS)), amendement 11.

(17) Une analyse plus détaillée de ce système est donnée dans "Containing Systemic Risk by Taxing Banks Properly", (with ROE M.) (2018), Yale Journal on Regulation, vol. 35, pp. 181-231.

(18) MARTIN-FLORES J. & MOUSSU Ch. (2017), "Is bank capital sensitive to a tax allowance on marginal equity ?", European Financial Management (à paraître).

(19) Voir l'article de Christophe Moussu publié dans ce numéro de Réalités industrielles.

# 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<sup>(1)</sup>. 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<sup>(2)</sup> : 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<sup>(3)</sup> – 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<sup>(4)</sup>, « *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. Constaté 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 <sup>(5)</sup>. 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 !

# Banques et marchés, des alternatives pour le financement de l'économie ?

Par Laurent GRILLET-AUBERT et Pierre-Emmanuel DARPEIX\*  
Autorité des marchés financiers (AMF)

Par opposition au crédit bancaire, les marchés permettent, en principe, l'allocation désintermédiée de l'épargne à l'investissement. Les politiques d'après-crise – Union des marchés de capitaux (CMU), réforme de la titrisation, politiques monétaires expansives, etc. – favorisent les financements de marché, notamment de dettes, tout en interrogeant sur l'allocation optimale du financement et la résilience du système financier. Pour autant, le clivage entre banques et marchés – vu comme « non-banques » – est réducteur. Une vision globale sur les différentes sources de financement (y compris par actions) ainsi qu'une prise en compte précise des réseaux d'interconnexion et de chaînes d'intermédiation entre banques et non-banques sont nécessaires pour accroître l'efficacité dudit système et améliorer la gestion des risques.

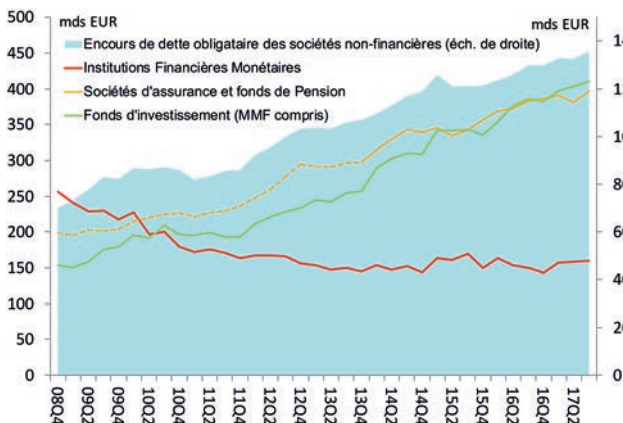
## Une forte croissance des marchés, en particulier des marchés de dettes d'entreprise

La croissance des marchés est notamment attestée par l'essor des émissions d'obligations des sociétés non financières (SNF). Leur croissance, depuis 2008, excède celle du crédit bancaire. Ces émissions nettes ont en partie compensé la contraction du crédit bancaire accordé aux SNF en zone euro (en 2012). Depuis deux ans, elles sont d'un ordre de grandeur identique à celui de l'octroi de crédit à ces sociétés.

Dettes bancaires et dettes de marché ne sont que partiellement substituables : elles ne visent pas toujours les mêmes cibles. Les émetteurs de titres de créance sont surtout de grandes entreprises ou des sociétés de taille intermédiaire, plus rarement des PME. Les évolutions en cours (titrisation, origination de crédit par les fonds, CMU) pourraient cependant modifier ce constat. La structure du passif des sociétés non financières en zone euro révèle aussi une cer-

\* Ce texte n'engage que ses auteurs.

Encours et détention de la dette de marché des SNF  
(zone euro, en milliards d'euros)



Structure des dettes des SNF  
(zone euro, composition changeante, en %)

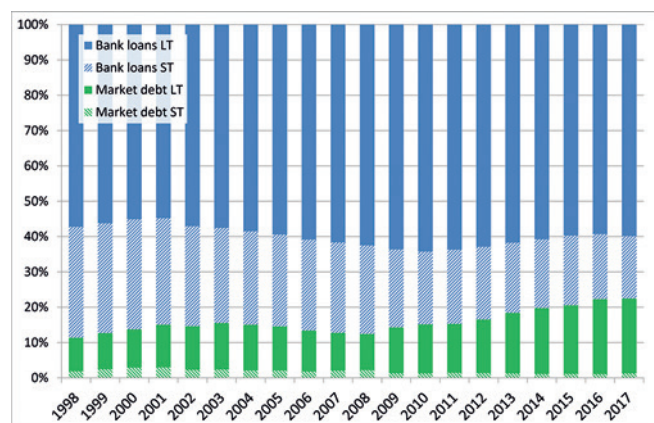


Illustration1.

Source : BCE, Securities issues database et MFI aggregated balance sheet database, calculs AMF.

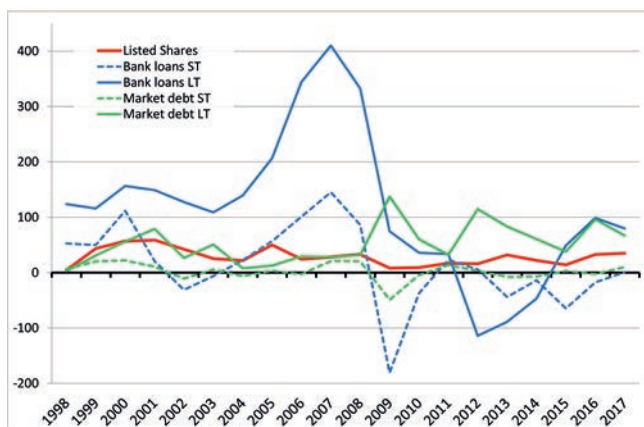


Illustration 2 : Émissions nettes de titres et de crédits contractés par les SNF (zone euro, composition changeante, milliards d'euros).

Source : BCE, Securities issues database et MFI aggregated balance sheet database.

taine complémentarité entre eux des financements de marché et des financements bancaires. Pour sa part, le financement par actions (cotées) reste en général fiscalement pénalisé. Pourtant, une neutralité entre financement par dette et financement par actions (Modigliani-Miller) pourrait également contribuer à la résilience du système financier en incitant les entreprises à renforcer leurs fonds propres et à réduire leur levier, les investisseurs à privilégier les placements en actions et les banques à accroître leur capital réglementaire (Fonds monétaire international, 2016<sup>(1)</sup>).

Enfin, la hausse des encours concerne également la dette souveraine, laquelle contribue en partie à satisfaire une demande « endogène » d'actifs sûrs du système financier en garantie de transactions sur produits dérivés et de prêts (prêt de titres sécurisés, pensions livrées).

### Complémentaires, les financements bancaires et les financements de marché sont aussi difficiles à distinguer

Les réformes post-crise<sup>(2)</sup> n'ont pas établi de séparation complète entre activités bancaires et activités de marché<sup>(3)</sup>. À l'inverse, le modèle *originate to distribute* de transfert des crédits bancaires sur les marchés a été réhabilité, en Europe, à travers, par exemple, l'adoption d'un nouveau régime de titrisations simples, transparentes et standardisées (règlement STS).

Le Conseil de stabilité financière (FSB) assure un suivi global des activités de crédit<sup>(4)</sup> menées par les entités non bancaires (*shadow banking*) mettant en évidence la croissance de leurs bilans, notamment ceux des fonds d'investissement<sup>(5)</sup>. L'analyse est affectée par le caractère résiduel que revêt la catégorie des « autres institutions financières<sup>(6)</sup> » de la comptabilité nationale et par des lacunes dans l'appréhension de l'activité de certaines entités<sup>(7)</sup>. Mais elle révèle surtout l'importance d'évaluer les risques liés à ces activités des entités non bancaires, notamment en termes de levier et de liquidité.

Les taux d'intermédiation financière élevés<sup>(8)</sup>, l'interpénétration croissante des activités bancaires et non bancaires, et l'allongement des chaînes d'intermédiation limitent signifi-

tivement l'intérêt d'une analyse traitant séparément risques bancaires et risques non bancaires. Cetorelli *et al.* (2014), Chernobaiy *et al.* (2016) ou Flood *et al.* (2017) mettent en lumière la forte croissance des holdings bancaires, tant en taille qu'en complexité, et montrent que leurs nombreuses filiales couvrent l'ensemble du spectre du secteur financier. Cetorelli (2014) note aussi que des conglomérats similaires sont formés par des entités non bancaires.

Évaluer l'optimalité des financements par le marché interroge, au-delà des émissions primaires, sur la détention finale des titres en circulation (qui finance qui ?). La gestion d'actifs, surtout institutionnelle, joue désormais un rôle central dans l'allocation de l'épargne. Elle permet aux épargnants exposés aux marchés de bénéficier d'une diversification et d'économies d'échelle, tout en allouant les fonds nécessaires au financement des entreprises, y compris quand leur accès au crédit est limité (projets d'investissements risqués ou à long terme, etc.).

L'examen des chaînes d'intermédiation soulève cependant des difficultés pratiques d'identification des investisseurs finaux. Rendre « transparente » l'intermédiation financière (à l'instar de Boutillier *et al.* (2007)) reste difficile et constitue un frein à l'évaluation des encours agrégés (FMI, 2014 ; Zucman, 2013). Approfondir l'analyse est de nature à permettre au régulateur de mieux évaluer les transferts de risques, les enjeux de gouvernance (Azar *et al.*, 2017) et l'efficacité de l'intermédiation.

### La résilience du système financier exige d'avoir non seulement une vue globale et intégrée, mais aussi spécifique des risques de marché

Les réformes structurelles et macroprudentielles ont renforcé la résilience du système bancaire et des infrastruc-

(1) La référence souligne notamment le biais en faveur de la dette lié à la déductibilité fiscale des coupons obligataires.

(2) Sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI) et du Comité de Bâle.

(3) Le 24 octobre 2017, la Commission européenne, suite à diverses initiatives nationales et européennes, a retiré un projet de séparation des activités bancaires (rapport Liikanen). Le Glass Steagall de 1930, qui instaurait une séparation stricte aux États-Unis, a été abrogé en 1999.

(4) L'ambition initiale est de couvrir un vaste champ d'activités (cast the net wide), puis de se centrer sur les plus risquées.

(5) Pour une discussion sur la nature systémique des entités non bancaires, voir FSB (2015a) ; FSB (2015b) et FSB (2017).

(6) « Autres institutions financières » (S.12) constitue une catégorie résiduelle après l'exclusion des institutions financières monétaires (S. 121 et S.122), des sociétés d'assurance et des fonds de pension (S.128 et S.129). Abstraction faite des « Auxiliaires financiers » et des « Institutions financières captives » (S.126 et S.127), les entités du shadow banking comprennent les fonds d'investissement monétaires (S.123), non monétaires (S.124) et certains « Autres intermédiaires financiers » (S.125) (dealers, véhicules de titrisation, sociétés financières de prêt/spécialisées (leasing, etc.)). D'autres entités, les CCP par exemple, sont toutefois exclues du champ considéré.

(7) Goksu E. B. et Heath R. M. (2017) proposent une revue des data gaps et des pistes pour les combler (en Europe, voir Grillet-Aubert L., Haquin J.-B., Jackson C. et Weistroffer C. (2016) ; AGRISTI A.M. & BRENCE R. (2017)).

(8) Compris entre 70 et 90 % dans la plupart des pays développés sous revue, selon Boutillier *et al.* (2007).



tures de (post-)marché (notamment les CCP<sup>(9)</sup>). Le renforcement des exigences prudentielles a eu des effets sensibles sur l'octroi par les banques de crédits, favorisant donc l'intermédiation de marché. En parallèle, les régimes des prestataires de services d'investissement ont évolué en Europe par le biais de différentes réglementations<sup>(10)</sup> précisant les modalités de gestion des risques au regard des spécificités des activités concernées. Enfin, l'introduction d'outils contra-cycliques vise à limiter l'occurrence ou les effets des bulles spéculatives de crédit. Pour tenir compte de ces évolutions sectorielles, un cadre global d'évaluation du risque systémique moins centré sur le crédit bancaire apparaît nécessaire (Adrian, 2018 ; D'Hoir et Ophèle, 2018).

Il importe, en particulier, de mesurer de manière adéquate la liquidité et le levier des intermédiaires de marché, et les risques afférents ; or, les indicateurs bancaires ne sont pas directement transposables. La liquidité de marché mesure des coûts instantanés (fourchettes de cotation), les quantités offertes (profondeur) et les impacts des transactions sur les prix d'actifs. Mais des indicateurs synthétiques agrégeant ces multiples dimensions et permettant des comparaisons intersectorielles restent à construire (Idier *et al.*, 2009<sup>(11)</sup>). Concernant le levier d'endettement, l'évaluation des expositions hors bilan ou liées à l'usage de financements sécurisés et dérivés – des expositions « synthétiques » typiques des fonds d'investissement – est en cours<sup>(12)</sup>. L'usage macro-prudentiel d'un indicateur de levier des fonds d'investissement resterait à examiner sur ces bases<sup>(13)</sup>.

L'analyse par entité et activité doit, pour sa part, s'enrichir de l'examen de réseaux complets. FSB (2018) évalue les expositions sectorielles bilatérales des banques et des non-banques. Les banques sont en général exposées aux OFI à moins de 10 % de leur passif, et à moins de 5 % de leur actif. L'exposition des OFI vis-à-vis des banques est plus importante (le plus souvent de 10 à 20 %, à l'actif comme au passif). Au-delà, il est nécessaire de considérer la spécificité des réseaux des fonds d'investissement (Benhami *et al.*, 2018). Les analyses se heurtent en général à trois écueils : 1) la qualité ou granularité des données (par exemple, sur le passif des fonds d'investissement) ; 2) la modélisation des chocs de liquidité au-delà de la seule solvabilité (cascades de défauts d'Eisenberg, Noe (2001), Acemoglu *et al.* (2013), etc.), et 3) la prise en compte des expositions transfrontières<sup>(14)</sup> et celles liées aux dérivés et financements sécurisés (levier, *hedging*).

Une évaluation globale des risques macroprudentiels doit tenir compte des spécificités des activités de marché. Elle pourrait, par exemple, explorer l'intérêt de la réalisation de macrostress tests fondés sur l'analyse fine des interconnexions et des vulnérabilités (HCSF, 2018 ; Grillet-Aubert, 2018). Le recours à des instruments permettant de gérer *ex ante*, voire de façon contra-cyclique, les risques de liquidité et de levier des marchés et fonds d'investissement reste cependant une perspective de long terme. Les politiques macroprudentielles se fondent donc, à court terme, plutôt sur un usage flexible d'outils structurels *ex post* (coupe-circuits sur les marchés, outils permettant aux gérants de limiter les rachats de parts de fonds<sup>(15)</sup>, etc.).

## Conclusion

Les financements de marché se développent, en particulier celui de la dette d'entreprises non financières. S'ils sont en partie substituables au crédit bancaire, ils leur sont surtout complémentaires et s'adressent avant tout aux grandes entreprises. De surcroît, l'octroi de crédit par des intermédiaires non bancaires et les évolutions de l'intermédiation financière rendent floue la distinction traditionnelle entre banques et marchés. Dans ce contexte, juger de l'optimalité – notamment en termes d'efficacité, de gestion des risques, d'alignement d'intérêts, de gouvernance – du mode de financement de l'économie requiert d'abord de mieux comprendre qui finance qui, puis de caractériser précisément les maillons des chaînes d'intermédiation. Assurer la résilience du système requiert alors de développer des outils sectoriels adaptés à la nature des risques (émergents), tout en développant une vision d'ensemble de la capacité du système financier, et des secteurs qui le composent à porter et à allouer les risques, y compris systémiques.

## Bibliographie

ABAD J., D'ERRICO M., KILLEEN N., LUZ V., PELTONEN T., PORTES R. & URBANO T. (2017), "Mapping the interconnectedness between EU banks and shadow banking Entities", NBER Working Paper 23280.

ACEMOGLU D., OZDAGLAR A. & TAHBAZ-SALEHI A. (2013), "Systemic risk and stability in financial networks", NBER Working Paper 18727.

ADRIAN T. (2018), "Shadow banking and market-based finance", in *Shadow banking: Financial intermediation beyond banks*, SUERF-The European Money and Finance Forum, 2018/1 ed., by JOKIVUOLLE E.

(9) Bignon V. et Vuillemeys G. (2017) *examinent un cas de faillite de CCP. Selon Farhi E. et Tirole J.* (2017), "prudential supervision of banking goes hand in hand with (...) incentivized migration to CCPs (...)".

(10) Citons, en particulier, les directives MIFID II sur les marchés d'instruments financiers et AIFM sur la gestion alternative, les règlements EMIR sur les produits dérivés et la compensation centrale, SFTR sur les opérations sur titres ou CSDR sur les dépositaires centraux.

(11) L'identification par EBA (2013) de catégories d'actifs liquides illustre les difficultés d'une analyse à travers les classes d'actifs.

(12) Pozsar Z. (2014) souligne : "(...) developments should be systematically captured in a new set of Flow of Collateral, Flow of Risk and Flow of Eurodollar satellite accounts to supplement the Financial Accounts".

(13) Mandaté par le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) (2017), l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) est en train de procéder à un examen de cette question. En Europe, l'ESRB (European Systemic Risk Board) (2018) a mandaté l'ESMA – l'Autorité européenne des marchés financiers – pour mettre en œuvre les dispositions de l'article 25 de l'AIFMD, qui prévoit la possibilité pour les autorités de limiter le levier que représentent les fonds alternatifs.

(14) Abad J., D'Errico M., Killeen N., Luz V., Peltonen T., Portes R. et Urbano T. (2017) montrent cependant l'importance de ces expositions : "EU banks have significant exposures to shadow banking entities globally and, in particular, to entities domiciled in the US, which represent approximately 27% of the total exposures".

(15) Voir les recommandations récemment formulées par l'IOSCO (2018a, b) et l'ESRB (2018).

- AGRESTI A. M. & BRENCE R. (2017), "Statistical work on shadow banking: development of new datasets and indicators for shadow banking", presented at BIS IFC conference on Data needs and Statistics compilation for macro-prudential analysis, 11 december 2017.
- BENHAMI K., LE MOIGN C., SALAKHOVA D. & VINEL A. (2018), « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actif français et le reste du système financier français » ; Haut Conseil de la stabilité financière, juin.
- BIGNON V. & VUILLEMEY G. (2017), "The failure of a clearinghouse: Empirical evidence", Banque de France, Working paper 638.
- BIS BCBS (2017), "Identification and management of step-in risk", Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, October.
- BORIO C., DREHMAN M. & TSATSARONIS K. (2012), "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", Bank for International Settlements Working Paper 380.
- BOUTILLIER M., LÉVY N. & OHEIX V. (2007), "Financial intermediation in developed countries-Heterogeneity, lengthening and risk transfer", Working Paper EcoX 22.
- BOUVERET A. (2017), "Liquidity stress tests for investment funds: A practical guide", International Monetary Fund Working Paper 17 226.
- BREUER P. (2000), "Measuring off-balance sheet leverage", International Monetary Fund Working Paper 00-202.
- CETORELLI N. (2014), "Hybrid intermediaries", FRBNY Staff Research 705, in CETORELLI N., McANDREWS J. & TRAINA J. (2014), *Evolution in bank complexity*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, December.
- CHERNOBAI A., OZDAGLIZ A. K. & WANG J. (2016), "Business complexity and risk management evidence from operational risk events in US bank holding companies", Working Paper.
- CLAESSENS S. & RATNOVSKI L. (2014), "What is shadow banking?", International Monetary Fund Working Paper 1425.
- CNIS (2010), "Rapport sur les statistiques sur les groupes financiers".
- CRISÓSTOMO R. & PERALTA G. (2017), "Financial contagion with spillover effects: A multiplex network approach", ESRB Working Paper 32.
- DAVANNE O. (1998), « Instabilité du système financier international », rapport du Conseil d'analyse économique.
- DE MOOIJ M., KEEN M. & ORIHARA M. (2013), "Taxation, bank leverage, and financial crises", IMF Working Paper 13, 48.
- D'HOIR J. & OPHÈLE R. (2018), « Comment dépasser le concept de *shadow banking* ? », *Revue de la Stabilité financière*, Banque de France, avril.
- EBA (2013), "Report on appropriate uniform definitions of extremely high quality liquid assets (extremely HQLA) and high quality liquid assets (HQLA) and on operational requirements for liquid assets under Article 509(3) and (5) CRR", December.
- EBA (2015), "Guidelines on limits on exposures to shadow banking", December.
- EISENBERG L. & NOE Th. (2001), "Systemic risk in financial systems", *Management Science* 47-2.
- ESRB (2018), "Recommendation on leverage and liquidity in investment funds", February.
- FARHI E. & TIROLE J. (2017), "Shadow Banking and the Four Pillars of Traditional Financial Intermediation", NBER WP 23930.
- FLOOD M. D., KENETT D. Y., LUMSDAINE R. L. & SIMON J. (2017), "Complexity of Bank Holding Companies", OFR Working Paper 2017-03.
- FMI (2014), *Global Financial Stability Review*, Chapter 2, table 2.1, April.
- FMI (2016), "Tax Policy, Leverage and Macroeconomic Stability", October.
- FSB (2015a), "Assessment methodologies for identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions (NBNI G-SIFIs)".
- FSB (2015b), "Next Steps on the NBNI G-SIFI Assessment Methodologies".
- FSB (2017), "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", January.
- FSB (2018), "Global shadow banking monitoring report 2017", March.
- GOKSU E. B. & HEATH R. M. (2017), "Financial Stability Analysis: What are the Data Needs", IMF Working Paper 17153, July.
- GOODHART (2008), "The boundary problem in financial regulation", *National Institute Economic Review* 206, October.
- GRILLET-AUBERT L., HAQUIN J.-B., JACKSON C. & WEISTROFFER C. (2016), "Assessing shadow banking in the EU", ESRB Occasional Paper 10, July.
- IDIER J., JARDET C. & LE FOL G. (2009), "How Liquid are Markets; An Application to Stock Markets", *Bankers, Markets and Investors* 103, November-December.
- IOSCO (2018a), "Recommendations for liquidity risk management for Collective Investment Schemes", February.
- IOSCO (2018b), "Open-ended fund liquidity and risk management – Good practices and issues for consideration", February.
- LANGEDIJK S., NICODEME G., PAGANO A. & ROSSI A. (2015), "The corporate debt bias and the cost of banking crises", CEPR Discussion Paper 10616, July.

STANLEY M. & WYMAN O. (2010), "The Outlook for Global Wholesale and Investment Banking", March.

POZSAR T. (2014), "Shadow Banking: The Money View", OFR Working Paper 2014-04, July.

ROE M. & TROEGE M. (2017), "Containing systemic risk by taxing banks properly", ECGI Law WP317/2016, November.

*The Economist* (2015), "The great distortion – Tax-free debt", May 16.

TURNER A. (2014), "Escaping debt addiction", Presentation at Goethe Universität, Center for Financial Studies, Frankfurt-am-Main, 10 February.

ZUCMAN G. (2013), "The missing wealth of nations: Are Europe and the U.S. net debtors or net creditors?", *Quarterly Journal of Economics* 128-3, August.

# Crise et solutions coopératives : la zone euro depuis 2008

Par Jérôme CREEL

ESCP Europe, LabEx ReFi & Sciences Po, OFCE

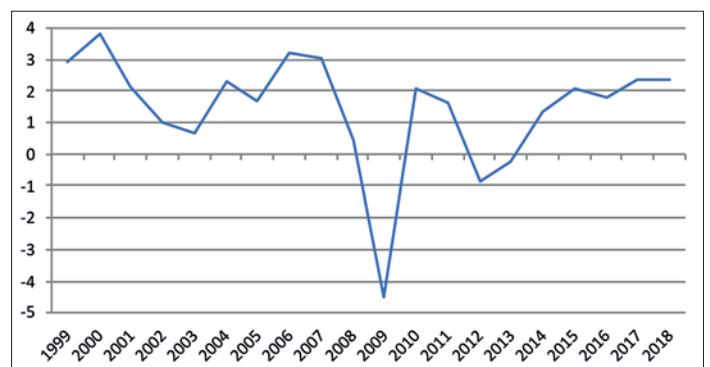
Comme toujours depuis le démarrage du processus d'intégration européenne, l'Union européenne progresse pas à pas, crise après crise. La dernière en date a cependant révélé les incohérences de sa gouvernance économique.

La crise bancaire survenue aux États-Unis en septembre 2008 a profondément affecté la zone euro. La première phase de récession, globale en 2009, en a amené une deuxième, européenne, en 2012-2013. Celle-ci faisait suite à la mise en œuvre coordonnée de politiques d'austérité budgétaire. L'échec de la gouvernance budgétaire européenne à endiguer la crise a alors obligé la Banque centrale européenne à adopter des mesures exceptionnelles.

Ont aussi été créées les bases d'une gestion coordonnée des crises économiques au travers du Mécanisme européen de stabilité. Au-delà de cette avancée, des réformes restent nécessaires pour assurer une meilleure coordination entre les politiques monétaires et budgétaires et avec les réformes structurelles engagées en Europe.

**D**ix ans après le déclenchement de la crise financière internationale, la zone euro retrouve son taux de croissance annuel moyen – un peu au-dessus de 2 % – des années antérieures à la crise. La reprise économique s'accompagne d'une baisse du chômage, d'une stabilité des prix et d'un fort excédent de la balance des comptes courants de la zone euro. Si la situation économique s'est effectivement sensiblement améliorée depuis 2015 (voir le Graphique 1 ci-contre), il reste de nombreux écueils à surmonter pour progresser sur la voie du rétablissement, les difficultés de coordination des politiques économiques européennes entre elles n'étant pas le moindre de ces écueils.

La crise a en effet révélé des défauts de coordination des politiques budgétaires, qui ont participé à faire plonger la zone euro dans une nouvelle phase récessive en 2012-2013. En l'état actuel des institutions, ces défauts subsistent. Ils ont par ailleurs provoqué une réaction sans précédent de la Banque centrale européenne (BCE), qui a mis en lumière les insuffisances de la coordination entre sa politique monétaire et les politiques budgétaires des États membres. La politique monétaire de la BCE a aussi mis à l'épreuve le principe d'absence de partage des risques financiers entre les États membres. Le dilemme non résolu au sein de la zone euro entre discipline de marché et solidarité institutionnelle, malgré la création du Mécanisme européen de stabilité (MES), a finalement retardé les politiques de stabilisation macroéconomiques. Il retarde aussi la complète mise en œuvre de l'Union bancaire.



Graphique 1 : Taux de croissance du PIB de la zone euro, à prix constants (en %).

Source : Ameco.

## La politique budgétaire de la zone euro

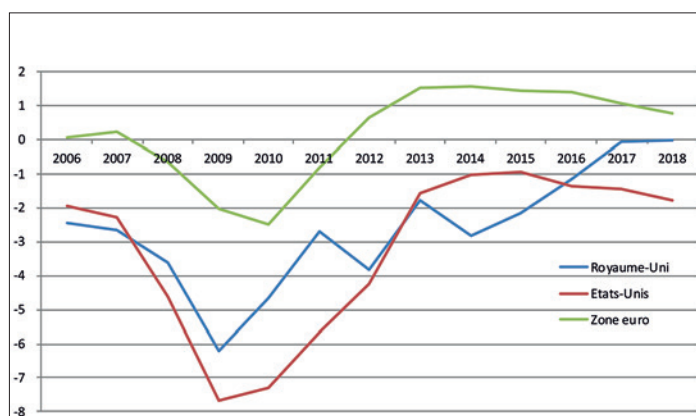
En l'état actuel des règlements européens, les politiques budgétaires des États membres restent soumises au Pacte de stabilité et de croissance (PSC), avec son volet répressif, qui vise à ramener le déficit au-dessous de 3 % du PIB, et son volet préventif, qui vise à établir un équilibre budgétaire entre dépenses et recettes. Au PSC est aussi associé, depuis 2012, un Pacte budgétaire limitant à 0,5 % du PIB le déficit budgétaire corrigé des variations cycliques. Ces deux dispositifs restreignent l'usage des politiques discrétionnaires dans le temps – une relance budgétaire est possible, mais elle doit être temporaire, ce

qui peut nuire à son efficacité si elle n'a pas été menée jusqu'à son terme et n'a donc pas pu produire tous ses effets – et, tant que le déficit public subsiste, ces dispositifs peuvent amener les gouvernements à choisir de rogner les stabilisateurs automatiques, par exemple en réduisant le degré de générosité des prestations sociales. Les stabilisateurs automatiques représentent les dépenses publiques et les recettes fiscales qui évoluent au gré des fluctuations économiques.

C'est dans ce contexte institutionnel qu'est intervenue la récession de 2009. Elle a tout d'abord poussé les gouvernements à laisser filer les déficits et les dettes publics sous l'effet des stabilisateurs automatiques et d'une relance budgétaire coordonnée. Sans attendre cependant la concrétisation des effets positifs de cette relance, et sous la recommandation de la Commission européenne soucieuse de voir respecter le PSC, les gouvernements ont mis en œuvre, dès 2011, des politiques de contraction budgétaire pour améliorer leurs finances publiques. En témoigne la remontée spectaculaire, jusqu'en territoire positif, du solde européen primaire corrigé du cycle économique (voir le Graphique 2 ci-après). Cet indicateur budgétaire révèle la partie discrétionnaire de la politique budgétaire, donc déduction faite des charges d'intérêt et des stabilisateurs automatiques. Son niveau contraste de beaucoup avec ceux des États-Unis et du Royaume-Uni.

La généralisation des politiques d'austérité en Europe a eu des effets néfastes sur la croissance (Blanchard et Leigh, 2013) et elle n'a donc pas rempli son principal objectif. En effet, les baisses des dépenses publiques et les hausses de la fiscalité (bases fiscales et taux d'imposition) ont été compensées par des hausses des dépenses sociales et par des baisses des recettes fiscales. Les déficits publics ont persisté contribuant à augmenter les dettes publiques.

La mise en œuvre coordonnée de ces politiques restrictives répondait finalement aux croyances qui avaient prévalu lors de l'adoption du PSC et des critères de convergence budgétaire adoptés préalablement à l'adoption de l'euro : celles-ci voulaient que les politiques budgétaires de relance fussent inefficaces. Les faits et la recherche empirique ont cependant démontré le contraire (voir les



Graphique 2 : Solde primaire corrigé des variations cycliques, en % du PIB potentiel.  
Source : OCDE.

chapitres récents consacrés à l'effet multiplicateur dans Marimon et Cooley, 2018).

## La politique monétaire

En ne résolvant ni les écarts de croissance ni les dérives des dettes publiques consécutifs à la crise de 2008, les politiques budgétaires européennes ont obligé la BCE à réagir par des politiques non conventionnelles, en 2012. Durant l'été et suite à la contagion des difficultés financières de la Grèce à d'autres pays dits périphériques (le Portugal, l'Espagne, mais aussi l'Irlande), le président de la BCE annonce que la BCE « fera tout ce qu'il est nécessaire pour préserver l'euro » ainsi qu'un programme d'achats conditionnels des obligations publiques (ayant jusqu'à trois ans de maturité), jamais mis en œuvre jusqu'à présent. Trois ans plus tard, il annoncera la mise en œuvre, effective cette fois, d'une politique d'achats mensuels systématiques d'obligations publiques (puis privées) de toutes maturités.

Cette politique interagit donc avec le financement des politiques budgétaires, puisqu'elle a vocation à faire baisser les taux d'intérêt pesant sur les dettes publiques. Ce faisant, elle peut agir sur les comportements des gouvernements, qui peuvent être moins enclins à limiter leurs déficits publics. Ces interactions entre politiques monétaires et budgétaires interrogent le degré d'indépendance de la BCE vis-à-vis des gouvernements européens. Cela lui a d'ailleurs valu des poursuites judiciaires devant la Cour constitutionnelle allemande. À ce jour, cette Cour a toujours conclu que la BCE n'avait pas outrepassé son mandat principal (la préservation de la stabilité des prix) en appliquant sa politique non conventionnelle. Cela tend à confirmer que le principe d'indépendance juridique n'est pas irréconciliable avec la pratique d'une politique monétaire poursuivant des objectifs secondaires de nature budgétaire.

Ces interactions pourraient aussi avoir une incidence sur le partage des risques financiers entre les États membres de la zone euro. En achetant des obligations publiques sur lesquelles peuvent peser des primes de risque nationales (de liquidité et/ou de défaut), la BCE pourrait socialiser auprès de tous les États membres de la zone euro les coûts d'une crise de liquidité ou de défaut de l'un des États membres. Pour éviter tout partage des risques, la BCE procède à des achats d'obligations à due proportion de la part de chaque État membre dans le financement du capital de celle-ci. Elle acquiert donc un volume plus important de dette publique allemande que de dette publique portugaise, par exemple. En outre, elle transfère le risque auprès des banques centrales nationales des États dont elle a racheté les dettes.

Enfin, la politique monétaire ultra-accommodante menée depuis mars 2015 par la BCE, en maintenant les taux d'intérêt d'emprunt à des niveaux très bas, a des conséquences sur l'équilibre global entre épargne et investissement. La balance des comptes courants de la zone euro présente en effet un excédent important, il s'agit donc d'un excès d'épargne nationale par rapport à l'investissement. La politique de la BCE vise donc un retour à l'équilibre en

réduisant le coût de l'investissement et le rendement de l'épargne. À l'inverse, les politiques de contraction budgétaire visent à favoriser l'épargne au détriment de l'investissement. Ainsi, l'absence de coordination entre la politique monétaire de la BCE et les politiques budgétaires des États membres conduit à un équilibre sous-optimal : chaque politique a éloigné l'autre de son objectif. La mise en œuvre du plan Juncker d'investissement peut s'interpréter comme un aveu des défauts d'une politique d'austérité budgétaire en période de crise.

## Le Mécanisme européen de stabilité

Les difficultés budgétaires européennes n'ont pas eu pour seule conséquence de pousser la politique monétaire à suppléer les politiques budgétaires ; elles ont aussi fait naître une nouvelle institution de gestion de crise habilitée à accorder des prêts aux États membres de la zone euro.

Le risque de défaut de l'État grec a donné lieu, dès mai 2010, à l'élaboration d'un plan d'aide d'urgence qui a révélé l'un des défauts de la gouvernance européenne, à savoir l'absence de prêteur en dernier ressort. Pour y remédier et faire face à la persistance de la crise grecque, la zone euro s'est dotée d'un Fonds européen de stabilité financière (FESF), devenu finalement le Mécanisme européen de stabilité (MES). Celui-ci dispose d'une capacité conditionnelle d'octroi de prêts au bénéfice d'un État rencontrant des difficultés financières. Un prêt peut être accordé par le MES sous réserve qu'il s'accompagne d'un prêt du FMI ou que les conditions de restructuration de la dette aient été préalablement définies.

Le MES incarne désormais le principe de solidarité énoncé dans le traité sur l'Union européenne. Il permet la coordination *a posteriori* des politiques économiques, mais n'est pas doté de compétences spécifiques en vue de prévenir les crises. En ce sens, le MES n'est pas assimilable à un Fonds monétaire international dédié aux pays européens. Il ne remplace donc pas le PSC, il ajoute de fait à la complexité du dispositif institutionnel européen : l'accord sur les prêts consentis dans le cadre du MES implique la Commission européenne, l'Eurogroupe, le Conseil et, parfois, les parlements nationaux. Ce mode de coordination *ex post* est donc lent à émerger et à produire ses effets.

La couverture assurantielle, même imparfaite, que représente le MES a aussi exacerbé le risque moral, c'est-à-dire la sous-estimation systématique du risque par les agents assurés (Wyplosz, 2017). Des défauts de coordination peuvent ainsi apparaître entre prêteurs et emprunteurs, les premiers n'étant pas assez vigilants sur la qualité des emprunteurs et les seconds estimant que les coûts de leur prise de risque ne leur seront pas intégralement affectés. La sous-estimation des risques de défaut provoque des endettements massifs et concourt à générer des crises auto-réalisatrices en cas de retournement des anticipations ou d'une perte soudaine de confiance.

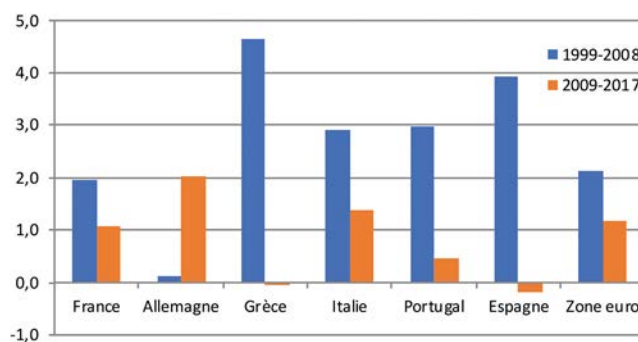
## Les réformes structurelles

Les conséquences de la crise de 2008 sur la zone euro ont été amplifiées par les divergences de coût du travail entre

l'Allemagne et les pays de la périphérie. Les coûts unitaires du travail – la différence entre le salaire et la productivité – ont progressé à des rythmes soutenus en Grèce, en Espagne, au Portugal et en Italie entre 1999 et 2008, tandis que les salaires progressaient au même rythme que la productivité en Allemagne (voir le Graphique 3 ci-après). Ces divergences ont conduit à des écarts de compétitivité et à des évolutions différentes des balances des comptes courants, l'Allemagne accumulant les excédents et des créances privées tandis que les pays de la périphérie accumulaient les déficits et des dettes privées.

Cependant, l'Allemagne présente depuis 2008 la plus forte progression du coût unitaire du travail, tandis que les pays périphériques, l'Espagne et la Grèce en tête, l'ont fortement réduite. La meilleure coordination des politiques salariales entre les États membres de la zone euro, par rapport au critère de productivité, a contribué à atténuer à la fois les déséquilibres du marché du travail et les divergences constatées.

Cette coordination a cependant reposé sur des dévaluations salariales dans les pays de la périphérie avec des effets importants sur la croissance économique de ces pays. Les coûts sociaux et économiques des réformes structurelles n'ont pas aidé la zone euro à sortir rapidement de la crise. À l'avenir, l'augmentation de l'excédent de la balance des comptes courants de la zone euro à laquelle contribuent tous les États membres, exception faite de la France, fera peser un risque d'appréciation de l'euro sur les marchés de change. Cela conduira, toutes choses égales par ailleurs, à réduire la compétitivité-prix des entreprises européennes. Ce risque sera de plus en plus important au gré du changement d'orientation par la BCE de sa politique actuelle ultra-accommodante.



Graphique 3 : Taux de croissance annuel moyen (par sous-période) du coût unitaire du travail (en %).  
Source : OCDE.

## Améliorer la gouvernance économique européenne

La gestion de la sortie de crise est passée par plusieurs phases : des erreurs dans la gestion coordonnée des politiques budgétaires ; un manque de coordination avec la BCE qui s'est trouvée obligée de suppléer les politiques budgétaires des États membres de la zone euro ; la mise en œuvre d'une institution de gestion de crise qui n'a pas

résolu la question du risque moral dans la perception qu'en ont les États membres de la zone euro ; et une coordination dans la mise en œuvre des réformes structurelles qui a certes amélioré les balances de comptes courants, mais a aussi pesé sur la croissance immédiate.

L'impression d'improvisation dont témoigne cette gestion de crise ne doit pas se reproduire. Compte tenu des niveaux actuels de dettes publiques et privées bien plus élevés qu'avant 2008, une nouvelle crise financière serait dévastatrice, à moins que la réponse susceptible d'y être apportée se révèle adaptée en termes de durée et d'instruments mobilisés. Les politiques économiques mises en œuvre doivent en effet atténuer la crise au plus vite et, surtout, ne pas contribuer à l'intensifier.

Pour ce faire, les politiques budgétaires doivent pouvoir être pleinement contra-cycliques grâce au jeu des stabilisateurs automatiques : les déficits doivent pouvoir augmenter pendant toute la durée de la crise et diminuer une fois celle-ci achevée. D'après la Commission européenne (2018), la capacité des stabilisateurs automatiques à atténuer les évolutions cycliques est très hétérogène entre les États membres de l'Union européenne, elle est donc loin d'être parfaite. Il faut donc sans attendre investir dans les stabilisateurs automatiques pour améliorer leurs performances. Cela signifie d'aller au-delà de l'adoption d'une règle de dépenses publiques corrigées des effets des stabilisateurs automatiques, comme le préconisent Bénassy-Quéré *et al.* (2018) ; il faut aussi renforcer les effets des stabilisateurs automatiques grâce à une progressivité accrue de la fiscalité et à une plus grande générosité en matière de dépenses d'indemnisation-chômage (Creel, 2018).

Il faut aussi améliorer les conditions de la coordination entre politique monétaire, d'un côté, et politiques budgétaires, de l'autre. Ces deux types de politique doivent aller dans le même sens, celui de la stabilisation des économies en crise. Il faut tirer définitivement les leçons des

effets négatifs d'une austérité budgétaire généralisée et trop précoce (intervenue avant que la crise ait pris fin), et dégager des marges de manœuvre pour faire face à la survenue d'une autre crise majeure.

Il reste que la prévention des crises est la priorité. Elle doit passer par une meilleure adéquation entre l'épargne et l'investissement. Dans une Union européenne où prédominent les financements bancaires, cela passe par la solidité et la résilience du système bancaire. La confiance des ménages et des entreprises non financières dans les banques ne doit donc pas être un élément à négliger. Cela justifie l'adoption complète de l'Union bancaire, c'est-à-dire du mécanisme européen de garanties des dépôts. Pour cela, l'instauration d'une étape supplémentaire dans la coordination des États membres de la zone euro est donc nécessaire.

## Bibliographie

BÉNASSY-QUÉRÉ A. *et al.* (2018), "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", *CEPR Policy Insight* 91.

BLANCHARD O. & LEIGH D. (2013), "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *The American Economic Review* 103(3), pp. 117-120.

Commission européenne (2018), *Report on Public Finances in EMU 2017*, European Economy, Institutional Paper 069, January.

CREEL J. (2018), "Convergence in EMU: What and How?", *In-Depth Analysis*, ECON Committee, European Parliament, June.

MARIMON R. & COOLEY T. (2018), *The EMU after the Euro Crisis: Lessons and Possibilities – Findings and proposals from the Horizon 2020 ADEMU project*, VoxEU.org eBook.

WYPLOSZ C. (2017), "A European Monetary Fund?", *In-Depth Analysis*, European Parliament.

# Le macroprudentiel, un élément de plus dans l'arsenal de la politique macroéconomique de la zone euro

Par Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ

École d'économie de Paris, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Suite à la crise financière mondiale de 2008 et, plus encore, à la crise de la zone euro, plusieurs innovations ont été introduites dans l'architecture des politiques économiques en Europe, notamment les politiques macroprudentielles et la procédure pour déséquilibres macroéconomiques. Cependant, l'articulation des différents dispositifs de coordination et de surveillance n'est pas optimale. Chacun des dispositifs devrait être clarifié en précisant son objectif, ses instruments, son horizon, son indicateur synthétique et l'institution en charge de la surveillance.

## La politique macroéconomique en zone euro avant la crise

L'architecture de politique macroéconomique mise en place à Maastricht était simple. La Banque centrale européenne (BCE) était en charge de maintenir la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro et d'assurer la liquidité du système bancaire européen. Les gouvernements nationaux avaient la responsabilité de répondre, à travers leurs politiques budgétaires, à des chocs nationaux spécifiques et de maintenir, par la surveillance micro-prudentielle, la solvabilité de leurs systèmes bancaires. Le traité prévoyait bien que « les États membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonnent au sein du Conseil » (article 99, correspondant aujourd'hui à l'article 121 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne), avec à la clé de « grandes orientations de la politique économique ». Cette coordination des politiques économiques était néanmoins secondaire, celle-ci ne s'accompagnant d'aucun mécanisme contraignant.

L'architecture maastrichtienne traduisait une sous-estimation massive des externalités financières, à la fois entre pays et entre branches de la politique macroéconomique. La crise financière mondiale puis la crise financière européenne ont montré que l'instabilité financière dans un pays peut rapidement s'étendre à d'autres pays. Par ailleurs, ces deux crises ont remis en cause les principes de séparation entre politiques monétaires, budgétaires et micro-prudentielles. Ainsi :

- La crise a donné une nouvelle jeunesse au vieux concept de *policy mix* – combinaison de la politique monétaire avec la politique budgétaire. Lorsque les taux d'intérêt

sont à zéro, la politique budgétaire doit prendre le relais et son multiplicateur est plus élevé qu'en temps normal (voir, par exemple, Christiano *et al.*, 2011).

- La crise a aussi mis en danger le principe de dominance monétaire, selon lequel la banque centrale ne doit pas se trouver dans une situation où elle n'aurait pas d'autre choix que de monétiser les déficits budgétaires. Dans certains pays européens, l'exposition massive des banques au risque souverain national a mis la banque centrale face à un dilemme : respecter ce principe au risque de déclencher une crise bancaire, certains établissements se trouvant à court de collatéral de bonne qualité pour obtenir de la liquidité auprès de la banque centrale (voir Bénassy-Quéré *et al.*, 2018) ; ou bien, fermer les yeux sur le risque souverain et continuer à refinancer les banques en transférant au bilan de la banque centrale des obligations souveraines risquées.
- La crise a montré que la banque centrale ne pouvait pas se désintéresser de la surveillance micro-prudentielle, non seulement pour préserver son rôle de prêteur en dernier ressort, mais aussi parce qu'un système bancaire en crise est incapable de transmettre les impulsions de politique monétaire nécessaires (voir, par exemple, Draghi, 2017).

Par ailleurs, la crise a montré les insuffisances, voire les effets pervers de la surveillance micro-prudentielle. Outre des exigences en capital insuffisantes et des superviseurs se retrouvant bien souvent captifs des intérêts du secteur, l'approche institution par institution s'est révélée inopérante lorsque les risques se sont concrétisés et que les expositions croisées ont soudainement été révélées. De manière plus générale, la surveillance micro-prudentielle s'avère peu contraignante quand tout va bien et fortement pro-cyclique lorsque tout va mal.



## Le remodelage des politiques au travers du prisme nouveau du macroprudentiel

La crise a donné lieu à un remodelage des politiques macroéconomiques en zone euro, selon trois lignes principales :

- Un élargissement de la surveillance des États membres aux politiques macroéconomiques autres que la politique budgétaire, à travers la procédure pour déséquilibres macroéconomiques (PDM, voir l'Encadré de la page suivante).
- Un renforcement des exigences réglementaires et de la surveillance micro-prudentielle, avec le transfert à un Mécanisme de supervision unique (logé à la BCE) de la surveillance directe des plus grands établissements financiers.
- La mise en place d'une politique macroprudentielle, dont le mandat explicite est d'assurer la stabilité financière, et dotée, pour ce faire, d'instruments spécifiques.

D'un point de vue théorique, l'introduction d'une politique macroprudentielle dotée d'instruments spécifiques (coussins contra-cycliques, restrictions sur le marché du crédit immobilier) est de nature à résoudre les problèmes liés à l'excès d'objectifs de politique économique par rapport au nombre limité des instruments (Tinbergen, 1952). Ainsi, dans une situation d'emballement du crédit et de faible inflation des prix à la consommation, la banque centrale pourra conserver des taux d'intérêt bas, tandis que les autorités macroprudentielles resserreront les contraintes pesant sur le crédit bancaire.

Même si l'on manque de recul, les travaux existants mettent en évidence une certaine efficacité des instruments macroprudentiels sur la croissance du crédit, la dynamique des prix de l'immobilier et la résilience des banques (voir Benani *et al.*, 2017). Néanmoins, il est possible que les instruments macroprudentiels ne soient pas suffisants pour que les objectifs de stabilité financière puissent être atteints sans faire appel à la politique monétaire.

La seconde difficulté tient à l'insertion de la politique macroprudentielle dans le dispositif de surveillance macroéconomique. Pour des raisons compréhensibles (indépendance, accès à des informations détaillées sur les institutions financières), la politique macroprudentielle a été confiée aux banques centrales ou à des autorités dans lesquelles les banques centrales tiennent un rôle prépondérant<sup>(1)</sup>. Par ailleurs, ces autorités sont coordonnées par la BCE qui a le pouvoir d'imposer des politiques plus restrictives que celles décidées par les autorités nationales.

Or, la PDM, qui vise, elle aussi, à prévenir les déséquilibres pouvant mener à des crises financières, est gérée de manière disjointe par la Commission européenne, dans le cadre du semestre européen. Il en résulte une certaine confusion dans l'allocation des objectifs et des instruments entre les différentes institutions et, par voie de conséquence, entre les processus de surveillance.

## Clarifier les objectifs et les instruments

La surveillance des politiques économiques en zone euro repose schématiquement sur quatre piliers : le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), la Procédure pour déséquilibres macroéconomiques (PDM), la stratégie intégrée Europe 2020<sup>(2)</sup> et la coordination, par la BCE, des politiques macroprudentielles. Les trois premiers dispositifs, gérés par la Commission européenne, se recoupent en partie (voir le Graphique 2 de la page suivante). Ainsi les recommandations par pays formulées au titre de la PDM reprennent-elles les éléments relatifs au PSC, tandis qu'une même recommandation structurelle peut apparaître au titre de la PDM pour un pays jugé en déséquilibre excessif, et au titre de la stratégie Europe 2020 pour un autre État membre (voir Bénassy-Quéré, 2017).

Il existe deux types de recommandations de politique économique : l'un concerne les politiques « à la marge » (augmenter l'investissement public, réduire tel ou tel prélèvement obligatoire, limiter la hausse du salaire minimum) ; l'autre est d'ordre structurel (réformer l'éducation, la justice, les politiques d'innovation, les politiques actives du marché du travail, etc.). Il est rare qu'un déséquilibre financier puisse être endigué par une politique structurelle, et ce pour deux raisons. La première est que les déséquilibres financiers tendent à s'accumuler à un rythme plus rapide que celui des réformes structurelles. La seconde est que les réformes structurelles ont un impact le plus souvent incertain ou lent sur les déséquilibres financiers : quel est l'impact d'un marché du travail plus flexible ou moins dual sur l'endettement des agents privés ? Quel est l'effet d'une réforme de la formation professionnelle, de la justice, du marché des services ? Les seules réformes structurelles ayant un impact direct sur les déséquilibres financiers touchent au secteur de la finance : dérégulation ou re-régulation dans les banques et autres acteurs financiers, mesures de restriction sur le marché immobilier pouvant affecter rapidement l'endettement des agents privés. Même dans ce cas, certains instruments peuvent être maniés à la marge, comme les coussins contra-cycliques de capital ou les limites affectant les ratios d'endettement (ou de remboursement) par rapport au revenu.

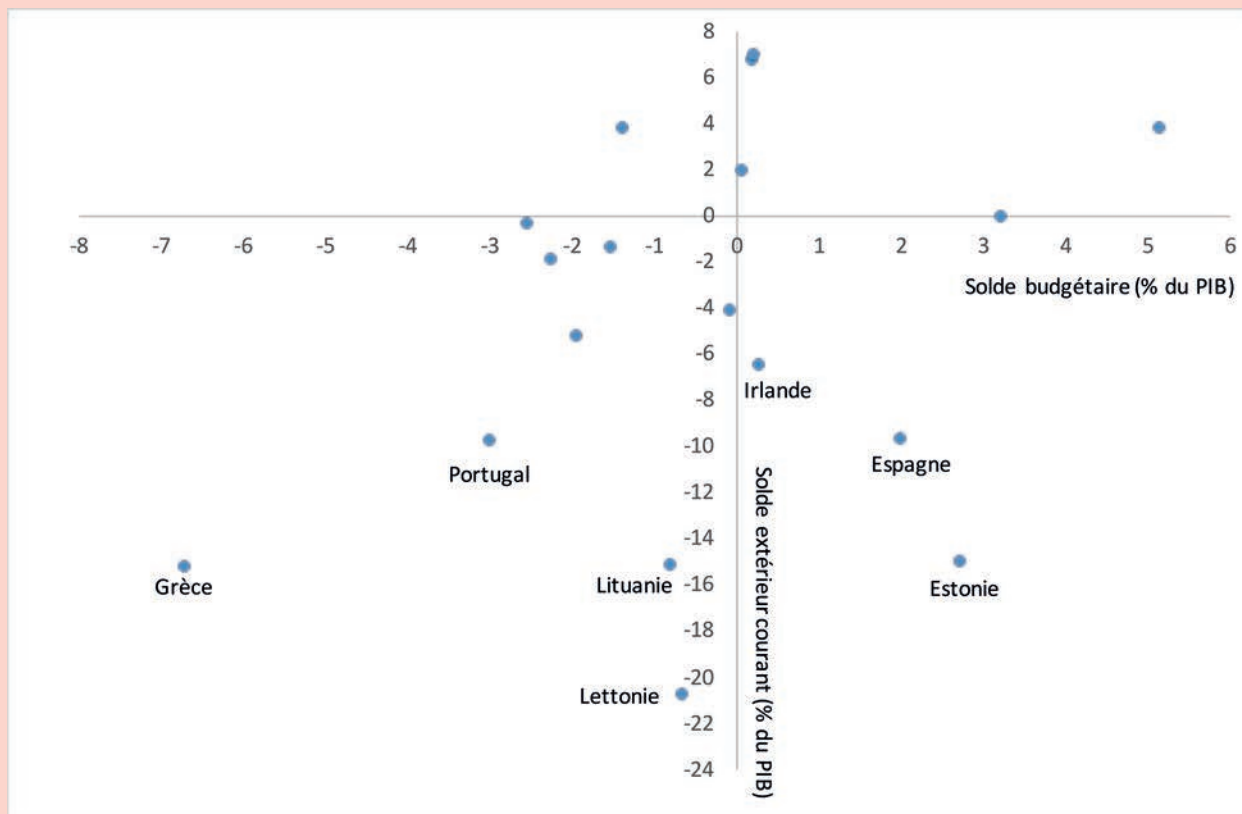
Pour maîtriser les risques financiers à court-moyen terme (l'horizon de la PDM), mieux vaut se reposer sur des instruments que l'on peut manier à la marge. Le problème est

(1) Selon le Conseil européen du risque systémique (2018), la politique macroprudentielle est, dans la plupart des États membres, menée par la banque centrale nationale ou par une autorité inter-institutionnelle dans laquelle la banque centrale nationale joue un rôle prépondérant. En France, le Haut Conseil de stabilité financière est présidé par le ministre de l'Économie et des Finances, mais le Gouverneur de la Banque de France est le seul à pouvoir proposer une mesure contraignante (Code monétaire et financier, article L. 631-2-1).

(2) Le programme européen en faveur de la croissance, lequel est assis sur un certain nombre d'objectifs comme l'investissement en R&D, la transition énergétique ou l'éducation. Son suivi est réalisé, dans le cadre du semestre européen, pays par pays, avec des recommandations adressées à chacun d'eux.

## La Procédure pour déséquilibres macroéconomiques

À la veille de la crise financière mondiale de 2008, parmi les dix-neuf pays de l'actuelle zone euro, seule la Grèce affichait un solde budgétaire supérieur à 3 % de son PIB<sup>(3)</sup>. Cependant, tous les pays qui allaient être gravement touchés par une crise de financement souffraient de déficits extérieurs courants supérieurs à 6 % du PIB (voir le Graphique 1 ci-dessous). Ces déficits traduisaient une hausse rapide de l'endettement non pas dans le secteur public, mais dans le secteur privé, en particulier dans les banques.



Graphique 1 : Solde budgétaire et solde extérieur courant de dix-neuf pays européens en 2007.

Source : Commission européenne, base Ameco.

Constatant que le respect, par les États membres de la zone euro, du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) n'était aucunement une protection contre les crises, les partenaires européens ont, à l'occasion du *six pack*<sup>(4)</sup>, introduit une Procédure pour déséquilibres macroéconomiques (PDM) destinée à permettre une surveillance des déséquilibres autres que ceux du secteur public. Incorporée au « semestre européen », la procédure démarre en fin d'année N-1 par la publication, par la Commission européenne, d'un « rapport sur le mécanisme d'alerte » qui, à partir d'une batterie d'indicateurs réunis dans un tableau de bord, désigne, le cas échéant, les pays susceptibles de présenter des déséquilibres. Au printemps de l'année N, la Commission publie alors un rapport approfondi sur chacun des pays concernés qu'elle classe en quatre catégories (initialement cinq) : « pas de déséquilibre », « déséquilibres », « déséquilibres excessifs », ou « déséquilibres excessifs nécessitant une action correctrice ». Cette dernière catégorie peut entraîner des sanctions.

(3) Et encore, le niveau réel de ce solde n'était pas connu à l'époque en raison de problèmes statistiques qui ne seront révélés qu'à la fin de 2009.

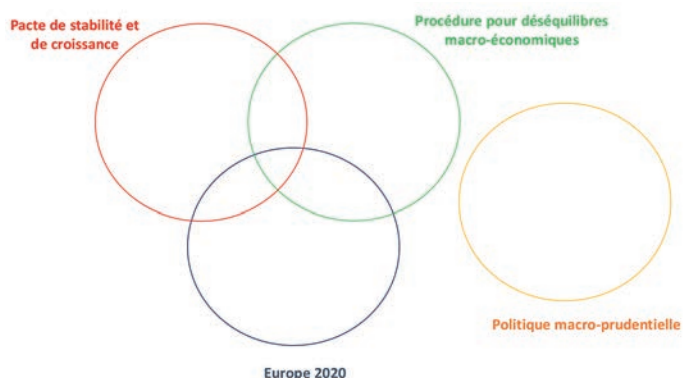
(4) « Paquet législatif » se composant de cinq règlements et d'une directive adoptés en octobre 2011.

qu'une partie des instruments disponibles « à la marge » se situent dans la sphère macroprudentielle, l'autre partie dans celle de la PDM. Or, ce sont là deux processus distincts.

Il résulte de cette architecture à la fois une certaine inefficacité dans la gestion des risques et une opacité pour les décideurs publics. L'opacité est encore accentuée par la masse des indicateurs à la base de la classification des pays en fonction du déséquilibre (éventuellement excessif) qu'ils présentent, et par le lien ténu existant entre ces indicateurs et les recommandations de politique économique (Bénassy-Quéré, 2015 ; Cour des comptes de l'Union européenne, 2018). De fait, l'adhésion des États membres semble limitée si l'on en juge par le faible taux de mise en œuvre des recommandations formulées par pays (Darvas et Leandro, 2015 ; Efstathiou et Wolff, 2018).

La surveillance des politiques macroéconomiques en Europe gagnerait à être clarifiée en fonction des objectifs, des instruments et des horizons temporels (voir le Tableau 1 ci-après).

Comme nous l'avons vu plus haut, l'objectif du PSC est la discipline budgétaire. La PDM, introduite en 2011, devait fournir un complément au PSC afin d'éviter l'accumulation des risques ailleurs que dans le secteur public : endettement des entreprises, des ménages, des banques, bulles immobilières, dérive des coûts du travail, etc. Il s'agit d'un objectif de court-moyen terme qui prend les institutions de chaque pays comme données. Les instruments sont principalement la fixation du salaire minimum et des rémunérations des fonctionnaires, les politiques fiscales, mais aussi les politiques macroprudentielles. Afin de mieux articuler ces deux dispositifs – PDM et surveillance macroprudentielle –, il serait donc souhaitable de les définir non seulement au travers de leurs instruments (qui sont *de facto* distincts), mais aussi de l'horizon de la surveillance (annuel pour la PDM, trimestriel pour la politique



Graphique 2 : Quatre dispositifs de coordination dont certains se chevauchent.

macroprudentielle) et par un indicateur synthétique permettant de mieux attirer l'attention, par exemple le solde extérieur courant pour la PDM et l'écart de Bâle pour la politique macroprudentielle<sup>(5)</sup>. Il ne s'agit pas de limiter la surveillance à un seul indicateur, mais plutôt de mettre en avant un indicateur facile à comprendre et à expliquer au grand public, l'analyse de détail relevant du jugement d'experts. On peut ici prendre exemple sur le PSC, dont un seul indicateur – le solde financier des administrations publiques – est véritablement connu du grand public, ce qui n'empêche pas la Commission européenne de surveiller le solde primaire, le solde structurel et la dette, et de procéder à toutes sortes d'ajustements avant de livrer son diagnostic. De même, la surveillance macroprudentielle procède de manière hiérarchique, en commençant

(5) L'écart de Bâle est l'écart du ratio crédit/PIB par rapport à une tendance non linéaire de long terme. Si cet indicateur est sujet à débats dans la littérature, c'est la variable privilégiée par la surveillance macroprudentielle en Europe.

	Objectif(s)	Instruments	Horizon	Indicateur synthétique	Institution en charge
<b>Pacte de stabilité</b>	Discipline budgétaire	Politique budgétaire	Annuel	Solde budgétaire	Commission européenne
<b>Procédure pour déséquilibres macro-économiques</b>	Stabilité macro-économique	Salaire min., politiques fiscales...	Annuel	Solde extérieur courant	Commission européenne
<b>Surveillance des politiques macro-prudentielles</b>	Stabilité financière	Coussins contra-cycliques...	Trimestriel	Écart de Bâle	Banque centrale européenne
<b>Stratégie Europe 2020</b>	Croissance, plein-emploi, environnement...	Réformes structurelles	Pluri-annuel	Croissance	Commission européenne

Tableau 1 : Vers une clarification des dispositifs de surveillance.

par l'examen de l'écart de Bâle avant de s'intéresser à d'autres indicateurs relatifs au crédit, à l'endettement ou aux prix d'actifs.

Une fois chaque procédure ainsi définie à travers son objet, son horizon, ses instruments et son indicateur synthétique, il faudra trouver la manière de faire dialoguer PDM et politiques macroprudentielles sans les alourdir. Les autorités macroprudentielles nationales se réunissant chaque trimestre alors que la PDM est annuelle, ce serait à elles de rendre compte de leurs analyses et de leur action à la Commission européenne, au début du semestre européen.

La stratégie de croissance de l'Union européenne vise le plein-emploi et la croissance de la productivité, deux objectifs de long terme. Cette stratégie peut donner lieu à une surveillance annuelle, mais les résultats d'une réforme scolaire ou judiciaire ne peuvent être attendus avant plusieurs années. Essayer de résoudre des déséquilibres de moyen terme en recourant à des réformes de long terme est dangereux. Certes, l'absence de croissance dans un pays très endetté ou bien la persistance d'un chômage élevé, notamment chez les jeunes, font peser un risque systémique dans l'ensemble de la zone euro. Ce n'est pourtant pas une raison suffisante pour mettre les réformes structurelles à l'agenda de la PDM, laquelle, surchargée d'objectifs, devient peu lisible et, *in fine*, peu efficace. Mieux vaudrait définir une gouvernance spécifique pour les sujets structurels, avec des objectifs sur plusieurs années et des points d'étape vérifiables par la Commission européenne. Ces étapes intermédiaires autoriseraient par exemple à expérimenter des dispositifs avant de les généraliser. Elles permettraient aussi de décomposer les réformes ambitieuses. Cela n'empêcherait pas pour autant de rendre compte des avancées, chaque année, à l'occasion des recommandations spécifiques faites à chaque pays. Mais l'on serait clairement sur des calendriers différents, avec des blocs de réforme évalués sur des fenêtres pluri-annuelles<sup>(6)</sup>.

## Conclusion

La crise économique a mis au jour des défauts dans l'architecture de la surveillance macroéconomique au sein de la zone euro. Une surveillance complémentaire a alors été mise en place, mais son efficacité est aujourd'hui limitée à la fois par l'aspect « attrape-tout » de la procédure pour déséquilibres macroéconomiques et par son insuffisante coordination avec les dispositifs de surveillance macroprudentielle. Ces défauts ne sont pas rédhibitoires ; ils peuvent être corrigés sans qu'il y ait besoin de changer le traité ni de dépenser des ressources supplémentaires. Cependant, ces dispositifs attirent peu l'attention, du fait justement de leur complexité, ce qui les réserve à un cercle restreint d'experts et de bureaucrates.

## Références

- BENANI T., CLERC L., COUDERT V., DUJARDIN M. & IDIER J. (2017), *Politique macroprudentielle – Prévenir le risque systémique et assurer la stabilité financière*, Pearson.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. (2015), “Economic policy coordination in the euro area under the European Semester”, Report for the European Parliament (ECON), PE 542.676, November.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. (2017), “Making the European semester more efficient”, in “Investment and Growth in Advanced Economies”, Conference proceedings, ECN Forum on Central Banking, Sintra, 26-28 June, pp. 325-332.
- CHRISTIANO L., EICHENBAUM M. & REBELO S. (2011), “When is the Government Spending Multiplier Large?”, *Journal of Political Economy* 119(1), pp. 78-121.
- Commission européenne (2018), « Un budget moderne pour une Union qui protège, qui donne les moyens d'agir et qui défend », COM(2018) 321 final.
- Conseil européen du risque systémique (2018), “A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2017”, avril.
- Cour des comptes de l'Union européenne (2018), “Macroeconomic Imbalance Procedure: Well-designed but not implemented effectively”, Rapport spécial 03/2018.
- DARVAS Z. & LEANDRO A. (2015), “The limitations of policy coordination in the euro area under the European Semester”, Bruegel Policy Contribution, November 12.
- DRAGHI M. (2017), “The interaction between monetary policy and financial stability in the euro area”, Keynote speech at the First Conference on Financial Stability organised by the Banco de España and Centro de Estudios Monetarios y Financieros, Madrid, 24 May.
- EFSTATHIOU K. & WOLFF G. (2018), “Is the European semester effective and useful?”, *Bruegel Policy Contribution*, June 13.
- TINBERGEN J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland Pub. Co.

(6) Notons qu'une telle évolution serait cohérente avec le fléchage d'une partie des fonds du budget européen vers l'accompagnement des réformes structurelles (voir la proposition de la Commission européenne, 2018).

# L'Union des marchés de capitaux : une mise en perspective

Par Christian de BOISSIEU

Professeur émérite à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne

L'Union des marchés de capitaux (UMC) constitue, avec l'Union bancaire, l'un des programmes majeurs de l'Europe financière. Elle vise à doper l'investissement, la croissance et l'emploi, grâce à une meilleure efficacité et à une intégration accrue des marchés financiers européens. L'objet de cet article est d'analyser les objectifs de l'UMC, ses voies et moyens, avant d'évoquer les défis à surmonter afin de réaliser cet ambitieux projet.

C'est en septembre 2015 que la Commission européenne, après quelques travaux préparatoires, a publié le plan d'action sur l'Union des marchés de capitaux (UMC, CMU en anglais). L'objectif affiché a été, dès le départ, ambitieux et clair : « renforcer l'économie européenne et stimuler l'investissement pour créer des emplois ». Depuis, ce plan d'action a été complété et décliné par grands thèmes, à de nombreuses reprises.

L'UMC n'est pas tout à fait le complément de l'Union bancaire (UB), qui a démarré en novembre 2014 avec la mise en œuvre du Pilier 1 (la supervision des banques à l'échelle européenne), puis s'est enrichie, à partir de janvier 2016, avec la mise en place du Pilier 2 (la résolution des banques à l'échelle européenne). Ce n'est pas son complément parce que les aires de référence des deux programmes ne se recouvrent pas : puisque l'UMC concerne l'UE, alors que l'UB s'adresse aux pays de la zone euro. Il a été cependant dit que l'UB était aussi ouverte, s'ils le souhaitent, aux pays de l'UE hors euro. Certains d'entre eux ont paru manifester de l'intérêt, mais cela n'est guère allé plus loin. En pratique, on imagine difficilement de participer à l'UB sans être dans l'euro.

Le plan d'action de l'UMC a donc été publié neuf mois avant le vote du Brexit. Il faut bien garder en tête – et nous y reviendrons – que le projet a été conçu sous l'hypothèse que le Royaume-Uni et la City seraient pleinement parties prenantes à l'opération ; il faut aujourd'hui recalibrer les objectifs et les voies et moyens de l'UMC dès lors que l'on se trouve dans l'hypothèse contraire.

Après avoir rappelé les objectifs principaux de l'UMC, nous évoquerons la multiplicité et la diversité des voies avancées pour atteindre ces objectifs, mais aussi les défis à relever et les retards dans sa mise en œuvre.

## Des objectifs pertinents et ambitieux

### Une réponse au contexte économique européen

Jusqu'à une période récente, les défis économiques et

sociaux majeurs de l'Europe ont été l'insuffisance de la croissance et le chômage de masse. Malgré une reprise plus forte qu'attendu, le constat reste en grande partie pertinent en 2018. Car la croissance potentielle, ancre autour de laquelle fluctue la croissance effective, reste modique et les projections pour l'avenir ne sont pas vraiment brillantes. En France comme en Allemagne, comme pour la moyenne de la zone euro, la croissance potentielle est estimée entre 1 et 1,5 % par an (les estimations dépendent non seulement des pays, mais aussi des modèles utilisés pour chaque pays). En Allemagne, la démographie pèse sur la croissance potentielle, malgré l'immigration de ces dernières années. En France, notre croissance potentielle est handicapée par notre sous-compétitivité et par certaines rigidités (en voie d'atténuation avec les réformes structurelles mises en œuvre depuis 2017) du marché du travail.

L'UMC peut contribuer à relever la croissance potentielle en Europe, et par là même la croissance effective et l'emploi. C'est un projet qui vise à mettre la finance au service de l'économie réelle, en dopant l'investissement et l'emploi. Il ne faut pas non plus en attendre des miracles : l'UMC vient s'ajouter aux réformes structurelles dans les pays membres ; elle ne doit en aucune manière prétendre se substituer à elles.

### Renforcer l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers européens

Pour les marchés financiers, le volume traité est un argument décisif. Car les économies d'échelle se manifestent presque sans limites, permettant ainsi d'abaisser les coûts de transaction unitaires. Car la profondeur du marché conditionne aussi sa liquidité, évaluée par référence à l'activité (*turnover*) du marché secondaire, et qui, avec la crise, est devenue un déterminant essentiel des choix de portefeuille.

Or, les marchés financiers en Europe, à l'exception de la City, sont très loin des marchés américains en termes de

volumes, de profondeur et de liquidité. Cela tient en partie à leur fragmentation. L'UMC vise donc à combler une part de ce décalage, ce qui devrait avoir des conséquences sur l'attractivité de l'Europe en matière d'investissements de portefeuille, mais aussi sur la formation des taux d'intérêt. Aujourd'hui encore, la causalité va des taux longs américains vers les taux longs européens (et non l'inverse), toutes les études empiriques le confirment. Le jour où nos marchés financiers en Europe continentale pourront vraiment rivaliser avec les places financières américaines, le sens de la causalité pour les taux sera moins univoque. Derrière les volumes et la liquidité se profile la notion d'efficacité au sens de Fama : les prix sur le marché reflètent-ils instantanément et sans biais l'information disponible ? Pour la compétitivité internationale d'une place financière, son degré d'efficacité est essentiel. Dans le plan d'action de la Commission européenne sur l'UMC, il est d'ailleurs plutôt question d'« efficacité » des marchés financiers, mais, en pratique, cela fait aussi référence à l'efficacité au sens de la théorie financière.

### Approfondir l'intégration financière en Europe

La crise de la zone euro depuis 2010 a renforcé la fragmentation financière dans ce qui devrait être le marché unique des capitaux et des services financiers : augmentation considérable des *spreads* de taux (calculés par référence aux taux allemands) pour les pays « mailloons faibles » de la zone, avec des pics en 2011-2012, lorsque la Grèce a failli sortir de l'euro ; tendance accrue des investisseurs à rester sur leur marché domestique, ce qui signifie que le « biais domestique » dans les choix de portefeuille, qui existe partout, a été accentué par la crise intra-européenne.

L'UMC veut contrecarrer ces forces centrifuges en luttant contre la fragmentation, et donc, en dopant l'intégration financière dans l'UE. Cela veut dire aussi favoriser les transferts et le recyclage de l'épargne des pays et des régions à capacité de financement vers les pays et régions à déficit de financement. On présente souvent cet objectif comme des transferts de l'Europe du Nord vers le Sud de l'Europe. C'est en partie vrai, mais un peu trop simplificateur si l'on se plonge dans les statistiques de chaque pays membre... Le défi est ici plus politique que financier. On peut toujours mettre en place les bonnes institutions financières et les bons véhicules financiers pour organiser de tels transferts. Les pays à excédent d'épargne sont ceux-là mêmes qui affichent un excédent courant structurel, alors que les pays en déficit d'épargne sont aussi, par définition, en déficit courant chronique. L'Allemagne, forte d'un double excédent (extérieur et d'épargne), est-elle, politiquement et culturellement, prête à financer une partie de l'Europe du Sud, voire un pays comme la France ? Le blocage du pilier 3 de l'UB – la mise en place d'une garantie européenne des dépôts – par l'Allemagne et quelques pays qui la suivent souvent (Pays-Bas, Finlande...) permet d'en douter. Si les Allemands ne veulent plus payer pour les « autres », cela veut dire que le recyclage intra-européen de l'épargne, qu'il soit fait par des circuits privés ou par des institutions publiques, sera plus compliqué à réaliser que ne le postule le plan d'action de l'UMC.

### Accompagner le mouvement de désintermédiation

L'Europe est entrée depuis peu dans une nouvelle phase de désintermédiation des financements, après celle des années 1980-1990. Le mouvement tient aux contraintes renforcées pesant sur les financements bancaires avec le dispositif Bâle III, mais aussi à l'essor d'une nouvelle finance (finance participative ou *crowdfunding*, *fintechs* de façon générale...). Dans leurs analyses comparatives des systèmes financiers, les économistes distinguent et opposent deux modes de financement : par les banques ou par les marchés (financements désintermédiés). Pour mieux saisir la réalité, il convient aujourd'hui de considérer trois types de financement : par les banques, par les marchés ou par des fonds (*hedge funds*), des fonds d'investissement (*private equity*), des fonds monétaires, des fonds immobiliers... Certains de ces fonds sont rattachés à des banques : dans ce cas, ils relèvent des financements bancaires. Mais d'autres, indépendants des intermédiaires financiers, constituent des financements non bancaires.

L'UMC vise donc à accompagner et même à accélérer un mouvement de désintermédiation en Europe continentale qui, de toute façon, aurait eu lieu. L'essor des financements non bancaires va faire des gagnants et des perdants. Il représente ainsi un défi pour les PME, qui sont très dépendantes des financements bancaires, parce qu'elles ont moins aisément accès à des financements de marché. On comprend donc que l'UMC comporte un volet PME – nous y reviendrons plus loin –, ce qui permettra de « gérer » et de corriger un peu les conséquences spontanées de la désintermédiation.

### Promouvoir les financements à long terme

Mettre la finance au service de l'économie réelle, cela veut dire se préoccuper aussi de l'horizon temporel des financements. Sans entrer dans les détails, on s'attend à ce que Bâle III, via ses deux ratios de liquidité, réduise les financements bancaires à long terme. Le paradoxe est que nous entrons dans un monde où nous aurons de plus en plus besoin de financements longs : pour financer le développement durable, la lutte contre le changement climatique, les objectifs de la COP21, des infrastructures de toute nature... L'UMC vise à encourager de tels financements longs. Mais il ne suffit pas de le vouloir. Encore faut-il que les marchés financiers, souvent accusés de myopie, soient incités par des leviers publics appropriés (en particulier, par le levier fiscal) à allonger leur horizon de référence. Du côté des financements par les fonds, certains sont par nature de court terme (fonds monétaires, *hedge funds*...), tandis que d'autres s'inscrivent dans une perspective de moyen-long terme (par exemple, des fonds de *private equity*).

### Des axes nombreux, diversifiés et complémentaires

#### La relance de la titrisation en Europe

Sans titrisation, c'est-à-dire sans possibilité de revendre des crédits avant leur échéance sur un marché secondaire, les banques seraient beaucoup plus réticentes à accorder des crédits et, par voie de conséquence, à financer le « long terme » (habitat...). Relancer la titrisation, mécanisme qui fait la jonction entre les banques et les mar-

chés, c'est nécessaire – mais pas suffisant – pour conforter la désintermédiation tout en facilitant la gestion par les banques de leurs engagements.

Il faut, ensemble, tirer les leçons de la crise mondiale. La titrisation d'avant 2007, aux États-Unis comme ailleurs, était trop complexe, pas assez transparente ; les agences de notation ont eu tendance, de ce fait, mais aussi pour d'autres raisons, à sur-noter les véhicules de titrisation.

Tirer les leçons de la crise, cela veut dire partir sur de nouvelles bases. Dans le cadre de l'UMC, la Commission européenne promeut une titrisation STS : « simple, transparente, standardisée ». Difficile d'être en désaccord... Simplement, qui va décerner ce label STS ? On aurait pu penser à l'ESMA, le régulateur financier au niveau européen, voire aux agences de *rating*, à condition qu'elles ne renouvellent pas les erreurs d'avant 2007. Il a été décidé que ce serait l'établissement à l'origine de la titrisation qui s'auto-décernerait *ex ante* ce beau label, l'ESMA n'intervenant au mieux qu'*ex post*. On verra à l'usage ce que donnera cette formule. Disons, sans ouvrir de procès d'intention, qu'elle engendre le risque d'un réel conflit d'intérêt pour l'initiateur de la titrisation.

### Le volet PME

Dans nombre de pays européens, la croissance et l'emploi sont positivement indexés sur la santé des PME, qui, elle-même, dépend de leur capacité à se financer. L'UMC doit veiller à ce que les PME trouvent intérêt à l'essor des marchés financiers, ce qui, nous l'avons vu, n'a *a priori* rien d'évident.

Développer les financements non bancaires pour les PME suppose de surmonter des obstacles structurels pesant tant sur l'offre que sur la demande de titres. Du côté de l'offre, les responsables de PME peuvent hésiter à ouvrir même une part infime de leur capital, de peur de faire entrer « le Cheval dans Troie », autrement dit d'être confronté à des défis de gouvernement d'entreprise. L'UMC ne peut pas prétendre proposer une parade efficace. Dans tous nos pays, le seuil minimum d'ouverture du capital lors d'une introduction sur le compartiment PME (Alternext pour Euronext, etc.) a été progressivement abaissé, sans que cela se traduise par une multiplication des introductions par les PME. L'axe privilégié dans l'UMC consiste à abaisser les coûts de transaction pour les PME venant se financer en Bourse. C'est à cette fin que la directive Prospectus a été révisée, allégeant des contraintes et donc les coûts pour les entreprises candidates.

Du côté de la demande de titres, les investisseurs ne se bousculent pas pour investir dans les PME malgré les avantages fiscaux consentis (comme dans le cas de la France) : trop de risques, pas assez de transparence, pas assez de liquidité sur le marché secondaire des titres PME. Même lorsque ces titres sont accessibles *via* des supports mutualisés et bancarisés, le succès est loin d'être au rendez-vous (voir le faible appétit, en France, pour le PEA PME, malgré ses avantages fiscaux).

### Des véhicules financiers européens

Plusieurs initiatives ont été prises pour instaurer des produits d'épargne de dimension européenne.

Les fonds de capital-risque européen (EuVECA pour *European Venture Capital Funds*) ont été introduits par un règlement européen de 2013, donc avant le lancement de l'UMC. Ils visent à promouvoir le financement des sociétés non cotées auprès de clients, professionnels ou non, qui s'engagent à investir au moins 100 000 euros. Un accueil mitigé, pour diverses raisons : manque de transparence sur les risques encourus, hétérogénéité des PME cibles... Ces freins sont accentués par la dimension européenne du placement, qui accentue les obstacles déjà rencontrés au plan national. L'UMC est l'occasion d'une relance des fonds EuVECA, sur des bases un peu adaptées. L'argumentaire est identique pour les fonds EuSEF (*European Social Entrepreneurship Funds*), eux aussi lancés en 2013 et qui vont peut-être trouver dans l'UMC l'occasion d'une relance.

Les fonds européens d'investissement de long terme (en anglais, ELTIF) ont, quant à eux, un potentiel intéressant. Lancés en 2015, en étroite association avec l'UMC, ils visent à apporter des financements longs en faveur de projets d'infrastructures, de sociétés non cotées et même de PME cotées en Bourse. Aujourd'hui, les fonds ELTIF sont agréés non pas par l'ESMA, mais par le régulateur financier national. En France, l'AMF, en mai 2018, avait déjà agréé, depuis 2016, 9 véhicules ELTIF. Au plan européen, il faut saluer l'assouplissement de la directive Solvabilité II en liaison avec ce véhicule financier : désormais, la charge en fonds propres pour les compagnies d'assurance qui investiraient dans des fonds ELTIF est réduite en comparaison de la réglementation initiale.

Par ailleurs, l'Europe a décidé d'harmoniser la réglementation de la finance participative (*crowdfunding*). L'initiative doit être saluée, tant les réglementations nationales sont, jusqu'à présent, différentes et tant les plateformes de finance participative ne connaissent pas de frontières. La Commission européenne a mis en consultation en 2018 une proposition de règlement sur le financement participatif, avec l'idée d'aboutir d'ici à la fin de l'année. Les débats en Europe sur ce texte portent sur le plafond des projets financés, sur le futur rôle de l'ESMA en la matière... Les enjeux pour notre pays ne sont pas négligeables, puisque la France est le deuxième marché du financement participatif en Europe, après le Royaume-Uni.

Enfin, à l'origine même de l'UMC se trouve le projet de création d'un produit d'épargne-retraite européen. Sur cette ambitieuse entreprise, nous avons guère progressé. Il faut dire que les conditions à remplir sont exigeantes. En particulier, un tel produit n'a de sens que s'il peut s'appuyer sur une harmonisation fiscale totale, dans l'UE, le concernant. Donc, une bonne idée, mais une réalisation hautement problématique.

### Lien entre l'UMC et le plan Juncker

Catalyser le transfert de l'épargne vers les projets d'investissement afin de doper l'investissement et la croissance, telle est l'idée générale de l'UMC. Telle est également la philosophie du plan Juncker annoncé en juillet 2014, donc avant l'UMC, avec laquelle il doit désormais être articulé.

Le plan Juncker, qui devait aller jusqu'en 2018, a été prolongé jusqu'en 2020 et amplifié pour passer de 315 mil-

liards d'euros de financements publics et privés à 500 milliards au total sur la période. Il s'adosse à la BEI, en particulier au Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) pour l'essentiel géré par la BEI. Les cibles visées sont les mêmes que celles de l'UMC : il s'agit de financer des projets d'infrastructures, des PME ou ETI innovantes, la transition énergétique...

## Les défis de la mise en œuvre

### Une première évaluation de l'UMC

Au départ, l'UMC se déclinait en trente-trois actions. La Commission européenne estime que la moitié d'entre elles ont été réalisées avant la fin 2016. En juin 2017, y ont été ajoutées neuf actions prioritaires (portant sur les *fintechs*, la finance durable, les investissements transfrontières...) à propos desquelles il est trop tôt pour tenter la moindre évaluation.

Par-delà l'approche formelle qui consiste à faire le décompte de ce qui a vraiment démarré, il faut constater un retard à l'allumage sur des points essentiels. Depuis 2017, l'UMC fait du surplace, comme si les priorités des pays membres étaient ailleurs. Comment expliquer ce constat ? Plusieurs facteurs se conjuguent, sans qu'il soit aisé de les hiérarchiser : la difficulté politique (et non technique) d'achever l'UB ; le retour de la croissance dans la zone euro qui, sans être fantastique, est meilleure que prévu et qui atténue, à court terme mais certainement pas dans le long terme, l'argument d'une croissance plus forte ; les tensions internationales qui occupent et préoccupent les décideurs européens ; etc. C'est justement la teneur du contexte international – tout particulièrement les décisions unilatérales de Donald Trump et l'extraterritorialité des règles américaines – qui devrait inciter l'Europe à aller de l'avant, à parachever l'UB et à concrétiser l'UMC.

### Un contexte macrofinancier probablement moins favorable

L'UMC a été conçue dans un contexte où la Réserve fédérale américaine était en train de mettre un terme à sa politique non conventionnelle. Il va falloir la faire vivre dans une configuration différente des taux d'intérêt : la Fed a déjà remonté à plusieurs reprises ses taux directeurs, dans un mouvement inachevé à la date de mai 2018, et la BCE va probablement commencer à resserrer sa politique à compter de la fin de 2018 ou du début de 2019. Par ailleurs, le programme de relance budgétaire et fiscale de Donald Trump, en creusant le déficit budgétaire fédéral et en augmentant l'inflation, va renforcer la montée, déjà bien entamée, des taux longs américains. Si tel est le cas, les taux longs européens connaîtront également une hausse, même si elle pourra être partiellement amortie par la bonne tenue de l'euro. D'où la nécessité pour la BCE, les régulateurs et tous les professionnels des marchés de se préparer aux conséquences financières de la « normalisation » des taux. La liquidité va devenir encore plus déterminante pour la résilience des marchés obligataires face à la montée des taux longs. Un tel argument ne doit pas décourager les acteurs de l'UMC. Il doit les inciter à tenir compte du contexte macrofinancier prévisible pour les années à venir afin de calibrer, en conséquence, les objectifs et les voies et moyens du projet majeur qu'est l'UMC.

### L'UMC sans la City

Avec le Brexit, le Royaume-Uni va perdre le passeport européen de manière générale, mais avec des implications spécialement fortes dans le domaine bancaire et financier. Devenu « pays tiers », il devra négocier « l'équivalence » avec l'UE à vingt-sept, la négociation en cours consistant à savoir s'il s'agira d'une équivalence globale (*l'enhanced equivalence* demandée par la partie britannique) ou bien d'une équivalence au cas par cas (activité par activité), position défendue par Michel Barnier au nom de l'UE à vingt-sept.

Dans tous les cas de figure, la perte assurée du passeport européen alimente déjà un mouvement de relocalisation d'activités de Londres vers l'Europe continentale. Cela pourrait être en principe favorable aux ambitions de l'UMC, à deux nuances significatives près. En premier lieu, la sortie de Londres de l'UMC va faire perdre au projet le volume d'activité, l'expertise et les talents de la City. En second lieu, les places d'Europe continentale ont tout intérêt à jouer la carte de la coopération entre elles plutôt que celle de l'affrontement. Or, aujourd'hui, c'est ce dernier scénario qui prédomine si l'on considère la concurrence à outrance entre Euronext et la DTB allemande, ou bien la bataille des places financières à propos de la possible ou plutôt de la probable relocalisation sur le continent des CCP (chambres de compensation) en euros actuellement à Londres. L'équilibre à trouver entre concurrence et coopération entre les places financières hors Londres (Francfort, Paris, Luxembourg, Dublin...) va être crucial pour fixer les vraies ambitions de l'UMC.

### Quel rôle pour l'ESMA ?

Il doit exister un parallélisme fort entre l'intégration des marchés et l'organisation de la supervision. La contrepartie logique de l'UMC, c'est un élargissement des compétences et des moyens de l'ESMA. La tendance n'a d'ailleurs pas attendu l'UMC, puisque beaucoup de compétences ont été graduellement transférées au régulateur financier européen : agrément et surveillance des agences de notation, agrément des TR (*trade repositories*), multiplication des *guidelines* concernant la mise en œuvre des directives et règlements européens, etc. La logique de l'UMC pousse à accélérer les transferts de compétences des régulateurs-superviseurs nationaux vers l'ESMA : pour les CCP, les fonds européens (EuVCA, ELTIF...), les plateformes de finance participative transnationales... En mai 2018, le Parlement européen a adopté une résolution organisant le contrôle de l'ESMA sur les CCP en euros de Londres, après le Brexit. À suivre de près : pour voir si cette proposition se concrétisera.

Au nom de leur souveraineté nationale ou plus exactement de ce qu'il leur en reste, certains pays membres, et non des moindres, freinent lesdits transferts vers le régulateur européen, au risque de verser dans certaines incohérences. Ou bien – scénario le plus favorable et pour lequel il faut se battre – les Européens croient encore à l'UMC, et se donnent donc les moyens de la réaliser en acceptant les implications institutionnelles et politiques. Ou bien, avec un supplément de hésitations, voire de l'impuissance de l'UE, ils déclarent forfait. L'entre-deux n'est pas une option, et l'ambiguïté n'est ici, dans la durée, en aucune manière constructive.



# Post-crisis Regulation of Asset Management

By Luca ENRIQUES

Oxford

and Gerard HERTIG

ETH Zurich

While asset managers' behavior has not been among the root causes of the financial crisis, their industry's size and structure have generated financial stability concerns among policymakers. Global regulatory bodies nowadays agree that asset management activities are "systemically important". On the other hand, the growth in retail activities has prompted regulatory and self-regulatory bodies to enact new rules relating to conduct of business, advice and best execution. Our essay briefly reviews global reforms affecting the asset management industry, focusing first on systemic interventions and then discussing investor protection reforms. To conclude, it addresses some emerging issues that we expect to be on policymakers' agenda in the future.

**A**sset management is the business of selecting and managing assets acquired using investors' funds. More precisely, to distinguish this activity from other financial services and from the activity of managers of industrial firms, we focus here on asset management services provided through the channeling of investors' funds into dedicated entities that are in turn set up and controlled by a distinct financial services firms specializing in such services (Morley, 2014). In short, asset managers are 'special' in that they tend to separate their investment holdings from their management structure in a way that is functional to investors' interests.

That leaves us with mutual fund managers, private equity firms, and hedge funds<sup>(1)</sup>. As with many other financial services, a good share of the companies that offer asset management services are affiliated with larger and/or more diversified financial institutions, such as banks and insurance companies. In fact, while BlackRock, Vanguard, and Fidelity are among the largest suppliers of asset management services (Willis Towers Watson, 2017), 16 among the 25 largest global asset management companies have a bank or an insurer as parent—the remaining 9 being independent (IMF, 2015).

Asset management services can be provided on a tailor-made basis (for larger investors) or via collective investment vehicles (for smaller investors). There is significant demand for such services. Asset managers manage a sizable 25% to 33% of institutional investors' and high net worth individuals' financial assets (PWC, 2014; McKinsey, 2012). Retail investors have less of a tradition of using the services of third party asset managers, but this is increasingly the case when it comes to saving for retirement (McKinsey, 2013).

These market developments have prompted regulatory concerns and reforms. On the one hand, the size and structure of the asset management industry have generated financial stability concerns. While views diverge on vulnerability at the firm level, global regulatory bodies nowadays agree that asset management activities are "systemically important". On the other hand, the growth in retail activities has prompted regulatory and self-regulatory bodies to enact new rules relating to conduct of business, advice and best execution.

We will address systemic interventions first (Section I) and discuss investor protection reforms thereafter (Section II). To conclude, we will address some emerging issues (Section III).

## Systemic interventions

It is generally accepted that asset managers are less of a threat to financial stability than banks and other financial intermediaries. Unlike most financial intermediaries, asset managers do not own the assets they invest in nor do they promise that investors will get back their capital and a pre-set return thereon; they 'merely' have fiduciary duties to act in the best interest of their clients, who are the ones bearing the investment risks. Hence, it is unsurprising that the industry has generally proven to be resilient in the latest periods of stress (FSB, 2017).

---

(1) Pension funds sometimes set-up an entity to manage their assets, but in such case they are both providing the funding and keeping control over investments.

Photo © Pascal SITTNER/REA



Headquarters of AMF, the French financial market regulator, in Paris.

**“The French AMF released a guide providing best practice examples of stress tests of market, liquidity and counterparty risk.”**

In past years, however, increases in the size and role of some types of asset managers, in particular leveraged hedge funds, has raised systemic concerns. Further, there is growing recognition that even less leveraged, or unleveraged, intermediaries – such as mutual funds – could be a source of systemic risk. On the one hand, skewed incentives may prompt fund managers to follow the herd and exacerbate panics in the presence of a financial shock (Office of Financial Research, 2013). The reason is that no one is punished when one behaves exactly as her peers, while going it alone is much likelier to be singled out as negligent if one’s choices are proven wrong. On the other hand, first-mover advantages may result in investor runs, especially when a fund’s assets are illiquid (see Feroli *et al.*, 2014; Goldstein *et al.*, 2017). Given that asset managers and their funds generally do not have (direct) access to central bank liquidity, they are vulnerable to this type of redemptions which, in turn, may lead to fire sales of assets owned across the financial system (see Doyle *et al.*, 2016).

Finally, funds that make use of derivatives to replicate exposure to a given market, and/or whose assets are used for securities lending purposes are an additional source of systemic risk. This is, in particular, the case when asset managers are ill-placed to address stressed conditions due to operational deficiencies (FSB, 2017). The contribution to systemic risk is potentially even more significant when asset managers are owned by banks or insurance

companies: reputation concerns may prompt the latter to provide emergency liquidity in times of financial stress. However, one has to take into account that bank or insurance ownership may also decrease systemic risk: bank affiliation should provide asset managers with (indirect) access to central bank emergency liquidity facilities.

In view of these developments, the European Central Bank indicated that it considered investment managers as a source of systemic risk (ECB 05/2016 and 11/2017, mentioning herding and parent bank step-in risks). The IMF and the World Bank, for their part, pointed out consistent findings of weaknesses in asset management supervision (IMF, 2015).

This prompted global regulatory bodies into action. The FSB, which previously favored focusing on aggregate risk, announced that open-ended funds were a source of systemic risk and issued liquidity management recommendations (2017). Similarly, investor protection considerations prompted IOSCO to issue its own liquidity risk management recommendations (2018).

Prominent national regulators jumped on the bandwagon as early as March 2017. European authorities were first to act, probably because the European asset management regulatory framework is more developed than in the US – hedge funds and private equity vehicles having been subjected to transparency and financial stability require-

ments by the 2011 Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFM) <sup>(2)</sup>.

Hence, the French AMF released a guide providing best practice examples of stress tests of market, liquidity and counterparty risk whereas Germany's BAFIN amended its risk management requirements. However, the US SEC was not far behind, releasing rules on liquidity risk management to reduce the risk of funds being unable to meet redemption requests.

The practical impact of these initiatives remains to be established. While larger asset managers have further developed their risk management frameworks, the level of readiness across the industry as a whole is deemed to be rather low – especially when it comes to liquidity risk, leverage via derivatives and stress testing.

In short, only two things are certain. First, only time will tell whether systemic regulation has had an impact and, if so, whether positive or negative. Second, regulation alone does not guarantee financial stability (Allen and Gu, 2018).

### Investor protection reforms

Post-crisis asset management reforms have essentially aimed at improving retail investor protection. Financial regulators were in the driving seat, with competition and 'social' authorities also providing input – possibly contributing to the adoption of measures that are more market than consumer oriented. The thrust of the reforms has been to subject asset managers to more stringent transparency requirements, with performance and liability considerations taking a back seat.

Here again, Europe took the lead. The 2009 Directive on collective investment in transferable securities (UCITS) <sup>(3)</sup> aims at providing retail investor with better information. In particular, asset managers are required to make it easier for consumers to understand marketed instrument via the provision of a standardized product summary known as the key investor information document (KIID) <sup>(4)</sup>. More generally, the 2011 AIFM subjects all other asset managers to transparency rules covering issues such as investment strategies, pricing methodology and fees, redemption rights and historical performance.

The SEC, for its part, has focused on the disclosure of fees and expenses by alternative asset managers. It has indicated that they are often very general or even misleading and recently undertook examination actions (KPMG, 2017).

While investors generally benefit from these recent developments, disclosure still falls short of what can be expected. For example, providing information on historical performance, as prescribed by KIID rules, is bound to contribute to investors focusing on past returns, which are well-known not to be an indicator of future performance. More importantly, whether asset managers adequately communicate their objectives and results remains an open issue.

These transparency issues also have managerial compensation effects. To begin with, because remuneration of asset managers often depends upon how their performance compares with that of their peers, fuzzy disclosure facilitates rent appropriation. For example, the SEC has expressed concerns regarding the valuation of alternative products, precisely because portfolio managers' remuneration is a function of the appraisal. In addition, while investors have a preference for the maximization of risk-adjusted fund returns, asset managers have incentives to maximize investment inflow (Chevalier and Ellison, 1997).

Finally, the Madoff scandal and the Lehman default resulted in poorly performing funds being subject to increased regulatory attention. While some funds persistently perform poorly, the worse performers tend to be closed or merged into better performing funds (FCA, 2017). More generally UCITS was recently amended to clarify the responsibilities and liability standards of asset depositories responsibility.

### Emerging issues

One cannot fail to notice that three rather fundamental issues seem to be off the regulatory screen, at least for the time being.

To begin with, while conflicts of interests are pervasive when it comes mutual fund families, constraining fund manager discretion does not seem to be an enforcement priority. For example, funds investing only in other funds from the same family may set up internal insurance pools without mentioning this in their prospectus (Bhattacharya *et al.*, 2013). Or, to take another example, the fact that managers strategically transfer performance across family member funds to favor those more likely to increase overall family profits (Gaspar *et al.*, 2016) could be dealt with more energetically.

Second, while operational risk has long been recognized as a crucial hazard (Biais *et al.*, 2005), asset managers are subject to no (in the US) or very minimal (in the EU) capital requirements. Obviously, capital requirements are not the only way to deal with this risk (Franks *et al.*, 2003) and arguably quite a blunt tool to deal with operational risk. Nevertheless, one would have expected more action in this area in a post-financial crisis environment.

Finally, the signature of the 2015 Treaty on Climate Change has generated significant discussion on how asset investment managers can or should be required to adopt strategies that facilitate reaching the Treaty's goals. Up to now, however, France is the only jurisdiction that has taken some measures to that end, in particular by requiring asset managers to disclose how they take climate change into account or why they do not.

(2) OJ L 174, 01.07.2011, 1-72.

(3) OJ L 302, 17.11.2009, 32-96.

(4) See also the 2014 Regulation on key information documents for packaged retail products, OJL 352,09.12.2014, 1-23.

To be sure, this is not to say that fund families, operational risk and climate change should dominate the regulatory agenda. But they certainly are as important as (if not more important than) the issues that have been regulated in the wake of the financial crisis.

## References

- ALLEN F. & GU X. (2018), "The Interplay between Regulations and Financial Stability", available at [ssrn.com](http://ssrn.com).
- BHATTACHARYA U., LEE J. H. & POOL V. K. (2013), "Conflicting Family Values in Mutual Fund Families", *Journal of Finance* 68, pp. 173-200.
- BIAIS B., CASAMATTA C. & ROCHET J.-Ch. (2005), « Risque opérationnel et régulation du capital dans l'industrie de la gestion des fonds d'investissement en Europe », *Revue d'Économie financière*, 79, pp. 197-211.
- CHEVALIER J. & ELLISON G. (1997), "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives", *Journal of Political Economy* 105, pp. 1167-1200.
- DOYLE N., HERMANS L., MOLITOR Ph. & WEISTROFFER Ch. (2016), "Shadow Banking in the Euro Area: Risks and Vulnerabilities in the Investment Fund Sector", ECB Occasional Paper Series, 174/2016.
- ECB (European Central Bank) (05/2016), *Financial Stability Report*.
- ECB (11/2017), *Financial Stability Report*.
- FEROLI M., KASHYAP A. K., SCHOENHOLTZ K. & SHIN H. S. (2014), "Market Tantrums and Monetary Policy", available at [ssrn.com](http://ssrn.com).
- FCA (Financial Conduct Authority) (2017), Asset Management Market Study, Final Report.
- FSB (Financial Stability Board) (2017), Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities.
- FRANKS J., MAYER C. and CORREIA DA SILVA L. (2003), *Asset Management and Investor Protection, An International Analysis*, Oxford University Press.
- GASPAR J.-M., MASSA M. & MATOS P. (2016), "Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization", *Journal of Finance* 61, pp. 73-104.
- GOLDSTEIN I., JIANG H. & NG D. T. (2017), "Investor Flows and Fragility in Corporate Bond Funds", *Journal of Financial Economics* 126, pp. 592-613.
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions) (2018), Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, Final Report.
- IMF (International Monetary Fund) (2015), Global Financial Stability Report.
- KPMG (2017), Evolving Investment Management Regulation. Succeeding in an Uncertain Landscape.
- McKINSEY (2012), *The Hunt for Elusive Growth: Asset Management in 2012*.
- McKINSEY (2013), *Searching for Elusive Growth in Asset Management*.
- MORLEY J. (2014), "The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Structure and Regulation", *Yale Law Journal* 123, 1118.
- Office of Financial Research (2013), "Asset Management and Financial Stability".
- PWC (2014), "Asset Management 2020. A New World".
- Willis Towers Watson (2017), "Assets of World's Largest Fund Managers Passe US\$80 trillion for the First Time".

# Ten years ago, the meltdown: Regulating finance and new issues

## Preface

Bruno Le Maire, minister of the Economy and Finances

## Introduction

Christophe Moussu, ESCP, LabEx ReFi, and Pierre-Charles Pradier, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, LabEx ReFi

## 1 – The crisis narrative and regulatory responses

### **The financial crisis and depression: Can lessons be drawn from the Great Depression?**

Pierre-Cyrille Hautcoeur, EHESS-PSE

The recessions during the periods in the 1930s and starting in 2008 are compared on two points: a) public authorities' reactions at the peak of these two banking and financial crises (which differed significantly thanks to what both the United States and Europe had learned during the Great Depression); and b) the financial regulations adopted in reaction to the 2008 meltdown. In the main, the regulations adopted during the Great Depression were gradually lifted between the 1950s and 1990s, thus doing away with many inconsistencies and sources of inefficiency but also recreating considerable fragility – as became apparent in 2008. Owing to the political and scientific context, the long stagnation after 2008 has not (yet) set off a regulatory trend on as large a scale as during the Great Depression.

### **The complexity of regulatory responses to the crisis**

Pierre-Charles Pradier, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, LabEx ReFi

The 2008 financial crisis broke out in the United States but had repercussions worldwide, evidence of this being the role played by the G20. Although insufficient supervision was at the origin of the meltdown, a formal consensus formed around an agenda for reforming finance, in the broadest sense of the word, via a global governance shaped around the G20. The sense of emergency led to significant advances, especially for regulating financial institutions, fighting against tax havens and fostering a convergence of interests. Since then however, this momentum has been quelled; and cooperation has yielded to forms of competition, now appearing, for example, in innovations in digital technology. Since changing regulations shifted problems more than it solved them, the principal achievement seems to have been the development of forums on the scale of the G20.

### **Optimization, a cover for speculation**

Christian Stoffaës, honorary chairman of the Centre d'Études Prospectives et d'Informations Internationales

The ideas of economists lead the world, and the ideas of the economists who listened to the Sirens of the banking industry are very likely the source of the 2008 financial meltdown. Fortunately, engineers and economists remain who are concerned with the real economy – of technology and investments, of factories and infrastructures, of people and social relations. They must speak up to modify the world view that resulted in the contemporary Great Recession.

### **Small lessons from a very big crisis**

Jean-François Boulrier, Association Française des Investisseurs Institutionnels

The very big crisis of 2008 is of the one-in-a-century kind, all its aspects and effects out of proportion. Reactions, fortunate but belated, of public authorities have ended in an excess of regulations. But have we drawn all the lessons from this worldwide maelstrom? The *a posteriori* analysis of a hundred chronicles published in *Option Finance* during the period from seven years before the meltdown till seven years afterwards shows not only how difficult it is, even for professionals, to predict the scope of a looming crisis, but also how effective managerial methods based on economic fundamentals and a long-term approach can be. These after-the-fact considerations, however useful they might be, will not ward off the next recession. Hopefully however, they might help attenuate its effects.

### **Will postcrisis regulations help manage the risks created by systemic institutions?**

Olivier de Bandt, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)

The 2008 meltdown was marked by large-scale public interventions for saving systemic institutions – the financial institutions with a systemic impact, *i.e.*, those too big to fail, whose problems cause problems for other institutions or have negative effects on the real economy. The capital injected by public authorities in some of these institutions deepened public deficits. Although these injections amortized the systemic shock, it has also fostered a moral hazard. During the period right after the meltdown, a program of financial reforms was implemented on the initiative of the G20. This assessment of certain reforms concentrates on two aspects: the regulation of systemic institutions in

order to limit their impact on the financial system; and the adoption of measures facilitating settlement and clearing operations in systemic institutions.

## **2 – Economic agents coping with the new regulations**

### **Banks since the meltdown**

**Jean Beunardeau**, HSBC France

Economic and banking crises are usually set off by the financing of unprofitable investments, which result in losses. The 2008 meltdown is no exception. Owing to its severity, governments and regulatory authorities had to deeply change the banking industry's regulatory framework: higher solvency ratios, modified rules for weighting risks and tighter supervision. The arrangements for handling financial crises were also altered with the aim of keeping the financing of emergency interventions from running through government budgets. This new environment is, for sure, much more robust than what previously existed. However some questions have been left hanging, in particular, about the possible consequences of regulatory differences between monetary zones on the effectiveness of financing the economies of the countries concerned and of allocating savings worldwide. Other questions have to do with the usual models of correlation for measuring risks and the possibly procyclical nature of accountancy standards.

### **New challenges for financing the economy**

**Marie-Anne Barbat-Layani**, general manager of the Fédération Bancaire Française

A paradox: American banks have come out of the crisis stronger than before, even though the 2008 meltdown started in the United States. Unlike other economies in the eurozone, France did not experience a credit crunch during the meltdown: access to credit remained open, and the conditions for obtaining loans remained favorable. France is the only country in the eurozone where the financial crisis cost taxpayers nothing. French banks have come through the crisis. Their profit-earning capacity, though it has decreased in the meantime, is higher and less volatile than in equivalent countries in Europe. In the past ten years, banks have had to cope with major regulatory changes. The eurozone's Banking Union has instituted a system, unique in the world, of supervision and of arrangements for preventing and managing banking crises. It has made the financial system more solid. The big systemic banks have bolstered their equity and reduced eventual risks to their balance sheets, while dynamically financing the economy. European banks must now adopt a new model for financing the economy (more funding via the market, less via loans) and for regulations. Regulations (in particular, the Basel Accords) following the meltdown have tended to fall in line with the American model, whence several challenges for European banks: regulatory, economic (during a long period of low interest rates) and digital. However the digital challenges are also an opportunity for improving customer services.

### **The Cost of Regulation**

**Michala Marcussen**, Société Générale's Group Chief Economist

Tighter regulation inevitably carries a cost, but must be weighed against the benefits of greater financial stability. Estimating net benefits is, however, a complex exercise and while consensus is that in aggregate these remain positive, gains could be made by improving efficiency and addressing leakages. Moreover, structural reform, and not least completing the European Banking and Capital Markets Unions, would do much to alleviate downside risks and lift growth.

History teaches that ensuring economic prosperity and financial stability over time requires more than a set of regulatory safety margins. The revival of macroprudential regulation aims to address past errors with a flexible and forward-looking approach. These tools are still largely untested and at risk of unintended costs. Overall optimisation of the net benefits from regulation requires an iterative and co-ordinated approach. The potentially most damaging costs stem from regulatory protectionism. Recent trends are worrying and could, if confirmed, also forewarn of a less co-ordinated G20 response to the next crisis.

### **The regulatory avalanche: The example of the insurance industry**

**Arnaud Chneiweiss**, chief representative of the Fédération Française de l'Assurance

French insurance companies are coping with a "regulatory avalanche", an unprecedented accumulation of uncoordinated rules and standards. This overregulation (with many sources: national, European, international) is somewhat of a tribute to the key role this industry plays in contemporary society. However it is dangerous for growth, since useless regulations can hamper growth and innovation. It is essential for regulatory authorities to better coordinate their actions and for regulations to be jointly worked out with the major stakeholders.

### **The regulation of fintechs and the "fintechization" of regulations**

**Héloïse Berkowitz**, CNRS (UMR 5303 TSM-Research) and Institut Barcelona d'Estudis Internacionals; and **Antoine Souchaud**, NEOMA Business School and LabEx ReFi

The word "fintech" sounds like the name of a chimera – a Minotaur, a combination of two protean elements each of which arouses fear as much as hope. Regulating fintech firms implies the ability to define unstable phenomena, the capacity for creating policy networks and innovative forms of organization among emerging stakeholders and, finally, the capability of taking account of, and coping with, the anxiety felt by regulators about their utility. The fintech trend forces regulators to ask questions about themselves and about the need to "fintechize" financial regulations.

### 3 – Major projects under way

#### **Banks and tax havens**

Vincent Bouvatier, Université Paris-Est Créteil (ERU-DITE); Gunther Capelle-Blancard, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne (Centre d'Économie de la Sorbonne), Paris School of Business and Labex ReFi; and Anne-Laure Delatte, Cepii and CNRS

The UBS affair in 2008, Offshore Leaks in 2013, Lux Leaks in 2014, Swiss Leaks in 2015, Panama Papers and Football Leaks in 2016, Paradise Papers in 2017... Since the worldwide financial crisis, scandal after scandal, it is increasingly evident that banks have actively set up shell companies, abetted tax evasion, laundered money and dodged international regulations, even though it is still hard to accurately document these actions. Since 2016, the European Union has managed to require banks to publicly release information on their activities in all countries where they do business, including, therefore, in tax havens. According to the information gleaned from this country-by-country reporting, tax havens account for 18% of the revenue of European banks, for 29% of the profits earned abroad, but only for 9% of their work force.

#### **Capital and the RoE in banks: False beliefs and financial instability**

Christophe Moussu, professor, ESCP Europe, LabEx ReFi

We must admit that the conception of banks about their performance objectives and the optimal level of their equity has changed little since the 2008 meltdown. Nonetheless, several academic studies on equity in the banking sector have shown that the most capitalized banks are the banks that best stand up to shocks, are the most efficient, and have the largest market shares and market value. RoE (return on equity) is still the best indicator of a bank's performance (on which incentive payments to senior executives are based). Empirical studies have shown that the RoE leads to risk-taking in banks – risks to the detriment of shareholders during crises and, during normal periods, risks that add no value. These beliefs affect the choices banks make for allocating assets and devising a financial policy; and they deviate the thought given to working out a strategy. Ten years after the financial meltdown, it is time for these beliefs to evolve, even more so since the absence of antagonism between the private interests of the banks' shareholders and of society has been proven.

#### **An innovative fiscal policy for making European banks more stable and competitive**

Michael Tröge, ESCP Europe

Following a series of tax and bookkeeping reforms since the 1980s, corporate taxes induce firms to prefer debt as a means of funding. This bias for indebtedness forces banks to adopt a very high level of indebtedness in order to remain competitive. As empirical studies have recently shown, this is a major reason for the financial system's fragility. There are, however, simple tax and accountancy reforms that could nullify this bias or even reverse it so as to create a preference for equity funding. These reforms

would not only help align tax incentives with the objectives of financial regulations but also (and above all) give a substantial competitive advantage to the banks that face stiff international competition.

#### **Preventing systemic risks**

Jean-François Lepetit, chairman of the Comité de Contrôle Interne des Risques et de la Conformité, BNP-Paribas

The 2008-2011 financial crisis served to justify the implementation of regulations that, by focusing on the role of banks as financial intermediaries, have reduced as much as possible the likelihood of a systemic crisis sparked by intermediation. This is a fortunate result. As a consequence of this protection of the banking industry however, market intermediation has increased under conditions that make it an even greater systemic risk. Although the 2008 meltdown was a systemic crisis of the markets in which banks should never have been involved (had they been properly regulated), the subprime crisis would still have been systemic owing to the vulnerability of market intermediation. Influenced by the American model, the world of finance and the European Union have, nonetheless, decided to shift procedures for market intermediation in a more systemic direction than previously. Flooded with liquidities owing to the policy adopted by central banks, debt markets will inevitably undergo a new systemic crisis that will push Western countries to regulate the whole financial system (what they should have done)... or to nationalize it.

#### **Banks and markets, alternatives for financing the economy?**

Laurent Grillet-Aubert and Pierre-Emmanuel Darpeix, Autorité des Marchés Financiers (AMF)

In contrast with bank loans, the markets allow, in principle, for allocating savings to investments without any intermediation. Policies since the 2008 meltdown (the capital markets union, securitization reform, monetary easing, etc.) have led to financing the economy via the markets, in particular via indebtedness, even as questions are being raised about the optimal allocation of funds and the financial system's resilience. Nonetheless, pointing to the cleavage between banks and financial markets (or "non-banks") is reductionist. It is necessary to have a global view of the various sources of financing (including equity) and to take into account interconnected networks and chains of intermediation (between banks and nonbanks) in order to increase the system's efficiency and improve risk management.

### 4 – A Europe of finance still being built

#### **The meltdown and cooperative solutions: The eurozone since 2008**

Jérôme Creel, ESCP Europe, LabEx ReFi and Sciences Po, OFCE

As always since a start was made at building a united Europe, the European Union is advancing step by step, crisis by crisis. The last crisis has brought to light inconsisten-

cies in Europe's economic governance. The meltdown of banks in the United States in September 2008 deeply affected the eurozone. The first phase (2009) of the recession was global; but it brought a second phase (2012-2013) that would be European, a phase that followed on a coordinated enforcement of restrictive budgetary policies. When this budgetary policy failed to halt the crisis, the European central bank was forced to adopt exceptional measures; and the European Stability Mechanism was set up to coordinate the management of economic crises. In addition to these steps forward, reforms are still needed to improve the coordination between monetary and budgetary policies and with the structural reforms undertaken in Europe.

### **“Macroprudential” measures, a tool in the eurozone’s macroeconomic policy**

**Agnès Bénassy-Quéré**, École d'Économie de Paris, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Following the 2008 financial meltdown and even more the eurozone crisis, several innovations were made in economic policies in Europe: in particular “macroprudential” policies and procedures for coping with macroeconomic instability. However these arrangements for coordination and supervision are not optimally articulated. Each measure should be clarified by stating its objectives, tools, scope, overall indicator and the institution in charge of supervision.

### **The capital markets union: A vantage point**

**Christian de Boissieu**, professor emeritus, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne

The capital markets union (CMU) and the banking union are major programs concerning the EU's financial sector.

The CMU seeks to stimulate investments, growth and employment thanks to more efficiency and an increased integration of European financial markets. What are the objectives of the CMU, its approach and means? What are the obstacles to overcome before realizing this ambitious program?

### **Post-crisis Regulation of Asset Management**

**Luca Enriques**, Oxford, and **Gerard Hertig**, ETH Zurich

While asset managers' behavior has not been among the root causes of the financial crisis, their industry's size and structure have generated financial stability concerns among policymakers. Global regulatory bodies nowadays agree that asset management activities are “systemically important.” On the other hand, the growth in retail activities has prompted regulatory and self-regulatory bodies to enact new rules relating to conduct of business, advice and best execution.

Our essay briefly reviews global reforms affecting the asset management industry, focusing first on systemic interventions and then discussing investor protection reforms. To conclude, it addresses some emerging issues that we expect to be on policymakers' agenda in the future.

*Issue editors: Pierre-Charles Pradier and Christophe Moussu*



## **BARBAT-LAYANI Marie-Anne**



D.R

Inspectrice générale des Finances, Marie-Anne Barbat-Layani est directrice générale de la Fédération bancaire française depuis janvier 2014.

Elle a été auparavant :

- directrice adjointe au cabinet du Premier ministre de 2010 à 2012 ;
- directrice générale adjointe de la Fédération nationale du Crédit Agricole de 2007 à 2010 ;

- sous-directrice Banques et financements d'intérêt général à la direction générale du Trésor, puis de la Politique économique de 2002 à 2007.

De 2000 à 2002, elle a été chef du bureau des Établissements de crédit et des entreprises d'investissement, après avoir été conseiller technique au cabinet du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et avoir occupé plusieurs postes à la direction générale du Trésor et à la Représentation permanente de la France à Bruxelles.

Elle est Chevalier des Ordres de la Légion d'Honneur et du Mérite

## **BENASSY-QUÉRÉ Agnès**



D.R

Agnès Bénassy-Quéré est professeur à l'École d'économie de Paris, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Elle est aussi membre du Haut Conseil de stabilité financière, du Conseil général de la Banque de France, du Cercle des économistes et est chercheur associé au CESifo et à IZA. Elle a tout d'abord travaillé au ministère des Finances et de

l'Industrie, avant d'exercer dans différentes universités : Cergy-Pontoise, Lille 2, Paris-Ouest, École polytechnique. Elle a aussi été directeur adjoint, puis directeur du CEPIL, présidente-déléguée du Conseil d'analyse économique. Ses recherches portent principalement sur le système monétaire international et sur la politique macroéconomique en Europe.

## **BERKOWITZ Héloïse**



D.R

Héloïse Berkowitz est chercheuse au CNRS (UMR5303 TSM-Research). Elle est diplômée de l'École polytechnique (doctorat en sciences de gestion), de la Sorbonne, HEC Paris et CEMS Alliance. Elle a été visiting scholar à Columbia University, à Stanford Center for Ocean Solutions et à l'Institut Barcelona d'Estudis Internacionals. Ses travaux portent sur les dynamiques de transition

vers le développement durable. Elle s'intéresse notamment à la gouvernance sectorielle et aux méta-organisations dans divers contextes empiriques (économie collaborative et océans).

## **BEUNARDEAU Jean**



D.R

Ancien élève de l'École polytechnique, ingénieur en chef des télécommunications et titulaire d'un DEA d'économie, il a commencé sa carrière au ministère des Finances, à la direction de la Prévision, puis à la direction du Trésor. Il devient conseiller technique auprès du Premier ministre en 1995. Il rejoint les activités de Corporate Finance

de HSBC France en 1997, et est nommé Managing Director en 2000. Nommé directeur des Grands clients en février 2004, il devient Co-Head of Corporate Investment Banking and Markets en mars 2004, en charge du Corporate et de l'Investment Banking.

En 2005, il est nommé directeur général adjoint. En septembre 2007, il est nommé directeur de la Banque de financement, d'investissement et de marchés de HSBC France. Le 1<sup>er</sup> février 2010, il est nommé directeur général délégué de HSBC France et conserve la responsabilité de la Banque de financement, d'investissement et de marchés. En novembre 2010, il est nommé responsable de la Banque de financement et d'investissement pour l'Europe continentale au sein du groupe HSBC.

Depuis le 10 janvier 2012, il est directeur général de HSBC France et continue d'assurer la responsabilité de la Banque de financement, d'investissement et de marchés en France.

## **BOULIER Jean-François**



D.R

Jean-François Boulier est président de l'Association française des Investisseurs institutionnels depuis juin 2017.

Il a dirigé auparavant plusieurs entreprises de gestion d'actifs en France et à l'étranger dans les groupes CCF, Crédit Agricole et Aviva. Ingénieur de l'École polytechnique et docteur en mécanique des fluides, il a commencé

sa carrière comme chercheur et expert en techniques financières. Très actif dans de nombreuses associations, il a présidé l'AFFI, le FGAP et a participé aux instances d'INQUIRE Europe, de l'ICMA et de l'AFG.

Il est l'auteur de plusieurs ouvrages, dont *Gestion financière des fonds de retraite* aux Éditions Economica et *Chronique d'une très grande crise* aux Éditions MA. Il a créé et est éditeur de la revue scientifique *Bankers Markets and Investors*.

## **BOUVATIER Vincent**



D.R

Vincent Bouvatier est professeur à l'Université Paris Est Créteil et est chercheur associé au CEPII. Il a soutenu son habilitation à diriger des recherches (HDR) en 2016 à l'Université Paris Nanterre et sa thèse de doctorat en 2007 à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Il a été maître de conférences à l'Université Paris Nanterre et membre du laboratoire EconomiX de 2008 à 2017. Ses travaux académiques sont principalement de nature empirique et portent sur des problématiques liées aux activités bancaires et à la réglementation prudentielle.

## **CAPELLE-BLANCARD Gunther**



© Olivier Greusard

Gunther Capelle-Blancard est professeur à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne et directeur-adjoint de l'École d'économie de la Sorbonne. De 2007 à 2009, il a été conseiller scientifique au Conseil d'analyse économique, avant d'occuper, de 2009 à 2013, le poste de directeur-adjoint du CEPII. Ses recherches portent sur la finance

éthique, la financiarisation de l'économie, les transformations qui affectent les systèmes financiers et la façon dont ils sont régulés. Ces travaux les plus récents concernent plus particulièrement la taxation des activités financières et le développement des marchés boursiers. Auteur de plus d'une trentaine d'articles académiques dans des revues internationales, il a également rédigé plusieurs ouvrages universitaires. Il participe aussi activement au débat public sur les sujets mêlant finance, banques et société.

## **CHNEIWEISS Arnaud**



D.R

Diplômé de Sciences Po, ancien élève de l'ENA, Arnaud Chneiweiss a débuté sa carrière au ministère de l'Économie et des Finances, où il a essentiellement travaillé sur les questions européennes et internationales. Il a été notamment le conseiller pour les affaires européennes de Dominique Strauss-Kahn et Laurent Fabius (1997-2000).

Il a depuis 2001 poursuivi sa carrière dans le secteur de l'assurance. D'abord à la SCOR (Secrétaire général du groupe de 2001 à 2004, puis membre du comité exécutif de Scor Vie, chargé de la stratégie en 2004-05). De janvier 2006 à février 2014, il est délégué général adjoint de la Matmut. Puis, il est Secrétaire général du GEMA à comp-

ter de 2014. En juillet 2016, il devient délégué général de la Fédération française de l'assurance. Il est membre du comité éditorial de la revue *Risques* et du conseil de surveillance du Fonds de réserve pour les retraites (FRR) (depuis 2017).

Il est également l'auteur de « thrillers » publiés aux Éditions du Cherche-Midi (« Schiste noir », « Meurtre dans l'Eurostar »).

## **CREEL Jérôme**



D.R

Docteur en économie, Jérôme Creel est professeur d'économie à ESCP Europe depuis 2007, où il enseigne l'économie européenne et la macroéconomie internationale. Il est aussi directeur du département des études de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE/Sciences Po Paris) depuis 2014, après en avoir été

le directeur adjoint pendant dix ans. Spécialiste de l'intégration européenne et des dimensions budgétaires, financières et monétaires de la zone euro, il est l'auteur de nombreux articles publiés dans des revues à comité de lecture (en français et en anglais). Il a initié et coordonné trois volumes de *L'Économie européenne* (Paris, La Découverte, collection « Repères ») – le dernier est paru en février 2018 –, et l'ouvrage *Current thinking on fiscal policy* en 2009 (avec Malcolm Sawyer, chez Palgrave MacMillan). Il coordonne un ouvrage, avec Eloi Laurent et Jacques Le Cacheux, sur les vingt de l'euro, à paraître fin 2018, chez Palgrave MacMillan. Il intervient régulièrement comme expert, notamment auprès du Parlement européen.

## **DARPEIX Pierre-Emmanuel**



D.R

Pierre-Emmanuel Darpeix a rejoint l'Autorité des marchés financiers (AMF) en 2016. Ses principaux thèmes d'étude et de recherche incluent l'épargne financière des ménages, la gestion d'actif et la stabilité financière. Il était auparavant économiste à l'Autorité de Contrôle prudentiel et de Résolution (ACPR), où il a contribué aux exercices de stress-tests sur le secteur français

de l'assurance. Pierre-Emmanuel Darpeix est ingénieur diplômé de l'École nationale des Ponts et Chaussées et a obtenu un master en politiques publiques (MPP) de l'Université de Berkeley (Californie). En parallèle de son activité professionnelle, il est doctorant à l'École d'économie de Paris.

## DE BANDT Olivier



D.R

Olivier de Bandt est directeur d'Étude et d'Analyse des risques à l'Autorité de Contrôle prudentiel et de Résolution (ACPR), depuis l'automne 2011. Il représente l'ACPR dans différents comités et groupes d'experts de la Banque centrale européenne et dans des groupes de travail du Comité de Bâle sur la supervision bancaire. Il coordonne des analyses transversales sur la gestion des risques affectant les banques et les assurances (y compris le risque de changement climatique), des travaux sur les stress tests et sur l'impact des réformes en matière de réglementation prudentielle dans les deux secteurs d'activité précités. Il a été auparavant directeur de la Prévision macroéconomique à la Banque de France. Il a publié plusieurs articles en économie financière dans des revues académiques internationales, notamment sur le risque systémique, la profitabilité des institutions financières, le rôle du capital ou encore les outils de stress tests. Il a coordonné plusieurs livres, notamment sur les marchés immobiliers, et est co-auteur de *Stabilité financière* (Éditions de Boeck). Il est titulaire d'un PhD de l'Université de Chicago (États-Unis).

Il coordonne des analyses transversales sur la gestion des risques affectant les banques et les assurances (y compris le risque de changement climatique), des travaux sur les stress tests et sur l'impact des réformes en matière de réglementation prudentielle dans les deux secteurs d'activité précités. Il a été auparavant directeur de la Prévision macroéconomique à la Banque de France. Il a publié plusieurs articles en économie financière dans des revues académiques internationales, notamment sur le risque systémique, la profitabilité des institutions financières, le rôle du capital ou encore les outils de stress tests. Il a coordonné plusieurs livres, notamment sur les marchés immobiliers, et est co-auteur de *Stabilité financière* (Éditions de Boeck). Il est titulaire d'un PhD de l'Université de Chicago (États-Unis).

## DE BOISSIEU Christian



D.R

Christian de Boissieu est professeur émérite à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne), professeur au Collège d'Europe (Bruges) et à l'Université catholique de Lille.

Il a été président du Conseil d'analyse économique (CAE) auprès du Premier ministre de 2003 à 2012. Il a été également membre de la Commission Attali

et de la Commission Juppé/Rocard. Depuis mai 2011, il est membre du Collège de l'AMF (Autorité des marchés financiers). Il est membre de l'Académie des Technologies (France) et de l'Académie royale de Belgique. Il est vice-président du Cercle des économistes. Il est également président du conseil scientifique du LabEx ReFi dédié à la régulation financière. Il est président du Strategic Advisory Board de l'Institute of Finance and Governance (IFG, Beyrouth). Il a publié de nombreux ouvrages et articles sur la monnaie, la finance et la banque, sur les politiques publiques, sur l'intégration européenne et l'euro.

## DELATTE Anne-Laure

Anne-Laure Delatte est directrice adjointe du CEPPII depuis septembre 2016, responsable du programme de recherche Macroéconomie et finance internationales. Elle est chargée de recherche au CNRS et est membre du réseau regroupant des macroéconomistes européens CEPR

(Center for Economic and Policy Research). Elle siège au Conseil d'analyse économique depuis janvier 2017 et est membre du comité scientifique de la Fondation Banque de France. Ses recherches portent sur l'économie financière et la macroéconomie internationale avec une approche empirique, appliquée à plusieurs domaines : crise de l'euro, flux bancaires internationaux, paradis fiscaux, taux de change, réserves de change, prix des matières premières...

## ENRIQUES Luca

Luca Enriques is the Allen & Overy Professor of Corporate Law, Faculty of Law, University of Oxford and a European Corporate Governance Institute (ECGI) Research Fellow. He is a coauthor of *The Anatomy of Corporate Law* (3<sup>rd</sup> ed., 2017) and of *Principles of Financial Regulation* (2016). He has published widely in the fields of corporate law, securities regulation, and banking law. He has held visiting positions, among others, at Harvard Law School, where he was Nomura Professor of International Financial Systems (2012-13), the University of Cambridge Faculty of Law, the Instituto de Impresa (Madrid), and the Interdisciplinary Center Hertzliya. Between 2007 and 2012 he was a commissioner at the Italian securities market authority. Before joining the Oxford Faculty of Law, he was Professor of Law at the University of Bologna (2002-07) and at LUISS Guido Carli University in Rome (2013-14), and a consultant to Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton (2003-07).

## GRILLET-AUBERT Laurent



D.R

Diplômé de l'Université de Paris X Nanterre en modélisation économique et économétrie, Laurent Grillet-Aubert a obtenu sa maîtrise à l'Université de Kiel en Allemagne. Ayant rejoint, en 1994, le département de la recherche économique de Goldman Sachs International, il y contribue en

tant qu'Associate Economist, à Paris, Londres et à Francfort-sur-le-Main, aux analyses utiles aux opérateurs des marchés de taux, participant en particulier à des travaux de modélisation des primes de risque et au développement du suivi conjoncturel intégré de la zone euro. De retour à Paris fin 1999, il assure en tant que consultant d'IEM Finance des fonctions d'économiste pour l'Observatoire de l'épargne européenne et développe une expertise en stratégie des marchés boursiers et plateformes de négociation. Ses clients comprennent des entreprises et institutions financières françaises et internationales, dont notamment Dow Jones STOXX, Euronext, l'Agence France Trésor, l'Autorité des marchés financiers, la Banque Mondiale... Économiste Senior de l'Autorité des marchés financiers depuis 2004, son expertise des risques lui vaut d'être détaché trois ans auprès de la Banque centrale européenne, au sein du Comité européen des risques systémiques (ESRB), où il traite notamment des risques

pour la stabilité financière liés à la liquidité de marché et au levier des intermédiaires de marché non-bancaires. De retour à l'AMF depuis 2016, il s'intéresse notamment aux questions stratégiques relatives à la gestion d'actifs et à la structure des marchés financiers, y compris en lien avec les questions de stabilité financière. Dernièrement, il a formulé des orientations en faveur du développement de macro stress tests menés par les autorités de marché. Trilingue, Laurent Grillet-Aubert contribue, ou a contribué, à de multiples travaux d'organisations internationales, notamment en tant que membre de groupes de travail de l'ESMA, l'OICV ou l'ESRB, consacrés à des aspects spécifiques de la régulation des marchés financiers.

### **HAUTCOEUR Pierre-Cyrille**



D.R

Pierre-Cyrille Hautcoeur est directeur d'études à l'École des hautes études en sciences sociales – école qu'il a présidée de 2012 à 2017 – et professeur à l'École d'économie de Paris. Ancien élève de l'École normale supérieure, agrégé de sciences sociales et de sciences économiques, docteur en économie (Paris 1), il a enseigné à l'École normale supérieure, dans les Universités d'Orléans et de Paris 1 avant de rejoindre l'EHESS en 2006.

Ses travaux portent sur l'histoire monétaire et financière des 19<sup>e</sup> et 20<sup>e</sup> siècles (*Le marché financier français au 19<sup>e</sup> siècle*, Publications de la Sorbonne, 2007 ; *La crise de 1929*, La Découverte, 2009). Au sein de l'École d'économie de Paris, il développe depuis 2011 avec Angelo Riva un équipement d'excellence financé par le Programme investissements d'avenir qui réunit les données boursières et les informations sur les entreprises nécessaires à une histoire quantitative du développement financier français aux 19<sup>e</sup> et 20<sup>e</sup> siècles, un équipement en voie d'extension à l'échelle européenne. Il dirige aussi un certain nombre de programmes de recherche soutenus par l'Agence nationale de la recherche et portant sur les grandes expériences historiques en matière de stabilité bancaire et de régulation financière. Il a par ailleurs présidé le groupe de travail qui a remis à la ministre de l'Enseignement supérieur, G. Fioraso, un rapport sur l'enseignement de l'économie, lequel plaide pour une plus grande ouverture de l'économie sur les autres sciences.

### **HERTIG Gerard**

Gerard Hertig is Professor at the Singapore-ETH Centre and a European Corporate Governance (ECGI) Research Fellow. He is a coauthor of *The Anatomy of Corporate Law* (3rd ed., 2017) and has published widely in the fields of corporate law, securities regulation, and banking law. He has held visiting positions, among others, at Columbia Law School, National University of Singapore Law School, New York University Law School and the University of Tokyo Graduate School of Law and Politics. Before joining ETH Zurich, he was Professor of Law at the University of

Geneva (1987-1995).



D.R

### **LEPETIT Jean-François**

Jean-François Lepetit est diplômé HEC et licencié en droit. Entré en 1963 à la Banque de Paris et des Pays-Bas au service de Trésorerie et de changes, il a exercé ensuite au sein de la Banque de Suez et de l'Union des Mines, devenue Banque Indosuez, les

fonctions successives de fondé de pouvoirs jusqu'à directeur général, CEO et vice-président administrateur jusqu'en 1996. Membre (depuis 1986), puis président du Conseil des marchés à terme, membre (depuis 1996) puis président en 1998 du Conseil des marchés financiers, il devient conseiller du président directeur général de la BNP et membre du comité de direction de 1997 à 2000. Membre du Collège de la Commission des opérations de bourse en 1998, il a été également membre du Conseil des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI) et du Conseil de la réglementation bancaire et financière (CRBF). Président de la COB en 2002 jusqu'à sa fusion avec le CMF et la création de l'Autorité des marchés financiers (AMF) en novembre 2003. Il a été membre du Collège de l'AMF de 2007 à 2010 et président du Conseil national de la comptabilité (CNC) en 2009 et 2010, jusqu'à la création de l'Autorité des normes comptables (ANC). Il a été professeur associé à l'EDHEC de 2004 à 2009. Il a été chargé de mission à la direction générale du Trésor en 2010 et 2011, et membre du Conseil de la régulation financière et du risque systémique en 2011 et 2012. Jean-François Lepetit a été administrateur de la BNP Paribas de 2004 à 2017, puis président du Comité de contrôle interne des risques et de la conformité (à compter de 2010). Il est membre du Conseil de la Qatar Financial Centre Regulatory Authority depuis 2006. Il a publié chez *Economica Homme de marché* en 2002 et *Dysfonctionnements des marchés financiers* en 2014. Il est chevalier de l'ordre du Mérite et officier de la Légion d'Honneur.

### **MARCUSSEN Michala**

Michala Marcussen assumed the role of Société Générale's Group Chief Economist in September 2017 and leads a team of over 30 economists and sector engineers in her role as Head of Economic and Sector Research in the Risk Division. She is a member of Société Générale's Group Management Committee and has been with the Group since 1994.

With over 30 years of experience in the financial industry, she is a frequent commentator in the economic debate. Michala Marcussen holds a Master of Science in Economics from the University of Copenhagen and is a CFA charterholder. Michala Marcussen is also Vice President of the SUERF (European Money and Finance Forum) Council of Management.



D.R

### **MOUSSU Christophe**

Christophe Moussu est diplômé du DEA Monnaie Finance Banque de l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, titulaire d'un doctorat en sciences de gestion de l'Université de Dijon et d'une habilitation à diriger des recherches de l'Université de Lille 2.

Il est professeur au département Finance de l'ESCP où il dirige l'option Finance d'entreprise et est professeur visitant au Collège d'Europe et à l'Université de Paris I.

Christophe Moussu a toujours promu le développement d'une finance de long terme, au service de l'économie réelle. Ses recherches portent sur la finance d'entreprise, la gouvernance d'entreprise et la banque. Ses recherches actuelles portent sur les externalités de la gouvernance financière, sur la gouvernance des banques et sur les effets de la réglementation financière.

Il est co-directeur académique du LabEx ReFi, en charge de l'axe Finance et Société.

Il a conseillé des entreprises sur des questions financières et d'architecture organisationnelle.



D.R

### **PRADIER Pierre-Charles**

Pierre-Charles Pradier est maître de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, où il enseigne l'histoire économique, l'assurance et la finance. Il a été doyen du département d'économie et vice-président chargé des études avant de diriger l'École nationale d'assurances du Cnam (ENAss).

Il est aujourd'hui co-directeur académique du LabEx « Régulation Financière » (<http://www.labex-refi.com/>) et président du Collège de terminologie de l'économie et des finances.

Il a publié de nombreux articles sur l'économie du risque dans une perspective historique ou régulatrice, et deux livres : *Le risque en théorie économique* (La Découverte) et *Financial Regulation in the EU from Resilience to Growth* (avec Raphaël Douady et Clément Goulet, forthcoming, Palgrave Macmillan, 2017). Il siège au comité de rédaction de la revue *Risques*.



D.R

### **SOUCHAUD Antoine**

Antoine Souchaud est professeur assistant à NEOMA Business School et doctorant à l'ESCP Europe au sein du LabEx ReFi. Il est diplômé d'expertise comptable, d'HEC Paris, de Sciences Po Paris et du Collège d'Europe.

Il est également normalien en économie-gestion et a étudié à Johns Hopkins University. Ses recherches portent sur la régulation du crowdfunding.

### **STOFFAËS Christian**

Christian Stoffaës est ingénieur général des Mines honoraire et est président d'honneur du Centre d'études prospectives et d'informations internationales.

### **TRÖGE Michael**



D.R

Michael Tröge est titulaire d'un mastère en mathématiques de la Ludwig Maximilians Universität de Munich, d'un DESS en finance de l'Institut d'études politiques de Paris, d'un doctorat en sciences économiques de la Humboldt Universität de Berlin et d'une habilitation à diriger des recherches de l'Université Paris I

Panthéon Sorbonne. Avant d'intégrer ESCP Europe, il a travaillé en tant que chercheur au Wissenschaftszentrum de Berlin (WZB), un centre de recherche financé par le gouvernement allemand, ainsi qu'à la J.L. Kellogg Graduate School of Management de la Northwestern University.

Ses domaines de recherche sont les banques commerciales et la théorie des jeux. Il étudie, en particulier, l'interaction concurrentielle des banques dans les marchés financiers. Dans ce contexte, il intervient régulièrement en tant que consultant spécialisé sur les problématiques de concurrence. Il a participé notamment en tant qu'expert à la Retail Banking Sector Inquiry de la Commission européenne et dans différentes actions en justice sur la manipulation du Libor.

Ses articles scientifiques ont été publiés dans de nombreuses revues scientifiques et professionnelles, dont le *Yale Journal of Regulation*, *Journal of Mathematical Economics*, *Journal of Economics*, *Games and Economic Behaviour*, le *European Journal of Finance*, *International Journal of Industrial Economics*, *Annales d'Économie et de Statistiques* et le *EC Competition Policy Newsletter*. Le professeur Michael Tröge est aussi un membre actif des comités de lecture de différents journaux académiques, tels que *International Journal of Industrial Economics*, *Manchester School*, *Journal of Evolutionary Economics* ou *European Management Journal*.