



Note sur l'état de la régulation financière, cinq ans après la faillite de Lehman Brothers

“Looking for a single villain, or even a few, is a mistake. The many contributors to the crisis were most often acting in good faith, more guilty, along with the rest of the world, of being blind to the systemic risks that were building up or of acting on distorted incentives than of consciously putting the markets and the global economy at risk.”

Jeffrey Shafer, ancien sous-secrétaire d'Etat au trésor américain

Rapport rédigé par Yann Coatanlem, président du Club Praxis, et Raphael Douady, chercheur au CNRS et directeur académique du Laboratoire d'Excellence sur le Régulation Financière.

New York, le 29 septembre 2013

www.clubpraxis.com

Cinq ans après la faillite de Lehman Brothers, l'économie mondiale est-elle mieux armée pour faire face à une nouvelle crise financière systémique ? Peut-on éviter un nouveau recours aux aides publiques ?

Personne n'est en mesure de répondre précisément à cette question, d'autant que la prochaine crise n'aura sans doute pas grand-chose à voir avec les précédentes. Mais un effort sans précédent a conduit les gouvernements et les régulateurs à se détourner de la philosophie de l' « autorégulation » qui prévalait jusqu'en 2007. Les accords de Bâle III, imposant une hausse significative des ratios prudentiels à travers une forte augmentation des fonds propres des banques proportionnellement à leurs actifs pondérés par le risque, sont essentiellement en place, au moins pour les plus grandes banques. La législation américaine Dodd-Frank, et son équivalent européen EMIR, imposent déjà aux banques une très forte diminution des transactions sur produits dérivés de « gré à gré », au profit de produits mieux standardisés, traités au sein de chambres de compensation exigeant des appels de marge sensés couvrir de manière adéquate le risque de contrepartie. Des contraintes importantes de liquidité ont été imposées aux banques, de même que des dispositions destinées à rendre les faillites plus ordonnées. Et les « stress-tests » réguliers, du moins aux Etats-Unis, font partie du décor de la régulation.

Le premier bémol à apporter est que toutes ces réformes sont conduites de façon insuffisamment coordonnées au niveau du G20, avec le potentiel de créer un environnement concurrentiel biaisé. Au cœur de cette problématique, on trouve les questions de régulation « cross-border » : est-ce que les USA peuvent exiger la capitalisation renforcée des filiales américaines de banques étrangères, imposer des règles sur des transactions effectuées en Europe ou vice-versa ? Comment les banques internationales peuvent-elles satisfaire des réglementations contradictoires ? Un accord intervenu entre la CFTC et la Commission Européenne en juillet 2013 va dans la bonne direction mais ne règle pas tout - la directrice générale du FMI a d'ailleurs déclaré fin septembre à New York que cette question était toujours une des grandes priorités du FMI.

Même au niveau européen, l'union bancaire, que l'on peut considérer maintenant comme lancée de manière irréversible, fait encore l'objet de fortes résistances, de nombreux états ayant de grandes réticences à abandonner à l'Europe certaines prérogatives. Et rien n'est décidé sur la recapitalisation des institutions financières et la liquidation des banques en faillite.

Tout aussi important, quel est l'outil mondial de gestion de la liquidité ? Il n'existe pas. Cela est apparu très clairement en 2011, lorsque la fermeture du robinet de liquidité en dollars pour les banques non américaines a conduit à une massive contraction des activités de crédit en dehors de la zone euro, contribuant ainsi à une croissance nulle ou négative. D'après la Banque des Règlements Internationaux, les banques centrales ont réduit leurs actifs transfrontaliers de 3% dans le seul dernier trimestre de 2011.

L'étalage dans le temps des mesures prises peut aussi créer des distorsions. Par exemple, l'important ensemble de règles émis par le Comité de Bâle sur les échanges de marges pour les transactions échappant aux chambres de compensation voit son implémentation s'étaler de 2015 à fin 2019 !

La nature ayant horreur du vide, les activités financières se réfugieront dans des régions ou des institutions pas ou peu touchées par la régulation, c'est-à-dire le « shadow banking » et on assistera à une balkanisation du système bancaire mondial. Il faut aussi noter que l'Asie est largement absente du mécanisme de régulation internationale.

Un des aspects les plus critiquables des nouvelles règles prudentielles est la méthodologie retenue pour le calcul des ratios prudentiels. En plus de son extrême complexité, Bâle III présente des limites très sérieuses :

(i) On laisse aux banques la liberté de créer leurs propres modèles de risque, soumis il est vrai à l'approbation des régulateurs. Plusieurs études publiées récemment par le Comité de Bâle montrent que non seulement les modèles utilisés peuvent conduire à des différences substantielles d'une banque à l'autre, mais qu'aussi les contraintes imposées par les régulateurs régionaux ne sont pas cohérentes (par exemple pondération différente des risques).

(ii) Le calcul de capital dans Bâle III (Risk Weighted Assets) est établi pour une institution financière isolée, alors même qu'il serait bien plus utile de calculer une contribution au risque systémique pour l'économie globale. En particulier, des effets de « tragédie des biens communs » bien connus en économie, font craindre que ce qui semble protéger individuellement chaque institution peut avoir pour effet de pénaliser le système entier et, paradoxalement, augmenter le risque systémique que l'on cherche précisément à réduire.

(iii) Bâle III fourmille d'ajustements et de réserves de toutes sortes, si bien qu'on est en droit de se demander si les capitaux calculés ne sont pas trop punitifs dans certains cas, laxistes dans d'autres. Ne devrait-on pas se donner la possibilité de comparer le modèle officiel avec des approches alternatives devrait permettre d'affiner le modèle et de le rendre moins préjudiciable à l'économie toute entière ? A titre d'exemple, Robert Engle, prix Nobel d'économie et professeur à New York University, a proposé un modèle intéressant, qui plus est davantage tourné vers le risque systémique.

(iv) Enfin le défaut le plus pernicieux est ce qu'on appelle la « procyclicité », le fait que dans une crise grave des pertes entraînent un besoin d'augmentation des fonds propres conduisant à des ventes catastrophiques contribuant au renforcement de la crise dans une spirale infernale. Le capital prudentiel doit pouvoir être *utilisé* dans une crise plutôt que *maintenu*.

On ne souligne pas assez que le risque souverain, pourtant au cœur de la crise de la zone euro, est insuffisamment pris en compte par les nouvelles régulations. Evidemment nous ne serons pas assez cyniques pour suspecter une tentation des Etats de renforcer le placement de leur dette ! Alors que les plans Vickers au Royaume-Uni et Liikanen dans la zone euro prétendent séparer les activités commerciales et les activités de marché, rien n'empêche les banques de saturer leurs portefeuilles d'obligations d'Etat. Et elles le font... De même aux Etats-Unis, le plan Volker ne s'attaque qu'aux activités dites de « trading pour compte propre », ce qui concerne moins de 5% du chiffre d'affaire des banques...

Les conséquences macro-économiques de la régulation sont rarement abordées, sinon complètement ignorées, dans les discussions des comités qui en sont responsables. Toute remise en cause de la sévérité des mesures est perçue comme du lobbying bancaire, ce qui bloque toute réflexion en la matière, pourtant nécessaire. L'enjeu est-il de punir la finance en soi, ou de la remettre au service de l'économie réelle ? Pour ne donner qu'un exemple, en pénalisant par des ratios prudentiels élevés les investissements « à risque », et en étant beaucoup moins contraignant sur les investissements « non risqués », c'est-à-dire bien notés, on oriente les capitaux vers des secteurs de l'économie matures, donc moins rentables que les entreprises jeunes et porteuses de croissance. Ce faisant, on crée un effet de levier sur les entreprises notées AA aux effets potentiellement délétères. Comme l'exemple de Lehman Brothers l'a prouvé, la faillite d'une seule entreprise AA a des effets bien plus dévastateurs

que celle de mille entreprises « risquées ». Le risque réel est souvent bien différent de celui calculé par ou pour les régulateurs. Que les ratios prudentiels imposés dépendent du risque des investissements va de soi, mais il s'agit là d'une variable très subtile, à manier avec tests et ajustements permanents.

Nous considérons d'autre part qu'une transparence totale des transactions financière est illusoire et ne pourrait contribuer qu'à une confusion des régulateurs et des gouvernements, ainsi qu'à une déresponsabilisation des institutions financières. Comme le dit un proverbe chinois : « si tu veux cacher quelque chose, cache-le dans l'œil du soleil ». Mais à l'heure du Big Data, il est tout à fait raisonnable de demander une *transparence des risques* encourus par les institutions financières. Si vous êtes amenés à devoir prendre une décision difficile sur un traitement chirurgical risqué, préférez-vous un chirurgien qui vous décrit par le menu chacun des gestes qu'il va exécuter sans vous parler des conséquences, ou celui qui, en rentrant moins dans les détails, vous fait, statistiques à l'appui, un exposé détaillé des conséquences possibles de l'intervention ? L'Office of Financial Research aux Etats-Unis a été créé dans cet esprit, mais il faut bien constater que ses progrès sont plutôt lents et que surtout il n'a pas d'équivalent au niveau mondial. Or un observatoire systémique, embrassant tous les méandres du système mondial est évidemment indispensable si l'on veut se donner les moyens d'une réactivité globale.

Au-delà de toute analyse qualitative, il serait utile d'établir les coûts et les bénéfices des réformes en cours sur les produits dérivés. Les coûts sont notamment liés à une utilisation accrue de collatéral et à l'augmentation des fonds propres. Les bénéfices proviennent d'une diminution du risque de contrepartie conduisant à une baisse de la fréquence ou de l'amplitude des crises. Une étude commandée par le Financial Stability Board et le FMI et tout juste publiée tente d'apporter des réponses. D'après ses auteurs, les bénéfices seraient de 0.16% du PIB mondial par an, les coûts de 0.04%, soit un bénéfice net par an de 0.12% du PIB, une économie nette de l'ordre de 90 milliards de dollars. Bien évidemment ces résultats dépendent d'un certain nombre de scénarios et hypothèses discutables, mais ils ont au moins le mérite de lancer le débat sur un contrôle continu des risques économiques et financiers, et sur leur mitigation réelle ou supposée.

Il est regrettable que le calme actuel des marchés, forcément relatif et provisoire, modère la volonté politique d'achever des changements difficiles. Seul le G20 pourrait forcer les régulateurs à mieux travailler ensemble et à mieux partager l'information qui leur est disponible. Mais force est de constater que les promesses de Pittsburg en 2009 n'auront pas été tenues. Il existe encore trop de régulateurs (de nouveaux sont apparus), pas assez d'instances de résolution internationales. Comme l'écrivait Hank Paulson en 2010 dans son livre *On the Brink*, « our regulatory system remains a hopelessly outmoded patchwork quilt built for another day and age ». Et que dire de l'absence de convergence des normes comptables ?

On l'aura compris : beaucoup reste à faire pour instaurer un système de prévention systémique plus intelligent et réactif, sans pour autant faire peser de trop lourdes contraintes sur les banques et par là même asphyxier les entreprises. Malheureusement les marchés ne semblent pas à l'heure actuelle capable de compenser la frilosité présente du système bancaire.

Références

Bank of International Settlements working paper, *The euro area crisis and cross-border bank lending to emerging markets*, 2012

Basel Committee on Banking Supervision, *Margin requirements for non-centrally-cleared derivatives*, 2013

Robert Engle, <http://vlab.stern.nyu.edu>

Macroeconomic Assessment Group on Derivatives, *Macroeconomic assessment of OTC derivatives regulatory reforms*, 2013

Hank Paulson, *On the Brink*, 2010

Jeff Shafer, *Five Years Later : Lessons from the Financial Crisis*, 2013