

Page 1

D. PLIHON : Le *Shadow Banking System*. Peut-il être régulé ?

Page 4

- Séminaires & colloques.
- Ouvrages publiés.

LE SHADOW BANKING SYSTEM. PEUT-IL ÊTRE RÉGULÉ ?

Dominique PLIHON

La crise des *subprimes* qui a éclaté en 2007 a révélé l'existence d'un système de financement parallèle au système bancaire traditionnel, dénommé *shadow banking system* (SBS)¹. Le SBS peut être défini comme un système d'intermédiation financière qui regroupe des entités extérieures au secteur bancaire traditionnel, mais remplit pour partie des fonctions semblables². Le SBS se compose de tous les acteurs impliqués dans des opérations de crédit à fort effet de levier et qui n'ont pas directement accès à une assurance de dépôts ni au refinancement des banques centrales, et ne sont pas soumis à la supervision prudentielle. Participent au SBS les banques d'investissement, les fonds spéculatifs (*hedge funds*), les fonds d'investissement (fonds mutuels, fonds de pension, sociétés d'assurance), les fonds de *private equity* et les véhicules spéciaux d'investissement.

Les facteurs à l'origine du shadow banking system

Le SBS a donné lieu à une littérature abondante émanant des institutions publiques internationales³ et du monde académique. Ces travaux mettent en avant deux changements majeurs pour expliquer l'émergence du SBS. Il s'agit, en premier lieu, des politiques de libéralisation financière menées dans la plupart des pays avancés puis émergents à partir des années 1980 (Jeffers et Pollin, 2012)⁴. Ces politiques étaient fondées sur la croyance en l'autorégulation des marchés et la capacité des acteurs financiers de s'autocontrôler. Les autorités ont ainsi laissé se développer des marchés de gré à gré qui, à la différence des marchés organisés, fonctionnent d'une manière totalement opaque et donc incontrôlable, et sont caractérisés par l'absence de chambres de compensation et de règles communes à l'ensemble des opérateurs de marché. Les opérations sur produits dérivés réalisées sur les marchés de gré à gré (par exemple sur les CDS) ont permis aux insti-

tutions financières de mettre en œuvre des effets de levier élevés et de prendre d'importantes positions spéculatives.

Un nouveau modèle d'intermédiation bancaire

La littérature récente a, par ailleurs, montré que le SBS est associé à une nouvelle forme d'intermédiation bancaire, qualifiée de « *market-based banking* ». Avec cette « intermédiation de marché », qui rend caduque l'opposition entre finance bancaire et de marché, les banques s'appuient sur les innovations financières majeures que sont les produits dérivés et la titrisation pour transférer leurs risques aux marchés. Ce qui a favorisé l'adoption d'un modèle nouveau (*originate to repackage and sell*), dans lequel les banques continuent certes d'accorder des crédits, mais avec l'idée de les restructurer et de les vendre au plus vite. Dans ce modèle, les banques ne remplissent plus leurs fonctions traditionnelles – financer l'économie et contrôler les risques – qui sont transférées à des acteurs non bancaires.

Cette nouvelle forme d'intermédiation a donné naissance à une puissante industrie financière, qui constitue le cœur du SBS. Les banques regroupent (*repackage*) les crédits titrisés et ont émis des obligations adossées à ces actifs, dénommées *collateralized debt obligations* (CDO). Ces produits structurés sont achetés par des investisseurs ; les tranches les plus risquées sont acquises par les « véhicules spéciaux d'investissement » (VSI) – *Special Investment Vehicles* – et les fonds spéculatifs (*hedge funds*). Se comportant comme des « quasi-banques », ces acteurs financiers lèvent des ressources à court terme auprès des *money market funds* pour financer des créances à long terme⁵.

Le SBS est devenu un facteur important de risque

¹ Littéralement : « système bancaire de l'ombre »

² Poszar Z., Adrian T., Ashcraft A. et Boesky H. (2010), "Shadow Banking", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 458. Voir également des mêmes auteurs (2012), « Shadow Banking », *Revue d'économie financière* n° 105.

³ European Economic and Social Committee, Green Paper – "Shadow banking", INT/643, 2012. Financial Stability Board, "Shadow Banking: Scoping the Issues", 2011.

⁴ Jeffers E. et Pollin J-P. (2012), « Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière », *Revue d'économie financière* n° 105.

⁵ Guttman R. et Plihon D. (2010), "Consumer debt at the center of finance-led capitalism", *International Review of Applied Economics*.

systémique, pour deux raisons. Premièrement, les institutions financières parallèles échappent à la surveillance des autorités bancaires et n'appliquent pas les règles prudentielles. En second lieu, les acteurs du *shadow banking* system sont fortement interconnectés entre eux, ce qui les rend sujets aux effets de dominos.

Le *shadow banking* system, rouage majeur de la finance globalisée

Le SBS s'est développé aux États-Unis à partir des années 1990. Très rapidement, les banques européennes ont joué un rôle majeur dans ce réseau financier qui est ainsi devenu un mécanisme essentiel de la finance globale. Le Conseil de stabilité financière a tenté de mesurer la taille globale du SBS mondial⁶. Ces estimations aboutissent à deux conclusions importantes et plutôt surprenantes. Premièrement, la crise financière internationale n'a pas provoqué une diminution de la taille du SBS international. Après avoir fortement augmenté au début des années 2000, passant de 26 trillions de dollars en 2002 à 62 trillions de dollars en 2007, il a connu une légère diminution en 2008 ; mais il représente en 2011 67 trillions de dollars, soit plus qu'à la veille de la crise. Deuxième conclusion : en 2011, le SBS de la zone euro était de taille équivalente (22 trillions de dollars) à celui des États-Unis (23 trillions de dollars). Si l'on prend en compte le système bancaire parallèle du Royaume-Uni (9 trillions de dollars), l'Europe pèse plus lourd (31 trillions de dollars) que les États-Unis dans le SBS mondial !

Les banques européennes au cœur du *shadow banking* system mondial

Des travaux récents ont montré la participation active des banques européennes au SBS états-unien, conduisant à une interconnexion étroite de part et d'autre de l'Atlantique⁷. Les grandes banques européennes, telles que UBS, Deutsche Bank, BNP-Paribas et Barclays ont été aussi actives que les banques américaines dans le système bancaire parallèle, opérant à partir de leurs filiales à Londres et New York. En menant ces opérations, les banques européennes ont largement contribué à l'internationalisation du SBS.

Les banques universelles françaises particulièrement actives

Le modèle bancaire dominant en Europe est depuis longtemps celui de la banque universelle, active sur les principaux métiers de la finance. Les banques européennes, à la fois banques de

détail et d'investissement, ont intégré dans leur périmètre des opérations de *shadow banking*. De ce point de vue, les banques françaises sont emblématiques. Celles-ci contrôlent la grande majorité des fonds d'investissement sur le marché domestique. Ces fonds ont acquis des produits structurés et à haut risque en se finançant directement sur les ressources collectées par leurs groupes bancaires (notamment les dépôts des particuliers), et en bénéficiant du refinancement de la BCE. Ainsi, du fait de l'absence de séparation entre activités de banque commerciale et de banque d'investissement, l'activité de *shadow banking* est logée au cœur même des banques universelles européennes, ce qui est une source majeure de fragilité.

Effondrement du *shadow banking* system et crise financière internationale

La crise financière qui débute à l'été 2007 aux États-Unis va révéler que le SBS est le maillon faible du système financier international⁸. Dans un épisode de crise de crédit traditionnelle, les banques enregistrent des pertes, se refinancent à court terme auprès de la banque centrale et se recapitalisent en faisant appel aux investisseurs. Mais, dans la mesure où les créances bancaires avaient été transférées au système bancaire parallèle pour être transformées en produits structurés puis revendues à des investisseurs dans le monde entier, la crise s'est propagée à l'échelle internationale. Un des premiers signaux de la crise est envoyé le 9 août 2007 par BNP-Paribas qui suspend deux de ses fonds d'investissement, ces derniers se déclarant incapables de valoriser les produits structurés acquis sur le marché américain. La crise s'accélère en 2008 avec la défaillance en chaîne de nombreux *hedge funds* et des grandes banques d'investissement, qui sont les principaux acteurs du SBS. Fin 2008, les pertes bancaires étaient estimées à 700 milliards de dollars, les cours boursiers des principales places financières avaient chuté de 50 %.

Quelle régulation pour le *shadow banking* system ?

Le développement incontrôlé du SBS consacre l'échec des politiques de régulation financière fondées sur la doctrine du laisser-faire et la croyance en l'autorégulation et en l'efficacité du système financier. Il est reconnu que la gravité de la crise provient d'un déficit de régulation, ce qui a amené les autorités à mettre en œuvre des

⁶ Financial Stability Board (2011), "Shadow banking system – Scoping the issues".

⁷ Shin H. S. (2011), "Global Banking Glut and risk Premium", 12th Jacques Polack Annual Research Conference, 10-11 novembre.

Bouveret A. (2011), "An assessment of the shadow banking sector in Europe".

Electronic copy available: <http://ssrn.com/abstract=2027007>

⁸ Adrian T. and Shin H.S. (2010), "The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09", *Staff Report* no. 439, March 2010, Revised April. Gorton G. & Metrick A. (2009), *Securitized Banking and the Run on Repo*, Working Paper 15223, NBER.

⁹ Plihon D. (2010), *La réforme de la régulation financière*, Cahiers français n° 359, Paris, La Documentation Française, novembre-décembre

réformes financières⁹.

L'administration américaine a fait voter le *Dodd&Frank Act* (juillet 2010) qui comporte des mesures destinées à limiter la prise de risque des banques commerciales et en particulier leurs relations avec les acteurs du SBS. On peut citer, parmi elles, l'interdiction de la négociation pour compte propre, la limitation des participations dans les fonds spéculatifs à 3 % des fonds propres et la filialisation des activités sur les marchés de produits dérivés de gré à gré.

Les autorités britanniques ont adopté le dispositif proposé par la commission Vickers qui consiste à sanctuariser les activités de banque de détail au sein des groupes bancaires, dans le but de les protéger des risques liés à l'activité de banque d'investissement.

De son côté, la Commission européenne a mis en chantier plusieurs réformes. Une directive publiée en 2010 impose des obligations de transparence aux *hedge funds* en échange d'un « passeport » leur permettant d'être présents dans les 27 pays de l'Union européenne. La directive « MIF » sur les marchés d'instruments financiers, dont l'inspiration libérale avait favorisé le développement des marchés de gré à gré non contrôlés, a été réformée en 2011 pour rendre obligatoire la négociation des instruments dérivés sur des plateformes organisées. Par ailleurs, le rapport Liikanen, commandé par la Commission, a rendu en 2012 des propositions pour segmenter les activités bancaires, au sein des groupes bancaires afin d'isoler les activités spéculatives et à risque.

Des réformes insuffisantes

À l'échelon international, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié en 2011 un nouveau référentiel « Bâle III » qui renforce les exigences de fonds propres des banques, met en place des ratios de liquidité, et pose une limite au levier de crédit pratiqué par les banques. Par ailleurs, les banques devront garder dans leurs bilans 5 % du montant des crédits titrisés, pour rendre ces dernières plus prudentes dans la distribution des crédits vendus par la technique de titrisation.

Enfin, à la demande du G20, le Conseil de stabilité financière a formulé des recommandations destinées à renforcer les exigences prudentielles imposées aux SIFIs (institutions financières à caractère systémique), groupes bancaires ayant deux caractéristiques : une grande taille et une forte interconnexion – source de risque systémique – avec d'autres acteurs financiers, tels que des banques d'investissement, des fonds spé-

latifs, etc. Au niveau mondial, 29 SIFIs ont été dénombrées, dont 4 sont françaises.

La plupart de ces réformes financières vont dans le bon sens dans la mesure où elles tentent de réguler les différents acteurs du SBS. Mais elles sont insuffisantes. Ainsi, comme c'est le cas de la nouvelle loi bancaire française votée en mars 2013, aucune des réformes en cours n'organise une stricte séparation – à l'instar du *Glass-Steagall Act* (1933) - entre, d'une part, les activités bancaires traditionnelles et, d'autre part, les activités à haut risque de nature largement spéculative réalisées par les acteurs du SBS, en particulier les banques d'investissement et les fonds spéculatifs. Cette question non résolue de la séparation se pose avec acuité en Europe où coexistent sans véritable cloisonnement ces différentes activités bancaires au sein de banques universelles. Enfin, on peut regretter que les autorités, ainsi que la plupart des économistes, continuent de privilégier la régulation des acteurs financiers dans le cadre d'une conception micro-prudentielle, alors qu'une approche globale et systémique est nécessaire pour faire face aux effets de réseau et aux externalités négatives du SBS.

Séminaires & Colloques

7 juin 2013 - MSH Paris Nord : Séminaire du CEPN (CEPN, Université Paris 13)

CHRISTOPHE BOUCHER (Université de Lorraine) : *"Macroeconomics at Risk"*.

14 juin 2013 – MSH Paris Nord - Séminaire du groupe AMPK (CEPN, Université Paris 13)

STEVEN FAZZARI (Washington University in St. Louis, USA) - *"Unstable Demand Growth and Fiscal Policy"*.

21 juin 2013 – MSH Paris Nord - Séminaire du groupe AMPK (CEPN, Université Paris 13)

TAHA CHAIECHI (James Cook U., Australia) – *"Climate extreme events and macroeconomic synchronous response through a Post-Keynesian lens"*.

7-9 novembre 2013 – Campus de Bobigny (IUT) – 25^{ème} COLLOQUE ANNUEL DE L'EAEPE : Beyond Deindustrialisation: The Future of Industries.

Organisation Locale : NATHALIE COUTINET (CEPN) & PHILIPPE ABECASSIS (CEPN)

Plus d'informations : www.eaepeparis2013.com

Ouvrages publiés



MANUEL DES AFFAIRES

Ou traité théorique et pratique des entreprises industrielles, commerciales et agricoles

JEAN-GUSTAVE COURCELLE SENEUIL

Edition scientifique par LUC MARCO (CEPN)

En novembre 1854 un économiste parisien met la dernière main à un livre consacré aux entrepreneurs et à leurs diverses entreprises, qu'elles soient aussi bien industrielles, commerciales ou encore agricoles. L'ouvrage est mis en vente en janvier 1855, et il obtient vite un grand succès. L'auteur y défend une position très libérale qu'il a acquise dans la célèbre revue mensuelle : le Journal des économistes. Tout en faisant le bilan économique de soixante-dix ans de révolution industrielle en Europe, Courcelle Seneuil va aussi confronter avec intelligence l'expérience française et celle de l'Angleterre. En tant que témoignage exceptionnel de la pensée gestionnaire du XIXe siècle, ce livre est ici proposé dans une édition scientifique qui resitue les citations de l'auteur dans le contexte de l'époque.

L'Harmattan, Coll. Recherches en gestion, mars 2013



TEACHING POST KEYNESIAN ECONOMICS

Edité par JESPER JESPERSEN (Roskilde University) & MOGENS OVE MADSEN (Aalborg University, Denmark)

Contribution D'ANGEL ASENSIO (CEPN)

This book contends that post Keynesian economics has its own methodological and didactic starting point, and its realistic analysis comes close to a much-needed factor in the current economic and financial crisis. At a time when the original message of Keynes' General Theory is no longer present in the most university syllabuses, it book celebrates the uniqueness of teaching post Keynesian economics, providing comparisons with traditional economic rationale and illustrating the advantages of the post Keynesian economic teaching and thinking.

Edward Elgar Publishing Ltd. Juillet 2012
www.e-elgar.com