

© Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2010



IV / Régulation financière: arbitrage entre stabilité et croissance

*Agnès Bénassy-Quéré et Gunther Capelle-Blancard**

Les grands principes de la nouvelle régulation financière ont été posés en avril 2009 lors du sommet du G20 de Londres. Leur mise en pratique connaît un succès inégal selon les dossiers (tableau I).

Aux États-Unis, la loi Dodd-Frank enfin votée

Dans un discours énergique prononcé en juin 2009, le président américain Obama fustigeait la « culture de l'irresponsabilité » de Wall Street et lançait le grand chantier de la régulation financière aux États-Unis. Un an plus tard, en juillet 2010, après d'intenses débats et de multiples amendements au Congrès et au Sénat, la loi Dodd-Frank sur la régulation financière est adoptée. La mesure phare de cette réforme est la mise en œuvre, sous une forme amendée, de la règle dite « Volcker », du nom du président de la Réserve fédérale américaine dans les années 1980, aujourd'hui conseiller du président Obama. Cette règle consiste, dans l'esprit du *Glass-Steagall Act* adopté à la suite de la crise de 1929 et abrogé en 1999, à interdire aux établissements financiers bénéficiant de garanties publiques de pratiquer des activités de *trading* pour compte propre, c'est-à-dire miser le capital de la banque dans des activités d'arbitrage et de spéculation. Est ainsi ressuscitée une forme modernisée de la distinction classique entre banques de dépôt et banques d'affaires.

* Agnès Bénassy-Quéré est directrice du CEPII et Gunther Capelle-Blancard est directeur adjoint au CEPII.

Tableau I. Les différents chantiers de la régulation financière

Thème	États-Unis	Europe	International
Renforcement des fonds propres des banques	Définition plus stricte des fonds propres « durs » (tier 1), levier limité à 15 fois les fonds propres pour les banques « systémiques »	Directive fonds propres (mai 2009)	Bâle 3
Extension du périmètre de la régulation	Enregistrement des <i>hedge funds</i> auprès de la Fed	Projet de directive sur les <i>hedge funds</i>	
Amélioration des normes comptables	FASB	IASB	IASB. Convergence IASB-FASB prévue à l'horizon 2011
Organisation de la supervision	Banques « systémiques » supervisées par la Fed, possibilité de démanteler ces banques	Agences spécialisées (banques, assurances, marchés) + Comité européen du risque systémique	
Séparation des activités bancaires	Interdiction du <i>trading</i> pour compte propre pour les banques commerciales et les établissements supervisés par la Fed, limitation des prises de participation dans des <i>hedge funds</i>		
Marchés de gré à gré de produits dérivés	Filialisation obligatoire de certaines de ces activités, création de chambres de compensation	Projet de chambre de compensation unique pour les dérivés en euros	
Protection des consommateurs	Création au sein de la Fed d'un bureau de protection financière des consommateurs, réglementation des crédits immobiliers et des cartes de crédit, extension à 250 000 dollars de la garantie des dépôts	Réalisée par les agences de supervision microprudentielle	
Titrisation	Obligation de conserver 5 % des crédits tritisés au bilan des banques	Obligation de conserver 5 % des crédits tritisés au bilan des banques	
Agences de notation	Création d'un bureau de supervision au sein de la Securities and Exchange Commission, possibilité de poursuivre une agence en justice	Obligation de s'enregistrer et de transmettre leurs méthodes	
Bonus		Taxe sur les bonus en France et au Royaume-Uni	Principes édictés par le G20, contrôle par le Comité de stabilité financière

La loi Dodd-Frank permettra aussi à la Réserve fédérale américaine, chargée de surveiller les établissements « systémiques », d'en organiser, le cas échéant, le démantèlement, évitant ainsi au contribuable américain de devoir une nouvelle fois renflouer des géants de Wall Street. C'est une manière, pour les États-Unis, de résoudre le fameux problème du *too big to fail* (trop grand pour faire faillite) : bien que bénéficiant d'une garantie des dépôts généreuse (250 000 dollars par compte), les banques « systémiques » auront moins d'incitation à s'engager dans des opérations rémunératrices mais (donc) risquées, les exposant à un éventuel démantèlement sous l'égide de la Fed.

La réforme américaine porte aussi une attention particulière aux consommateurs. Le bureau de protection financière des consommateurs, mis en place au sein de la Fed, sera chargé de contrôler l'information fournie aux clients des banques, à la fois comme déposants et comme emprunteurs, et de contrôler que les banques vérifient bien les capacités de remboursement des ménages à l'occasion, par exemple, des achats immobiliers.

En revanche, le projet de taxe bancaire a finalement été abandonné et la réforme ne résout pas véritablement la balkanisation de la supervision financière, la multiplicité des organismes de supervision favorisant l'arbitrage réglementaire. Ainsi, dans le secteur des assurances, la supervision demeure du ressort des États.

En Europe, des directives en discussion

En Europe, les réformes sont discutées une par une, de sorte que le résultat est moins spectaculaire. Par ailleurs, les priorités sont différentes. Elles ont jusqu'à présent surtout porté sur l'organisation de la surveillance prudentielle : réorganisation des comités de régulateurs européens en autorités indépendantes dotées de pouvoirs propres dans chacun des trois champs de la supervision (banques, assurances, marchés), création d'un Conseil européen du risque systémique, présidé par le président de la Banque centrale européenne. Par ailleurs, plusieurs directives sont en discussion concernant la réglementation des *hedge funds* et des ventes à découvert, ainsi que la mise en place d'une chambre de compensation pour les transactions sur produits dérivés (encadré p. 53). L'Europe a, comme les États-Unis, encadré l'activité des agences de notation et elle s'achemine aussi vers la mise en place de

Encadré. Ventes à découvert et organisation des marchés dérivés

Interdiction des ventes à découvert : la fausse bonne idée

Les ventes à découvert sont des opérations de spéculation consistant à vendre des titres que l'on ne détient pas, dans l'attente d'une baisse des cours qui permette de les racheter moins cher plus tard et donc de réaliser une plus-value. Ce type de stratégie peut évidemment avoir un caractère déstabilisant en exerçant une pression à la baisse sur le prix des actifs. D'ailleurs, au plus fort de la crise, la plupart des pays ont pris des mesures d'interdiction. Il est important toutefois de noter que celles-ci concernaient uniquement certains titres (principalement les valeurs bancaires) et pour une durée limitée.

Ce dont il a été question en 2010, c'est de généraliser ces interdictions. Ainsi, en mai 2010, la chancelière allemande Angela Merkel a-t-elle annoncé l'interdiction des ventes à découvert sur les titres de dettes souveraines. Cette décision marque une volonté politique forte. Mais elle soulève deux interrogations. Une telle interdiction peut-elle être effective ? On peut en douter tant les possibilités de contournement sont nombreuses, soit parce que l'Allemagne est le seul pays à appliquer une mesure si radicale, soit parce qu'il existe de nombreuses stratégies qui permettent de spéculer à la baisse (en particulier à l'aide des produits dérivés). Par ailleurs, est-ce souhaitable ? En période de crise, une telle mesure est certainement salvatrice. Mais, en régime de croisière, il est au contraire nécessaire que certains investisseurs puissent parier sur la baisse des cours. C'est indispensable si l'on veut éviter les bulles spéculatives. En somme, l'interdiction des ventes à découvert, pourquoi pas, mais cela doit rester limité.

Le projet d'interdiction des produits dérivés à nu

Les produits dérivés sont des instruments financiers dont la valeur dépend de l'évolution du prix d'un actif (actions, taux de change, indice boursier, matières premières...). Ils sont initialement conçus comme des instruments de couverture des risques, mais peuvent également servir à des fins spéculatives. Précisons d'emblée que la spéculation n'est pas, en soi, condamnable ; elle est même nécessaire au bon fonctionnement des marchés. Cela étant, poussée à l'excès, elle devient déstabilisante. Les volumes aujourd'hui négociés sur les marchés dérivés dépassent souvent – et de très loin – les volumes enregistrés pour les actifs sous-jacents. Dans certains cas, ce ne sont plus les fondamentaux qui guident l'évolution du prix des produits dérivés, mais les produits dérivés qui pèsent sur les fondamentaux.

Au cours de la crise, deux classes de produits dérivés ont été montrées du doigt : les produits dérivés sur matières premières et les dérivés de crédit (les fameux CDS, pour *credit default swaps*). Dans le premier cas, les positions spéculatives sont soupçonnées d'avoir contribué à la hausse vertigineuse du prix des matières premières, y compris des denrées de base, au détriment des populations des pays les plus pauvres. Dans le cas des CDS, on leur reproche de distordre la perception du risque de défaut. Ainsi, la plupart des acheteurs de protection contre un défaut de la Grèce n'étaient-ils tout simplement pas en possession de titres grecs. Cela revient un peu à prendre une assurance sur une maison que l'on ne possède pas ! On voit d'abord mal l'utilité sociale de ce type d'opération... Plus grave ensuite, cela a eu pour effet de renchérir la prime d'assurance, d'augmenter le coût des financements et donc d'alourdir encore un peu plus la dette grecque.

Pour limiter ces effets néfastes, certains économistes – parmi lesquels le prix Nobel d'économie Joseph Stiglitz, Richard Portes (professeur à la London Business School) ou le milliardaire Georges Soros – proposent d'interdire les transactions de dérivés à nu, c'est-à-dire sans qu'il y ait d'engagements sur l'actif qui sert de support. En pratique, cela pourrait passer par une interdiction des règlements en espèces (procédure dite de *cash settlement* – majoritairement appliquée aujourd'hui), tous les actifs sous-jacents devant effectivement être livrés à terme. Cela revient en fait à limiter l'accès des marchés dérivés aux acteurs (et aux intermédiaires qui agissent pour le compte de ces derniers) qui sont partie prenante du marché sous-jacent : essentiellement les producteurs ou consommateurs de matières premières dans le premier cas, les détenteurs de titres souverains dans le second. Certes, cela aurait pour effet de réduire les volumes de transaction, et donc éventuellement la liquidité du marché, voire son efficacité (quoique le lien ne soit pas si évident entre volume et liquidité, encore moins entre volume et efficacité). Mais une telle mesure serait susceptible de réduire considérablement les *runs* boursiers, à la hausse comme à la baisse.

Ce sujet est cependant loin de faire l'unanimité, y compris parmi les économistes (Darrell Duffie, par exemple, spécialiste des marchés dérivés et professeur à l'université de Stanford, conteste le lien entre la spéculation sur les CDS et le renchérissement du coût du financement des emprunteurs souverains). Dans l'état actuel, il y a peu de chances que des mesures aussi radicales soient mises en œuvre.

Les marchés en quête de transparence

La crise a mis en lumière les dangers liés aux échanges qui se déroulent hors du cadre des marchés réglementés. L'essentiel des dérivés de crédit (instruments qui permettent de transférer, par contrat, tout ou partie du risque de crédit portant sur un tiers) sont ainsi négociés de gré à gré. Cela pose essentiellement deux problèmes, intimement liés. Il est d'abord très difficile dans ce contexte de connaître les positions de chacun et d'assurer la traçabilité des risques. Y a-t-il véritablement eu des attaques spéculatives sur la dette grecque ? Si oui, par qui ? Difficile de répondre à ce type de questions alors que l'on a une vue très approximative des transactions opérées par les intervenants. Cette opacité est, en outre, source de risque systémique. Les marchés dérivés sont, en effet, censés renforcer la résilience des systèmes financiers en assurant une répartition optimale des risques. Mais, à force de transferts de risque – la complexité des produits aidant –, on ne sait plus qui supporte quoi. Surtout, au final, les risques se trouvent concentrés entre les mains d'une poignée d'acteurs mondiaux, avec les dangers que l'on sait en cas de faillite de l'un d'eux.

Pour remédier à cette opacité et pallier les problèmes de concentration des risques, l'idée est de faire migrer les transactions de gré à gré vers les marchés organisés. Cette centralisation obligerait certes à standardiser les produits ; les stratégies perdraient alors en souplesse, mais on gagnerait en transparence. Le grand mérite des marchés organisés, c'est la présence d'une chambre de compensation qui s'interpose systématiquement entre les acheteurs et les vendeurs et limite le risque de contrepartie. L'introduction d'une chambre de compensation pour les produits dérivés actuellement négociés de gré à gré est aujourd'hui une idée largement acceptée. Plusieurs réformes sont en cours en Europe et aux États-Unis en ce sens.

chambres de compensation pour les produits dérivés. Contrairement aux États-Unis, et malgré l'échec de la tentative de coordination sur ce sujet au G20, trois pays d'Europe (Allemagne, France et Royaume-Uni) ont annoncé leur intention de taxer les banques au-delà des taxes déjà mises en place sur les bonus des *traders* (encadré ci-dessous).

En revanche, l'Europe a été moins active que les États-Unis sur la protection des consommateurs (fonction déjà assurée par les régulateurs de marchés). Surtout, elle n'a pas introduit de règle de séparation des activités bancaires ni de processus organisé de démantèlement éventuel d'établissements bancaires. Il faut dire que le modèle bancaire dominant en Europe est celui de la banque universelle, fondé sur la diversification des activités bancaires. Par ailleurs, l'organisation des faillites bancaires en Europe se heurte à la part très importante des activités transfrontières des banques, et donc à la question du partage du fardeau entre les États membres concernés par une faillite.

Encadré. Taxes sur les activités financières: chacun de son côté

Le débat sur la taxation des activités financières est autant politique qu'économique. L'objectif d'une telle taxe n'est d'ailleurs pas toujours très clair: s'agit-il de réduire les inégalités de revenu en taxant les bonus stratosphériques des *traders*? De faire payer les banques pour la crise? De constituer un fonds de réserve pour parer les prochaines faillites? D'orienter les intermédiaires financiers vers les activités les plus « socialement utiles »? De mettre quelques grains de sable dans les rouages de la finance mondiale? Tous ces objectifs sont louables, mais sous-tendent des approches différentes, notamment en termes:

- d'assiette: faut-il taxer les bonus, les profits, le bilan, le hors-bilan, uniquement les engagements risqués, les transactions de change, toutes les transactions financières?
- de périmètre: le projet requiert-il une coopération internationale ou peut-il être mis en place sur une base nationale ou régionale? Doit-on taxer seulement les banques ou tous les intermédiaires financiers?
- d'affectation du produit de la taxe: les revenus doivent-ils être traités comme n'importe quelle recette fiscale, être affectés à un fonds d'assurance, servir à financer des projets de développement?

Le tableau I résume les différents projets de taxe sur les activités financières au niveau national et international. Que les banques aient à payer pour une crise dont elles sont les premières responsables est une opinion largement partagée – y compris par les banques elles-mêmes. Dans tous les pays d'ailleurs, elles ont été mises à contribution. Mais cela suffit-il? Quel est le coût de la crise imputable aux banques? Se limite-t-il aux sommes engagées par les États pour renflouer les institutions en difficulté? C'est manifestement la position des banques françaises

qui s'estiment quittes depuis qu'elles ont remboursé les milliards que l'État leur a prêtés. Mais, en réalité, le coût de la crise va bien au-delà : il se chiffre à plusieurs points de PIB. À ce titre, il est tout à fait légitime d'envisager une contribution de la part des intermédiaires financiers qui aille au-delà des plans de sauvetage. Sous quelle forme ? C'est bien là la question.

Pour éviter que les contribuables soient mis à contribution en cas de faillite bancaire, on peut envisager un fonds de garantie qui soit alimenté par les banques – il s'agirait d'ailleurs à proprement parler plus d'une prime que d'une taxe – et dans lequel on puiserait en cas de faillite de l'un des contributeurs (et qui viendrait compléter l'assurance dont bénéficient les déposants dans la plupart des pays). Ce système d'assurance souffre toutefois d'un défaut majeur, bien connu des économistes, le problème de l'aléa moral : lorsqu'on se sait assuré, on a tendance à prendre plus de risques. Ceci est valable pour les automobilistes comme pour les banques. Le problème existe, c'est indéniable. Mais, au fond, est-il beaucoup plus prégnant que lorsque l'État lui-même fournit une assurance implicite aux banques ? Un autre problème est celui du périmètre de la taxe. La finance étant mondialisée, le mieux serait d'avoir un système international. C'est en tout cas l'idée du FMI lorsqu'il plaide, en avril 2010, en faveur d'une « Contribution à la stabilité financière » – avec, en outre, l'idée que cette contribution soit fonction des risques que les établissements font encourir au système financier (pour des raisons à la fois d'équité et d'incitation). Or, pour le moment, cette proposition n'a pas connu beaucoup d'échos. Les Européens y sont plutôt favorables (la Suède a déjà mis en place un tel fonds de réserve, l'Allemagne est sur le point de le faire), tout comme les États-Unis, semble-t-il, mais ils rencontrent au sein du G20 l'opposition du Canada et de plusieurs grands pays émergents dont le secteur bancaire a été relativement épargné par la dernière crise.

Une option, défendue entre autres par la France, le Royaume-Uni et les États-Unis, pourrait être de taxer les activités financières en vue, non pas pour alimenter un fonds dédié, mais pour renflouer les caisses de l'État mises à mal par la crise ; l'assiette pourrait être constituée des profits ou des rémunérations des banques. Cette option s'accorde pleinement avec l'idée selon laquelle la contribution des banques n'est que la juste contrepartie des « externalités » négatives liées au risque systémique. Au fond, cela revient à appliquer aux activités financières le principe « pollueur-payeur ». Une telle taxe, qualifiée de taxe « pigouvienne » par les économistes, pourrait s'ajouter à la prime d'assurance évoquée précédemment. Le FMI, toujours dans son rapport d'avril 2010, est favorable à ce double système.

Au sommet du G20 de Toronto, les projets du FMI ont reçu une fin de non-recevoir. Il n'y aura donc pas d'approche globale, au moins à court terme. Néanmoins, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni ont fait savoir qu'ils n'abandonnaient pas leur projet de taxe sur les banques. Si le projet allemand est relativement bien connu, on ne sait pas encore grand-chose des projets français et britanniques. Quoi qu'il en soit, il est probable que les modalités diffèrent, mais la contrainte sur les banques devrait être similaire dans les trois pays. En outre, une taxe sur les transactions financières (à l'image de la fameuse taxe Tobin) est de nouveau à l'étude sous l'impulsion de l'Union européenne. Le dossier est au menu de la présidence belge pour la fin 2010.

Les questions qui fâchent

Deux questions principales opposent l'Europe et les États-Unis : les normes comptables et le renforcement des fonds propres des banques. Ces deux questions sont en principe traitées au niveau international, respectivement par l'IASB et par le Comité de Bâle.

Les normes comptables sont du domaine d'une association professionnelle internationale, l'International Accounting Standards Board (IASB). Mais, alors que l'Union européenne utilise directement les normes édictées par l'IASB, les États-Unis ont leur propre organisme comptable (Federal Accounting Standards Board – FASB). L'enjeu majeur porte sur la comptabilisation aux prix de marché (par opposition aux valeurs faciales ou historiques) dans les bilans bancaires : comptabiliser aux prix de marché favorise une certaine objectivité dans les comptes mais cela accentue le comportement procyclique des banques. Alors que le G20 avait fixé à 2011 la date butoir pour une convergence des normes, celle-ci est loin d'être assurée.

Tout comme pour les normes comptables, l'harmonisation des normes prudentielles n'est pas acquise. Fin 2009, le Comité de Bâle a proposé un nouvel ensemble de normes de fonds propres (Bâle 3) destiné à améliorer la solidité des banques (voir chapitre v). Ce dossier devrait normalement aboutir à la fin de la présidence coréenne du G20, en novembre 2010. Mais les banques européennes craignent d'être défavorisées par rapport à leurs homologues dans des pays (notamment les États-Unis) qui n'appliqueraient pas les normes de Bâle 3 dont la mise en œuvre reste du domaine des États. Surtout, que ce soit cette fois aux États-Unis, en Europe ou ailleurs, les banques ont vivement protesté (chiffres à l'appui) prétendant que ces mesures nuiraient considérablement à la reprise, les exigences supplémentaires ne pouvant se traduire que par un renchérissement des conditions de financement. Manifestement, ce discours (le même qu'il s'agisse des réformes prudentielles, de la réforme des marchés, des projets de taxe...) est exagérément pessimiste. Ainsi les banques oublient-elles de mentionner les bénéfices en termes de stabilité que l'on peut attendre des réformes ! Alors, certes, il n'y a pas d'urgence à réglementer. Mais l'appétit pour les réformes diminue. Jusqu'à présent, les résultats obtenus reflètent un bon compromis entre désirs de stabilité et besoins de croissance. Mais combien de temps encore avant que la fenêtre des réformes ne se referme ?