



LE CERCLE TURGOT

LABEX
LABORATOIRE D'EXCELLENCE
REGULATION FINANCIERE
FINANCIAL REGULATION LAB
ReFi

Sous la direction de CONSTANTIN MELLIOS *et* JEAN-JACQUES PLUCHART

Préface de JACQUES DE LAROSIERE • *Postface de* JEAN-LOUIS CHAMBON

FRANÇOIS BAUDU
JEAN-PAUL BETBEZE
PASCAL BLANQUE

CHRISTIAN DE BOISSIEU
DOMINIQUE CHESNEAU
ALEXIS COLLOMB

JEAN-CLAUDE GRUFFAT
VIVIEN LEVY-GARBOUA
GÉRARD MAAREK



Le Shadow Banking

**Qu'est-ce que la finance parallèle ?
Quel est son rôle ? Comment la réguler ?**

EYROLLES

Un big bang bancaire ?

Le *shadow banking*, ou finance non réglementée, suscite crainte et fascination depuis la crise des *subprimes*. En plein développement, il rassemble l'ensemble des acteurs contribuant au financement non-bancaire de l'économie, depuis les firmes de capital-investissement jusqu'au crowdfunding.

Opaque, spéculatif, à haut risque, systémique, voire « criminel » pour certains, le *shadow banking* est décrit par d'autres comme flexible, dynamique, innovant, adapté au financement de l'économie moderne, et complémentaire aux réseaux bancaires « sur-réglementés ». Que penser de ce phénomène complexe, dont le poids pourrait dépasser celui du système bancaire traditionnel ?

Procédant à un diagnostic rigoureux du *shadow banking system*, les auteurs mettent en lumière ses dimensions techniques et économiques, mais aussi ses facettes politiques et culturelles, comparent ses différents modes de réglementation et explorent les nouvelles voies possibles de régulation. Ils esquissent ainsi les contours de la nécessaire transformation du système financier actuel.



Le Cercle Turgot rassemble les meilleurs experts du monde de la finance, universitaires, dirigeants d'entreprises et d'institutions réputées, auteurs de nombreux best-sellers dans le domaine économique et financier.

Le **Laboratoire Régulation Financière** (Labex Refi) est un centre de recherche universitaire dédié à l'évaluation des politiques de régulation. Il vise d'une part à faire progresser la connaissance du fonctionnement des systèmes financiers et de leur régulation, et d'autre part à « conseiller » et « guider » en toute indépendance l'action des pouvoirs publics.

Le Shadow banking

Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris Cedex 05
www.editions-eyrolles.com

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2015
ISBN : 978-2-212-56267-5

Cercle Turgot
et Laboratoire Régulation financière
Sous la direction de
Constantin Mellios et Jean-Jacques Pluchart

Le Shadow banking

Qu'est-ce que la finance parallèle ?
Quel est son rôle ? Comment la réguler ?

EYROLLES



Sommaire

Préface	9
Avant-propos.....	11
<i>Chapitre introductif</i>	
Du <i>shadow banking</i> aux <i>shadow bankings</i>	13

PARTIE 1 – L’EXPANSION RAPIDE DU *SHADOW BANKING*

Chapitre 1

Shadow banking contre *banking*

Jean-Paul Betbèze..... 25

Chapitre 2

Shadow banking : une alternative dans le financement de l'économie ?

François Baudu
et Constantin Mellios..... 33

Chapitre 3

La banque de l'ombre vue des États-Unis d'Amérique

Jean-Claude Gruffat 57

Chapitre 4

Les nouvelles formes numériques du *shadow banking* : du *crowdfunding* au bitcoin

Alexis Collomb 79

Chapitre 5

Shadow banking : les nouvelles pratiques de titrisation

Dominique Chesneau..... 99

PARTIE 2 – LES DÉFIS DE LA RÉGULATION DU SHADOW BANKING

Chapitre 6

**Le shadow banking : opportunité pour les opérateurs,
défi pour les régulateurs**

Christian de Boissieu 129

Chapitre 7

Banques et marchés : l'enjeu de la stabilité financière

Vivien Levy-Garboua
et Gérard Maarek..... 141

Chapitre 8

**Finance de marché, mutations du financement
de l'économie et risque
Une perspective de gérant d'actifs**

Pascal Blanqué 165

Chapitre 9

**Le shadow banking : nouveau levier de financement
des économies émergentes**

Jean-Jacques Pluchart..... 185

Conclusion

Du shadow banking au shadow working

Postface

Jean-Louis Chambon..... 207

Bibliographie..... 211

Les auteurs de l'ouvrage 217

Index 222

Le laboratoire d'excellence Régulation financière

La régulation des activités financières est au centre de l'actualité économique et politique. La crise a en effet amené les régulateurs mais également le monde académique à se poser des questions nouvelles sur l'efficacité des politiques de régulation. Pour répondre à ces interrogations, le laboratoire d'excellence sur la régulation financière (Labex Réfi) a été constitué à l'initiative du CNAM, de l'ENA, de l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne et d'ESCP Europe (porteur du projet) dans le cadre du grand emprunt. Financé sur dix ans, le Labex Réfi sera évalué par l'Agence nationale de la recherche. La gouvernance du Labex Réfi est organisée autour d'un conseil scientifique sous la direction du professeur Christian de Boissieu, d'un conseil d'orientation stratégique composé de régulateurs et de personnalités académiques et professionnelles et d'un comité exécutif où sont représentées les institutions partenaires. Le Labex Réfi est dirigé actuellement par François-Gilles Le Theule, directeur exécutif, et Raphaël Douady, directeur scientifique. Il est un centre de recherche dédié à l'évaluation des politiques de régulation. Il vise d'une part à faire progresser la connaissance du fonctionnement des systèmes financiers et de leur régulation et, d'autre part, à « conseiller » et « guider » en toute indépendance l'action des pouvoirs publics dans la mise en œuvre des politiques de régulation en apportant une expertise académique. Le Labex Réfi est un laboratoire pluridisciplinaire réunissant des économistes, des comptables, des financiers et des juristes issus de plusieurs institutions. Toutes ces disciplines s'intéressent à la régulation mais avec des outils, des langages et des systèmes d'incitation et d'évaluation qui leur sont propres. Un des objectifs du Labex Réfi est d'amener des chercheurs d'horizons différents à produire ensemble des travaux de recherche « utiles » à la mise en œuvre des politiques de régulation. C'est un enjeu important parce que la régulation a souvent été caractérisée par des logiques « en silo ». Chaque discipline travaille de manière séparée et élabore sa propre doctrine, sans parfaitement appréhender les questions posées par les interactions avec les autres disciplines.

Consulter le site www.labex-refi.com

CERCLE TURGOT

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901

Siège social : 14, rue Pergolèse – CS 11655 – 75773 PARIS Cedex 16

Conférences : Maison de la Chasse et de la Nature, Hôtel de Guénégaud – 75003 PARIS

Centre de réflexions et d'analyses financières traitant des grands sujets économiques et sociaux, il a pour vocation d'encourager les auteurs, de favoriser la recherche fondamentale et appliquée dans ces domaines, la pédagogie, principalement en économie financière, et de promouvoir les jeunes talents, économistes, auteurs et chercheurs.

L'Association édite des ouvrages, des rapports, organise ou participe à des colloques, séminaires, conférences ou débats.

L'Association se compose, outre les membres d'honneur, de membres Fondateurs, Associés, Actifs, des lauréats des éditions du Prix Turgot (25), des représentants de l'économie, de la finance et de l'entreprise. Le Cercle soutient l'événement annuel du Prix Turgot du meilleur livre d'économie financière créé sous le haut patronage du ministère de l'Économie et des Finances, et le Prix FFA-Turgot de la Francophonie en étroite liaison avec l'Association des élèves et anciens élèves de l'Institut de haute finance, **IHFI** institut créé par le président Pompidou en 1972.

<p style="text-align: center;">Membre d'honneur et bienfaiteur</p> <p>Monsieur le conseiller, Marco PICCININI</p>	<p>Philippe JURGENSEN, président de l'ACAM Laure KLEIN, prix spécial Turgot 2008 Fabrice LACOMBE, président Michael Page Alain LAURENT, philosophe Jean-Claude LE LAN, président d'Argan Michel LE LAN, vice-président FNGCD Vivien LEVY-GARBOLA, Comex BNP André LEVY-LANG, prix Turgot 2006 Frédéric LIOTARD, directeur Prospective Thierry LUTHI, président DFCG Mickaël MANGOT, prix Turgot 2005 Jean-Bernard MATEU, président d'Optiverse Consulting François MEUNIER, DGA de Coface Serge MICHEL, journaliste, prix Albert-Londres Jacques MISTRAL, directeur des études économiques à l'Institut français des relations internationales (IFRI) Pierre MONZANI, préfet Philippe NASZALYI, directeur RSG Valérie O'HANNESSIAN, DGA FFB Pierre PARIENTE, directeur général de l'IFG Olivier PASTRE, professeur à Paris-VIII Georges PAUGET, grand prix 2009 Jean-Pierre PETIT, prix Turgot 2003 Jean-François PHELIZON, directeur général adjoint Groupe St-Gobain Jean-Michel PIGNOUX, rédacteur en chef <i>Bulletin quotidien</i> Jean-Jacques PLUCHART, professeur à Paris I Anne-Claude PONT, <i>managing director</i> France RBS Olivier RAY, grand prix 2011 Jean-Michel RAYNAUD, CES Vincent REMAY, conseiller du président Viel & Cie Claude REVEL, conseiller commerce extérieur Pierre-Emmanuel RICHARD, directeur SIRCOM Hubert RODARIE, directeur général SMA BTP Xavier ROIRET, délégué général CICEF Michel ROUSSEAU, président Fondation Concorde Pierre SABATIER, économiste Christian SAINT-ETIENNE, prix Turgot 1994 Guy SALZIGER, <i>past president</i> de l'ACSEED (Association des cadres supérieurs et dirigeants de France Télécom) Michel SCHELLER, président 3 AF Jean-Michel SEVERINO, grand prix 2011 François-Xavier SIMON, DFCG Carol SIROU, présidente Standard & Poor's France Bernard SOURISSEAU, directeur général Services Neully Jean-Marc SYLVESTRÉ, journaliste Jean-René TANCREDE, rédacteur en chef <i>Annales de la Seine</i> Jean-Michel TREILLE, président GAPSE Général François VAQUIER, MIRVOG Agnès VERDIER MOLINIER, directeur général IFRAP Daniel VITRY, professeur à Paris II Christian WALTER, directeur de la chaire « Éthique et finance » ICP Paris Daniel ZAJDENWEBER, prix Turgot 2000</p> <p>Sont aussi Membres :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les coauteurs des ouvrages publiés par le Cercle (<i>Repenser la Planète Finance</i>, 2009 ; <i>Chinamérique</i>, 2010 ; <i>Rigueur ou relance</i>, 2011 ; <i>Grandeur et misère de la finance moderne</i>, 2013 ; <i>Après la récession... inflation ou déflation ?</i>, 2014) - Les Nominés primés dans chaque édition (grand prix – prix spécial du jury et prix spéciaux)
<p style="text-align: center;">Membres d'honneur</p> <p>Voir le site www.lecerclerturgot.com</p>	
<p style="text-align: center;">Conseil d'administration</p> <p>Président d'honneur fondateur : Jean-Louis CHAMBON, président du Prix Turgot François PEROL, président du directoire de BPCE Vice-présidents : Patrick COMBES, DG Viel – Philippe DESSERTINE, DG IHFI – Nicolas BOUZOU, président Astères Administrateurs : Michel BON, Frank BOURNOIS, Pascal BLANQUE, Jean-Gilles SINTÈS, Jean-Bernard MATEU, Jean-Jacques PLUCHART, Pierre SABATIER, Jacques-Henri DAVID, Christian WALTER, Yves MESSAROVITCH, Hubert RODARIE, François PEROL, Michel SCHELLER Trésorier : Michel GABET</p>	
<p style="text-align: center;">Autres membres actifs</p> <p>Michel AGLIETTA, professeur université Marie ALLAVENA, directeur général Groupe Eyrolles Armand ANGELI, président d'EOA Jean-Pierre AYER, président HPR Daniel BACQUEROET, président de la DFCG Nicolas BARRE, directeur général délégué de la rédaction des <i>Échos</i> Nicolas BAVEREZ, économiste Caroline BERTIN DELACOUR, prix Turgot 2009 Jean-Paul BETBEZE, économiste Pascal BLANQUE, économiste Arnaud de BRESSON, DG de Paris Europlace Jean-Luc BUCHALET, économiste Daniel BURLIN, <i>past DG</i> Technip Hervé de CARMOY, président d'Etam Marc CHAMBAULT, ADAE Daniel COHEN, prix Turgot 2009 Laurent COHEN-TANUGI, avocat essayiste Daniel CORFMAT, président ADAE Bernard COURTOIS, ancien président Alain DAUTRIAT, professeur de marketing Jean-Luc DECORNOY, président KPMG. Pierre DOCKÈS, prix Turgot 2009 Yves DOUFRILIAUX, conseiller d'État François DROUIN, président d'OSEO Christian DUVILLET, directeur général de LCL Marc FOSSIER, directeur France-Télécom Michel GABET, secrétaire général AEEIHI Pierre-Noël GIRAUD, prix Turgot 2001 Jacques GODRON, vice-président du Cercle Colbert et conseiller auprès d'Hervé Novelli Jean-Claude GRUFFAT, dirigeant de banque Alexa GUENOUN, directeur général de Ténénos Marc GUILLAUME, prix Turgot 2009 Christophe GUILLEMIN, directeur général French American Foundation France Jean-Michel HILSENKOPF, président Ténénos Marcel JAYR, conseil consultatif de l'AMF Bruno JULIEN, directeur général de Tocqueville Finance, président de la holding Tocqueville Finance, président de Thiriet Gestion</p>	

Préface

Le *shadow banking* (ou système bancaire parallèle) peut être défini comme une forme de crédit intermédié en dehors du système bancaire classique. Le *shadow banking* constitue environ un quart du total des financements intermédiés dans le monde. L'importance de ce secteur parallèle – pratiquement non régulé – a considérablement augmenté depuis une quinzaine d'années.

Les activités de ce secteur ont exercé une influence non négligeable – mais sans doute pas décisive – dans l'éclatement de la crise 2007-2008.

Cependant, cette intermédiation hors du système bancaire peut jouer – et joue de fait – un rôle utile.

La « finance de marché » apporte, en effet, des ressources à l'économie, ressources que les banques ne sont pas toujours à même de fournir de façon adéquate, ne serait-ce qu'en raison des contraintes réglementaires qui pèsent sur leur activité.

Ces financements de marché sont aussi de nature à permettre la diversification des risques pris par des investisseurs.

Je suis conscient de ce que ces arguments ont été fréquemment utilisés pour justifier les développements qui ont caractérisé la montée vers la crise. La titrisation de produits complexes et mal évalués ainsi que l'excès de l'effet de levier ont, de fait, contribué à transférer des risques exagérés des bilans bancaires vers les portefeuilles d'investisseurs.

Mais force est de constater que ces développements négatifs ont été le plus souvent le résultat d'une interaction étroite entre banques et non-banques.

La question n'est donc pas de réprimer, par principe, le développement de la finance parallèle, mais plutôt d'encourager le développement d'une finance de marché soutenable tout en réduisant les risques d'un retour à des pratiques condamnables dont le monde a malheureusement trop souffert du fait de la crise.

Jacques de Larosière

Avant-propos

L'ouvrage collectif *Le Shadow banking* a été conçu et rédigé par des théoriciens et des praticiens de la finance moderne, dans le cadre d'une coopération ponctuelle entre le **Laboratoire d'excellence régulation financière** (Labex Réfi), qui regroupe des chercheurs de l'université Paris-I, de l'ESCP Europe, du CNAM et de l'ENA, d'une part, et d'autre part, le **Cercle Turgot**, *think tank* qui réunit des personnalités de la finance et décerne chaque année le prix Turgot du meilleur livre francophone de finance. Le projet de cet ouvrage a été formé à l'issue d'un colloque organisé le 28 février 2014 à la Sorbonne, dont les actes ont été publiés dans la *Revue Banque*.

Cet ouvrage¹ analyse – au-delà des nombreux rapports officiels et articles scientifiques qui y sont consacrés – les facteurs d'émergence, les conditions de développement et les modes de régulation des entités et des activités du *shadow banking*, insuffisamment ou non réglementées. Les contributions des auteurs à la réflexion sur la finance parallèle – qui n'engagent qu'eux seuls – mettent en lumière l'importance des enjeux attachés à la compréhension et à la régulation des techniques encore non maîtrisées de la finance moderne.

1. La rédaction de cet ouvrage a été achevée en janvier 2015.

Chapitre introductif

Du *shadow banking* aux *shadow bankings*

Le développement de la « finance de l'ombre » (*shadow banking*)¹ reste un phénomène méconnu malgré l'abondance des rapports officiels – notamment du Comité de stabilité financière (CSF) et du Fonds monétaire international (FMI) –, des études universitaires et des articles économiques qui y ont été consacrés depuis l'introduction en 2009 du terme *shadow banking* par Paul Mc Culley du cabinet Pimco. L'identification des causes, la reconnaissance des formes et la mesure des conséquences du *shadow banking* (SB) constituent pourtant des préalables nécessaires à sa régulation. Cette méconnaissance est généralement attribuée à la complexité de ses structures et à la diversité de ses instruments, mais n'est-elle pas également attribuable à diverses contingences, d'ordre technologique (l'innovation financière), économique (la globalisation des marchés), politique (les priorités nationales) et/ou socio-culturel (les rapports des investisseurs au rendement et au risque)... ? Ces questions méritent d'être débattues.

1. Également appelée « banque de l'ombre », *non-banking*... ou « finance de l'ombre », « parallèle », « alternative », « désintermédiée », « de marché » (*market-based*)...

UN PÉRIMÈTRE INCERTAIN

Le périmètre du SB est difficilement traçable. Le CSF et le FMI retiennent les entités exerçant des activités d'intermédiation financière insuffisamment réglementées, non couvertes par des garanties publiques, ne pouvant recevoir de dépôts des épargnants et devant se financer directement sur les marchés financiers ou par divers autres canaux. Les circuits du SB bénéficient généralement de systèmes de taxation et de contrôle différents de ceux de la banque traditionnelle et des marchés financiers classiques.

Les entités de SB (ou *SB system*) ont été regroupées par le CSF en banques d'investissement ou *credit investment funds* (fonds mutuels, de pension, d'assurance-vie...), en fonds négociés en Bourse (*exchange-traded funds* ou ETF), en fonds de placement monétaires (*money market funds* ou MMF), en fonds alternatifs ou spéculatifs (*hedge funds*), en fonds de capital-investissement (*private equity funds*), en sociétés de garantie de crédit, en trusts de gestion d'actifs, notamment immobiliers (*real estate investment trusts*). D'autres sources incluent dans le *SB system* diverses entités de *quasi-banking*, comme les sociétés d'affacturage ou *factoring* (crédit inter-entreprises), les établissements de micro-crédit ou les sites de *crowdfunding*. De nombreuses parties prenantes contribuent au développement et au fonctionnement du SB : les banques classiques, originatrices de divers flux du SB, les agences de notation de certains véhicules du SB, les organisations financières internationales (notamment le CSF, le FMI, la BRI), les régulateurs et les banques centrales.

Il en résulte que la masse des actifs financiers relevant du SB est difficilement mesurable. Leurs encours ont été estimés par le CSF à 75 000 Md\$ à fin 2013, soit un montant

comparable aux 72 000 Md\$ du produit intérieur brut mondial de l'année 2013. Les actifs du SB étaient estimés à 21 000 Md\$ à fin 2002 et sont prévus à environ 80 000 Md\$ à fin 2014. Cet encours représenterait le quart des actifs financiers mondiaux et plus de la moitié des actifs bancaires. Selon le dernier rapport (2014) du CSE, les États-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni détiendraient à eux seuls les trois quarts des actifs relevant du SB, mais la progression des activités du SB est la plus forte dans les BRIC et les pays émergents, notamment en Chine, en Inde, en Indonésie et en Russie. Les fonds d'investissement immobiliers, les autres fonds d'investissement et les fonds alternatifs, ou *hedge funds*, connaissent apparemment les expansions les plus rapides.

LES FACTEURS DE CROISSANCE DU SB

« Le SB a tendance à prospérer quand des régulations bancaires strictes sont mises en place, menant à un contournement des règles », estime Gaston Gelos, un des experts du FMI. Cette formule recouvre deux mouvements contradictoires. Dans un premier temps, la libéralisation financière au cours des années 1980, fondée sur la croyance en l'autorégulation des marchés financiers, a favorisé le développement des marchés de gré à gré non régulés de produits dérivés, destinés à mieux couvrir les risques de change et de taux. Mais, dans un second temps, cette dérégulation a entraîné une multiplication des opérations – plus ou moins spéculatives – de financement à fort effet de levier. Les banques classiques, soumises à la pression de leurs actionnaires et aux normes prudentielles (notamment les ratios de fonds propres) du Comité de Bâle, ont transformé le modèle bancaire traditionnel

(qualifié d'*originate to hold*) en déconsolidant de leurs bilans une partie de leurs actifs par la titrisation de leurs créances les plus risquées (*repackaging*) et leur revente en produits structurés sur les marchés financiers par l'intermédiaire d'établissements financiers *ad hoc* (modèle *originate to repack and sell*). Ces derniers se sont refinancés en émettant principalement des billets de trésorerie (*commercial paper*) acquis par des fonds communs de placement monétaires (*money market funds*). Ce marché a prospéré sous l'effet des faibles taux d'intérêt bancaires pratiqués dans les pays industrialisés, qui ont entraîné certains investisseurs dans une course aux « rendements élevés » (*high yield*) servis par le SB.

DES RISQUES DE NATURES DIVERSES

L'exercice de ces diverses activités du SB comporte des risques spécifiques de crédit ou de défaut, de rendement, de liquidité, de transfert..., mais le risque – dit « systémique » – de contamination d'une crise du SB au secteur bancaire traditionnel et à l'ensemble de l'économie, suivant le schéma de la crise des *subprimes* de 2007–2008, est le plus redouté. Les autres types de risques engendrés par certaines activités du SB n'en sont pas moins négligeables. Ainsi, par exemple, bien que bénéficiant d'une bonne réputation financière, les fonds monétaires (et notamment les VLC ou fonds monétaires à valeur liquidative constante) représentent un risque potentiel de défaut et/ou de liquidité, en l'absence de refinancement par une banque centrale. Bien que réglementées en Europe, les compagnies d'assurances détiennent une partie importante d'actifs non régulés (des produits d'assurance-vie, des crédits assurantiels...) relevant du SB. Par

ailleurs, certaines sociétés d'investissement se livrent à des opérations à fort effet de levier comportant des risques de crédit et de liquidité. Les opérations de *repo*¹ (*sale and repurchase agreement* ou « mise en pension ») sont exposées à un risque de défaut de la part de l'emprunteur...

UNE RÉGULATION LONGUE ET DIFFICILE

Face à ces menaces, les initiatives publiques et privées destinées à encadrer et à réguler certaines des activités relevant du SB se sont multipliées depuis la crise financière de 2007-2008. À l'échelon international, le Comité de Bâle a édicté en 2011 un nouveau référentiel – dit « 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. À la demande du G20, le CSF a présenté un ensemble de recommandations destinées à renforcer les exigences prudentielles imposées aux SIFI² (institutions financières à caractère systémique). La Commission européenne a édicté en 2010 une directive imposant des obligations de transparence aux *hedge funds* et a réformé la directive MIF sur les marchés financiers, en rendant obligatoire la négociation des instruments dérivés sur des plateformes organisées. Par ailleurs, le rapport Liikanen a formulé en 2012 des propositions visant à segmenter les activités bancaires. À l'échelon national, l'administration

-
1. Le *repo* (ou vente de titres au comptant, suivie d'un rachat à terme à un tarif et une date connus) constitue une source de refinancement de certaines banques traditionnelles auprès des banques centrales.
 2. Groupes bancaires ayant deux caractéristiques : une grande taille et une forte interconnexion avec des banques d'investissement, des fonds spéculatifs... 29 SIFI ont été identifiées, dont 4 sont françaises : BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et BPCE.

américaine a fait voter le Dodd and Frank Act (juillet 2010), qui vise notamment à limiter la prise de risque des banques commerciales en relation avec les acteurs du *shadow banking system*. Le Parlement britannique a adopté le dispositif proposé par la Commission Vickers sanctuarisant les activités de banque de détail, afin de les protéger des risques liés aux activités de banque d'investissement...

Malgré ces avancées et bien que sur-réglementé, le secteur bancaire demeure vulnérable. Paul Tucker (ancien directeur du risque de la Banque d'Angleterre) en vient à se demander si le modèle adopté pour la régulation bancaire est bien adapté à l'univers du SB. Selon le FMI, une coopération internationale est nécessaire afin d'éviter qu'un renforcement des règles dans un État ne conduise à une migration de ce marché vers des pays plus permissifs.

Comment donc consolider des systèmes hétérogènes présentant des risques de natures diverses, mais exerçant un rôle complémentaire aux banques dans le financement de l'économie réelle ? Comment concilier les diagnostics des dérives possibles de ces systèmes et leurs modes de régulation – plus ou moins compatibles – proposés par leurs parties prenantes ? Comment éviter les effets d'aléa moral en cas d'intervention des banques centrales auprès de certaines entités du SB ?... Les auteurs de cet ouvrage s'efforcent de répondre à ces questions.

LE PLAN DE L'OUVRAGE

L'ouvrage comporte neuf chapitres organisés en deux parties, respectivement rétrospective et prospective.

La première partie porte plus particulièrement sur les facteurs du développement, sur les différentes formes et sur les diverses implications du SB.

Dans le chapitre 1, Jean-Paul Betbèze souligne l'intérêt de mieux connaître la banque parallèle, d'en tester les risques internes et externes, notamment de contamination entre la « non-banque » et la banque classique. Deux domaines méritent, selon lui, une attention particulière : l'assurance qui pourrait engendrer des risques à long terme ; la banque parallèle dans les pays émergents, dont certaines activités justifient pleinement son qualificatif de banque « de l'ombre ».

Dans le chapitre 2, François Baudu et Constantin Mellios comparent les multiples définitions du SB et leurs impacts respectifs sur l'ampleur du phénomène. Ils montrent comment il s'est affirmé comme un véritable canal de financement alternatif aux canaux traditionnels. Ils mettent en évidence les mutations des modes d'intermédiation bancaire et dégagent les perspectives d'évolution des nouveaux canaux de financement de l'économie.

Dans le chapitre 3, Jean-Claude Gruffat distingue deux préoccupations majeures suscitées aux États-Unis par le SB : l'impératif de concurrence – le *level playing field* – et, surtout, le risque systémique, c'est-à-dire la crainte que la faillite d'une des « non-banques » ferait courir à l'ensemble du système financier. Il montre que le SB contribue à développer la concurrence dans un secteur financier dominé par quelques grandes banques et qu'il est à la fois sain et utile pour le financement de l'économie de diversifier et de spécialiser les financeurs, mais qu'il faut éviter, comme c'est le cas en Chine, de laisser

aux « non-banques » le soin de financer les secteurs les plus exposés et les moins capitalisés.

Dans le chapitre 4, Alexis Collomb dresse une typologie originale des flux du SB, puis s'intéresse à deux catégories de flux correspondant aux innovations numériques les plus récentes, le *crowdfunding* et le *peer-to-peer lending*.

Dans le chapitre 5, Dominique Chesneau estime que, face à des réglementations prudentielles croissantes et à la concurrence d'un modèle bancaire anglo-saxon agressif, les établissements financiers européens – et notamment français – vont poursuivre le modèle *originate to distribute*. Il souligne l'intérêt d'une relance, par des initiatives publiques et privées, de divers mécanismes sécurisés de titrisation et d'affacturage des créances commerciales, de prêts directs aux sociétés non financières (SNF) sous l'égide des normalisateurs et des superviseurs européens et nationaux afin de renforcer la confiance de l'investisseur et la stabilité systémique.

La deuxième partie de l'ouvrage porte plus particulièrement sur les perspectives du SB et sur ses voies de régulation.

Dans le chapitre 6, Christian de Boissieu met en lumière l'aspect dual du SB, qui répond aux besoins des emprunteurs et des investisseurs privés, mais pose de redoutables défis aux pouvoirs publics, notamment aux régulateurs et aux banques centrales. Un nouveau SB – qu'il appelle un *shadow shadow banking* – ne risque-t-il pas d'apparaître en réaction à la mise en œuvre des futurs dispositifs de Bâle III et de la directive AIFM ?

Dans le chapitre 7, Vivien Levy-Garboua et Gérard Maarek décrivent l'émergence actuelle d'un nouveau

paysage financier international. Ils en analysent les sources d'instabilité, puis esquissent une nouvelle politique financière qui viendrait compléter la politique monétaire actuelle. Ils en concluent qu'il faudrait compléter la stratégie de la Banque centrale par une stratégie orientée vers la stabilité des marchés, ne se limitant pas à de simples mesures de prévention macro-prudentielle. Ils proposent également de distinguer deux types de conjoncture : dans les périodes normales – de « paix » –, les outils actuellement envisagés suffisent, et les marchés doivent jouer leur rôle ; dans les périodes de désordre financier – de « guerre » –, un arsenal nouveau – encore à construire – doit être mis en œuvre.

Dans le chapitre 8, Pascal Blanqué souligne que l'expression « finance de marché » (*market-based financing*) est plus appropriée que celle de « banque de l'ombre », car elle contribue d'autant plus au financement de l'économie réelle que les banques classiques allègent leurs bilans (*deleveraging*). Les interprétations différentes des horizons du cycle financier (prix d'actifs), du cycle de crédit (bancaire et non bancaire) et du cycle de croissance rendent leur régulation à la fois complexe, ouverte et essentielle. La question est donc d'identifier les zones sensibles, de tenir compte des mécanismes protecteurs existants tout en évitant les effets contre-productifs éventuels d'une régulation inappropriée. L'auteur montre que la gestion d'actifs est directement partie prenante dans le SB, dans la mesure où sa fonction est de transformer de la liquidité.

Dans le chapitre 9, Jean-Jacques Pluchart analyse les disparités des *shadow banking systems* des économies émergentes. Il traite plus particulièrement les cas emblématiques de la Chine populaire, de l'Inde et de la Corée du Sud. Il montre que la régulation du SB sera d'autant plus longue

et difficile que les intentions et les comportements des parties prenantes des BRIC et des pays émergents vis-à-vis de la banque parallèle se présentent comme étant à la fois politiquement orientés et culturellement encastrés.

En conclusion, Constantin Mellios et Jean-Jacques Pluchart observent que les réflexions avancées par les auteurs de l'ouvrage mettent en lumière les paradoxes du SB, qui reposent sur des facteurs et sur des effets de nature historique et géopolitique. Ils montrent que la révolution financière amorcée dans les années 1980 a conduit à une profonde reconfiguration du système financier en trois blocs. Ils s'accordent à privilégier les mesures de régulation indirecte des instruments financiers, car des dispositifs réglementaires et des systèmes de régulation trop contraignants risqueraient d'être contournés par de nouvelles formes de *shadow shadow banking*. Le chantier de la régulation du SB semble devoir faire appel à un « travail de l'ombre » austère, rigoureux et de longue durée, impliquant du courage politique, de la diplomatie internationale et de l'expertise financière et comptable.