

Régulation Financière : Les nouveaux enjeux

Assises de la Recherche de l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne

14 décembre 2018

D'où viendra la prochaine crise financière ? par **Christian de Boissieu**, Université Paris 1 Panthéon – Sorbonne, Président du Conseil Scientifique du Labex RéFi.

▪ **Aborder la prochaine crise avec un regard rétrospectif**

En faisant un constat sur les crises passées, force est de constater que les crises bancaires et financière ont été très mal prédites. En effet, parmi les trois dernières grandes crises financières - la crise financière asiatique de 1997 (venant des pays émergents), l'affaire Enron (qui a engendré une crise de confiance) et bien entendu la crise des *subprimes* (qui a conduit à la dernière crise financière mondiale) - aucune d'entre elles n'a été correctement prévues par les professionnels. La crise asiatique s'est répercutée sur l'ensemble du continent sans qu'on ne la voie venir, les agences de notations et les commissaires aux comptes n'ont rien signalé avant l'explosion de l'affaire Enron et aucune alarme venant des banques, du FMI ou encore des agences de notation n'a été sonnée pour prévenir de la crise des *subprimes*.

La prévision des crises reste, encore aujourd'hui, une problématique difficile à traiter. En effet, les crises sont principalement caractérisées par des discontinuités sur les marchés, ce qui consisterait donc à intégrer dans les modèles économétriques (ou autres) des non-linéarités, pour ainsi prendre en considération ces cassures avec le passé. Et quand bien même on arriverait à tirer les bonnes leçons de la dernière crise, cela ne garantit pas pour autant qu'on saura correctement se prémunir contre la prochaine. L'application de mesures prudentielles et réglementaires aurait alors pour but de réduire la probabilité d'occurrence des crises, mais cela n'empêcherait pas l'apparition d'autres crises financières. Enfin, les crises peuvent également être dues à des phénomènes d'anticipations imprévisibles : comment expliquer qu'un trader passe d'un comportement d'acheteur à celui de vendeur, et qu'on passe ainsi d'une atmosphère optimiste à pessimiste.

Pour autant, dans ce monde de grande incertitude il est possible de dégager trois grandes certitudes. La première étant que toute bulle financière finit par éclater (plus ou moins rapidement). La deuxième spécifie que toute crise immobilière entraîne nécessairement une crise bancaire (y compris dans les pays se finançant par les marchés). Et enfin, la dernière énonce qu'une crise du *Shadow Banking* aura assurément des répercussions sur le système financier officiel (régulé) dû aux interactions étroites entre ces deux parties. Dans le cas du *Shadow Banking* chinois, étant en partie financé auprès des banques régulées, une crise aura alors des répercussions directes sur le système bancaire traditionnel.

▪ **Quels sont les origines potentielles et facteurs de propagation de la prochaine crise ?**

Plutôt que de s'interroger sur le timing de la prochaine crise, il peut être plus pertinent de se pencher sur les potentiels éléments déclencheurs de celle-ci. Le fait est qu'il y a toujours eu des crises financières, et qu'assurément il y en aura toujours, d'où l'intérêt de se pencher sur les arguments pouvant être à l'origine de la prochaine crise.

→ Tout d'abord, le contexte géopolitique pourrait être à l'origine d'une crise, dû au fait que les variations des prix de l'énergie jouent un rôle important sur la stabilité financière. Pourtant

autant, il semble peu crédible que des problématiques géopolitiques à elles-seules provoquent une crise financière majeure.

- Un autre candidat au déclenchement de la prochaine crise pourrait être lié à la fragilité d'un certain nombre de pays émergents (Turquie, Argentine, Brésil, Afrique du Sud...) dû aux politiques intérieures, ou encore au resserrement politique américain (fortes variations du taux de change).
- L'émergence du *Shadow Banking* pourrait également être à même de fragiliser le système financier. Si on reprend l'exemple du *Shadow Banking chinois*, ce dernier a contribué à la formation d'une bulle immobilière qui, quand elle éclatera, aura nécessairement des répercussions mondiales compte tenu de la place de la finance chinoise dans le monde.
- Un autre potentiel déclencheur de crise serait lié à l'état des marchés obligataires, notamment dans un contexte où les taux à long terme sont extrêmement bas dans les pays développés (malgré un resserrement progressif des politiques monétaires).
- La bulle sur les valeurs du digital pourrait également être dangereuse pour le système financier, car elle finira nécessairement par se corriger. Tout comme les crypto-monnaies/crypto-actifs, qui connaissent des spéculations excessives. Mais la valeur de marché des crypto-actifs ne semble pas suffisante pour qu'un effondrement des cours entraîne une crise systémique.
- Enfin, les arguments traditionnels restent à considérer : l'état de santé des banques, le marché de l'immobilier...

▪ Que faire dans ce contexte imprévisible ?

Du côté des politiques monétaires, la marge de manœuvre reste faible car les Banques Centrales ne se sont pas réarmées après la dernière crise : les taux directeurs étant encore trop proches de zéro, si une crise apparaissait demain, ils ne pourraient pas être davantage diminués. Pour autant, certaines mesures ont été prises pour réguler les marchés (directive AIFM, ratio de liquidité...), mais elles n'empêcheront pas l'apparition d'autres crises. En effet, les réglementations ont tendance à être contournées, c'est d'ailleurs l'objectif même d'une partie des innovations financières.

Finalement, le renforcement de la réglementation était nécessaire, afin de tirer les leçons de la crise, mais les réglementations financières et bancaires doivent garder en mémoire deux objectifs : renforcer la stabilité financière et financer l'économie réelle. Or depuis 10 ans, les régulateurs se sont beaucoup focalisés sur la stabilité financière, et en ont oublié le financement de l'économie réelle.

Questions/Réponses :

- Derrière la crise des *surprises*, il y avait un vrai problème de surendettement qui, dans le passé, avait pu être géré par l'inflation, mais dans nos pays développés l'inflation est assez faible, et ne pourra donc pas être une variable d'ajustement. Le problème du surendettement reste donc compliqué à traiter aussi bien pour les emprunteurs que pour les prêteurs, à moins d'une reprise de la croissance.
- Le Brexit ne sera sûrement pas l'origine d'une crise majeure, ni même le cas Italien, malgré la fragilité de certaines banques européennes (dernière enquête de l'EBA).
- Les banques continuent à octroyer des crédits sur 25 ans à des taux fixes bas, donc elles acceptent de porter à leur bilan le risque de taux pour deux raisons : la concurrence (entre banques vis-à-vis des clients) et car elles pensent compenser de manière pérenne une baisse de la marge d'intérêt par des ventes croisées et une augmentation des commissions liées aux services offerts.

Le futur de la régulation financière : Table ronde animé par **Pierre-Charles Pradier**

- **Central Clearing Counterparties and Systemic Risk** : **Catherine Lubochinsky**, Professeur, Université Paris 2 – Assas et Labex RéFi

Enormément de réglementations ont été mises en place suite aux réunions du G20 dans le but d'améliorer la transparence. Il a notamment été demandé que tous les dérivés OTC et tous les produits standardisés passent par une chambre de compensation (CCP), pour limiter ainsi le risque de contrepartie. Malgré cela, le rôle des CCP est souvent sous-estimé car si elles ne représentent que 0,5 trillions de dollars contre 350 trillions de dollars au total, ce chiffre n'est pas négligeable quand on sait que, même si elles permettent de limiter le risque de défaut, elles tendent à concentrer sa gestion, ce qui pourrait engendrer un risque systémique.

En effet, le rôle des CCP est de réduire les interconnexions entre banques car, de par leur existence, les interconnexions se font entre les banques et les CCP. Pour autant, une dimension systémique s'accroît dû à une complexité du modèle de gestion des CCP. Et cela est accentué par un phénomène de concentration très important : les deux plus grosses CCP représentent 40% des ressources financières, et pour certains produits on observe même des quasi-monopoles (par exemple en Europe, une seule CCP gère 90% des swaps de taux).

De plus, les interconnexions entre CCP et banques sont devenues très (trop ?) fortes. En effet, en 2017, la plus grande CCP rassemble à elle seule 29 membres du G-SIFI (30 au total) et 22 CCP sont au moins exposées à 10 membres G-SIFI, autrement dit, si une CCP rencontrait des difficultés financières, cela aurait un impact sur l'ensemble des G-SIFI. Mais le problème se pose également dans l'autre sens : les onze plus gros membres compensateurs sont connectés à 25 CCP, donc si un établissement systémique fait défaut, alors cela concernera plusieurs CCP. Finalement, les membres jouent également un rôle de fournisseur de services aux CCP, ce qui signifie que si un de ces établissements fait défaut, la CCP sera doublement affectée : compensation du défaut et arrêt des services fournis.

La réglementation impose aux CCP de réduire la procyclicité des marges avec la mise en place de coussins (pour que s'il y a un problème avec un actif, il n'y ait pas de marges supplémentaires demandés). Mais à ce jour, cette réglementation n'est pas suffisante pour annuler cette procyclicité. De plus, il est demandé aux CCP d'avoir assez de ressources pour faire face aux défauts de leurs deux plus gros membres. Or si deux établissements systémiques font défaut, il est fort probable qu'un troisième suive, et que la CCP ne soit pas à même d'y faire face.

- **Les normes d'information financières (IFRS) et leurs interactions avec la régulation** : **Philippe Touron** Professeur, Université Paris 1 Panthéon – Sorbonne et Labex RéFi

Les normes d'informations financières sont destinées avant tout aux investisseurs, et ont pour objectif de permettre une présentation de la performance qui soit la plus fidèle possible à la réalité économique sous-jacente. Pour autant, la régulation financière est conçue autour d'un objectif très différent : la stabilité financière. En effet, l'objectif est de s'assurer que les capitaux propres des banques et sociétés d'assurance permettent d'absorber les effets d'une crise. Les agences de notation ont, quant à elles, pour objectif d'estimer le risque de crédit et de liquidité. Finalement, le régulateur construit, à partir d'une norme comptable, un actif pondéré des risques qui va servir de base pour déterminer le niveau de capitaux propres.

Tout d'abord, qu'est ce qui a été fait en terme de normes ? Le 13 novembre 2008, un amendement voit le jour, permettant aux banques d'effectuer des reclassements d'actifs avec un effet rétroactif au 30 juin 2008. Cela démontre que IAS 39 était peu adapté au contexte de crise, et posait deux

problèmes : la classification des instruments (4 catégories dont une très peu utilisée et une autre très largement utilisée par les banques et assurances), et les modalités de dépréciation (qui permettraient de reclasser les instruments dans des catégories de dépréciation plus tardives et de moindre montant). C'est dans ce contexte que la norme IFRS 9 à vue le jour (01/01/ 2018), permettant une nouvelle catégorisation à partir de critères économiques, ainsi que des nouvelles modalités de dépréciations qui reposent sur un principe de pertes encourues. Parallèlement, la norme IFRS 17 concernant les contrats d'assurance, fait converger la mesure de performance vers les pratiques bancaires. De plus, un besoin de transparence accrue fait son entrée, d'où la norme IFRS 7 concernant la transparence des risques et la norme IFRS 13 sur les modalités de détermination de la juste valeur.

Maintenant, que reste-t-il à faire ? Malgré l'application de l'IFRS 9, l'IAS 39 (et ses limites) continue d'être appliquée par les compagnies d'assurance, en attendant l'IFRS 17 (applicable en 2022). De plus, les aspects de macro-couverture restent à traiter : cas du *carve-out* (2004) qui était une disposition temporaire permettant aux banques la micro-couverture. Aujourd'hui, des discussions sont en cours afin de permettre la mise en place d'une couverture à la fois « macro ALM » et « dynamique ».

- **Le futur de la régulation financière : Laurent Clerc** Directeur de la Recherche et de l'Analyse des Risques, Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution

L'objectif des réglementations est de changer les comportements des acteurs financiers. Quel impact ont ces réglementations sur les banques, et quels sont les nouveaux défis pour les régulateurs ?

La réglementation bancaire implique :

- Un renforcement du capital et de la liquidité des banques, ce qui conduit à une réduction du risque de liquidité et de transformation, ainsi qu'une réduction de certaines activités dû à l'apparition de certaines contraintes (comme la contrainte de levier).
- Une diminution de la taille des banques : initialement, la réglementation financière ne prenait pas en compte la dimension systémique des banques, et depuis, un certain nombre de norme incite les banques à ne pas grossir de part les charges en capital que cela implique. Des désendettements ont également été opérés suite à la réglementation, mais paradoxalement, on observe une baisse de profitabilité et une hausse de la concertation des banques.
- Des transactions plus sécurisées dues à l'obligation de passer par des chambres de compensation pour les produits standardisés. Mais deux conséquences négatives en découlent : l'accentuation de l'interconnexion entre banques et CCP et l'accroissement de la part des actifs grevés dans le bilan des banques.
- Une désintermédiation grandissante avec l'apparition en Europe du plan pour une Union des Marchés de Capitaux, ayant pour objectif de développer les marchés de capitaux.

Parmi les nouvelles problématiques actuelles, on retrouve l'élargissement du *Shadow Banking* - ou encore « l'intermédiation financière non-bancaire ». Le FSB montre l'essor des fonds dans cette désintermédiation non-bancaire en parallèle du renforcement des règles prudentielles bancaires. De plus, on observe également le retour de la finance par effet de levier avec une tendance à la hausse, ou encore depuis 2008, l'essor des FinTechs dans le monde, qui échappent aux contraintes réglementaires.

- **Les nouveaux enjeux : Blaise Bourgeois** Chief Risk Officer et Chief Actuarial Officer, Allianz France

Si l'on fait aujourd'hui un bilan de la réglementation, on constate une convergence des normes, qui elles-mêmes ont conduit à une convergence des enjeux environnementaux, gouvernementaux et sociétaux. S'opère également une convergence à l'échelle internationale, notamment grâce à *Solvency 2*, et aussi avec le secteur bancaire (*Solvency II* étant très fortement inspiré de Bâle II). De plus, *Solvency II* s'est mis une place petit à petit (sur une dizaine d'années), ce qui a permis aux compagnies d'assurances de bénéficier d'une véritable période d'apprentissage, là où IFRS 17, qui sera appliqué en 2022, s'impose sans exercice préalable exigé pour l'industrie. Enfin, on observe une structuration des échanges avec le régulateur (mise en place de plateformes de discussions).

En 2005, la mise en place des méthodologies d'exigences en fonds propres ont posé des principes acceptables pour le plus grand nombre, puis entre 2016 et 2018, les modèles ont pu être calibrés par rapport à différents environnements de marchés (taux bas, volatilité, crises successives...). Cela fut accompagné par des campagnes de stress-tests dans le but de quantifier la résilience des acteurs, afin de mieux comprendre les méthodes de calcul (à partir de deux périodes de stress-tests qui ont permis de préciser la calibration des chocs : crise de 2008 et la crise souveraine de 2012). La gouvernance a également fait son apparition, qu'il s'agisse de gestion d'actifs, de tarification, de souscription des risques pour l'assurance... Et enfin, la mise en place des *first disclosures* qui visent à instaurer une discipline de marché (Quantitative Reporting Templates et rapports descriptifs). Finalement, la période avant 2016 correspondait à une phase de compromis entre entreprises et régulateurs, et ces derniers sont devenus plus exigeants après 2016 afin d'homogénéiser un certain nombre de pratiques.

Un certain nombre de mesures répondent aux évolutions de l'environnement financier : les stress-tests (chocs de taux négatifs), changer et faire converger davantage le modèle standard avec les modèles internes, introduction de nouvelles contraintes de liquidité, un nouvel équilibre dans la supervision (le cadre réglementaire définit la norme et le cadre de supervision définit le contrôle de la mise en place de cette norme), une émergence des fragmentations de la réglementation (cas des retraites françaises et des fonds de pensions européens), et enfin des changements dus aux besoins de financement de la croissance et de transition climatique.

Aujourd'hui, un certain nombre de paramétrages du modèle de *Solvency II* vont être revus, mais les principaux changements vont intervenir en 2020 avec les mesures transitoires. La norme IFRS 17 va, quant à elle, corriger la représentation en termes de valeur de transfert (et non en plus en termes de *fair-value*). Enfin concernant le risque global et le risque systémique, la réglementation cherche à harmoniser un cadre réglementaire au niveau européen, et même au niveau mondial, mais sous quel référentiel comptable ?

Questions/Réponses :

- Le rôle des nouvelles méthodes numériques dans les modes d'assurances : cas d'Alibaba, qui offre une assurance gratuite pour 24 maladies en Chine sur une période d'un an, crée une intermédiation de la relation client/patient à partir des dossiers médicaux des individus en Chine, et également une intermédiation entre hôpitaux, médecins et même pharmacies. En Europe, la protection des données personnelles empêche ce genre de plateforme d'apparaître (sous peine d'une amende de 4% du chiffre d'affaires). Mais on voit très clairement que la manière de traiter les données va devenir la nouvelle manne de la réglementation dans l'avenir.
- Concernant les *block-chains* (qu'on peut assimiler à une transaction entre *rolling parties*), il s'agit d'une technologie parmi d'autres, et d'un point de vue réglementaire les *block-chains* seront donc à traiter comme du *scraping* d'intermédiaire de type courtier. En revanche, une question qui se pose est : doit-on revenir à une régulation non pas des acteurs mais des activités ?