

## Banques: comment l'état de la régulation se resserre

***Pour contrôler les banques, des outils susceptibles d'encadrer leurs activités vont être mobilisés. Passage en revue de la nouvelle panoplie régulatrice.***

*La facture présentée au secteur bancaire ne va pas être insignifiante. A moyen terme, une fois que toutes ces réformes seront mises en oeuvre, la rentabilité du secteur sera moindre qu'actuellement. Elle n'a d'ailleurs aucune raison de rester là où elle était!"* Ce haut responsable en charge de stabilité financière dans une grande banque centrale européenne ne boude pas son plaisir. La crise a ouvert une large porte à ceux qui veulent sérieusement encadrer l'activité des banques. Y compris au détriment de leurs profits, dont les sommets atteints avant la crise étaient proportionnels aux risques excessifs qu'elles prenaient.

Il y a plusieurs années déjà que, dans ses rapports annuels, la Banque des règlements internationaux (BRI), le club des banquiers centraux, prévenait de l'imminence d'un dérapage de la finance. Aussi, dès l'automne 2008, quelques semaines après la panique liée à la faillite de Lehman Brothers, ses experts présentent plusieurs projets de régulation, comme s'ils n'avaient attendu qu'une bonne occasion pour les mettre en avant. Ils seront validés politiquement par le G20 réuni à Londres en avril dernier. Au niveau des grands principes.

Cinq mois plus tard, début septembre, juste avant la réunion de Pittsburgh, l'institution a affiné ses propositions pour leur donner une dimension concrète. Exprimées dans un charabia technique incompréhensible pour le commun des mortels, elles sont invendables auprès des opinions publiques. Les chefs d'Etat préfèrent alors parler des bonus des *traders*... Certes, le sujet n'est pas sans importance, comme le montre la flambée attendue des bonus des banques américaines cette année. Mieux vaut que les principes de rémunération des grands spéculateurs ne les incitent pas à prendre des paris insensés, très rémunérateurs en cas de gains, mais sans avoir à en subir les conséquences en cas de perte! Fini donc les bonus garantis sur plusieurs années; moins de paiement en cash et plus en actions pour intéresser les *traders* à l'avenir de l'entreprise, etc.

Rien de bien révolutionnaire en fait. Notamment pour les grandes banques françaises qui appliquaient déjà ces principes. Mais l'essentiel n'est pas là: les bonus des *traders* ne sont que la partie émergée de l'iceberg des profits bancaires: lorsqu'un pari spéculatif est gagné, la règle est 20% pour le *trader* et 80% pour la banque. Ce qu'il faut, c'est encadrer directement l'activité des banques. De ce point de vue, les régulateurs envisagent de déployer une nouvelle panoplie d'instruments qui pourraient demain empêcher les banques de se lancer dans des activités trop aventureuses. Décryptage.

### 1. Casser la pompe à bulles

**Le premier objectif des régulateurs est de s'assurer que les banques y regarderont à deux fois** avant d'utiliser leur argent. Toutes les crises financières d'importance, celles qui finissent en récession et en montée du chômage, sont liées au fait que les banques ont trop prêté aux joueurs du casino mondial et qu'elles ont trop joué elles-mêmes. Quand le marché se retourne, ce qu'elles ont acheté perd de la valeur et plombe leur bilan, au moment même où leurs débiteurs éprouvent des difficultés à les rembourser. Coincées, les banques réduisent alors drastiquement les crédits accordés à l'économie, ce qui contribue à casser la croissance et l'emploi.

Pour éviter cela, les banquiers centraux veulent imposer deux nouveaux outils. Le premier est facile à mettre en oeuvre. Il s'agit de freiner l'exubérance de crédits dans les phases d'euphorie en forçant les banques à mettre davantage de capital de côté pendant la période de croissance, quand tout va bien. Car, on l'a bien vu dès 2007, quand la crise commence et, avec elle, la détérioration de leurs résultats, les banques ne peuvent plus lever le capital supplémentaire dont elles auraient pourtant urgemment besoin pour rééquilibrer leur bilan. Trop tard: les investisseurs ne sont jamais très chauds pour mettre leur argent dans des entreprises en difficulté et plus chauds du tout si la crise dure. L'idée est donc de demander aux banques de renforcer leur capital plus tôt, quand tout va bien, pour pouvoir mieux faire face aux problèmes éventuels de demain.

Le second outil est plus ambitieux. Il consiste à mettre en place une politique macroprudentielle. Les experts du Fonds monétaire international (FMI), de la BRI, des banques centrales, de l'université, etc., tout ce que la planète compte de cerveaux financiers est en train de phosphorer sur le sujet. Le principe est d'une simplicité biblique: la banque centrale définit une progression "normale" du crédit, en fonction du potentiel de croissance d'une économie. Quand le crédit devient excessif au regard de cette norme, c'est le signe que le secteur bancaire dans son ensemble est en train de nourrir une bulle spéculative dont l'éclatement peut mettre en péril, non pas telle ou telle banque, mais le système bancaire et financier dans son ensemble. Ce que l'on appelle un risque systémique. La banque centrale demande alors aux banques qui participent à cette bulle de mettre davantage de capital de côté pour faire face à l'accroissement des risques pris. Ce qui casse la rentabilité des crédits - le capital coûte -, en diminue le volume et donc dégonfle la bulle avant qu'elle ne prenne trop d'importance.

En pratique, la chose est délicate à mettre en place. Comment définir une progression "normale" de crédits? Comment savoir si les crédits distribués par telle ou telle banque alimentent ou non un risque systémique? Il faudra encore plusieurs mois pour rendre opérationnelle cette nouvelle politique qui porte en germe un contrôle public de la dynamique de distribution de crédits par les banques.

## 2. Eviter l'asphyxie

Dans l'hypothèse où les mécanismes décrits ci-dessus ne suffiraient pas à éviter des crises bancaires, les régulateurs veulent éviter la répétition de ce qui a suivi la faillite de Lehman Brothers: un blocage généralisé du marché interbancaire, celui où les banques se refinancent au jour le jour en fonction de leurs besoins et de leurs ressources respectives. Confrontées au fait qu'une banque réputée comme Lehman ait pu faire faillite, les banques ont refusé de se prêter entre elles, chacune redoutant que l'autre détienne un tel niveau d'actifs toxiques qu'elle risque d'y passer aussi, sans jamais rembourser ses emprunts.

Pour éviter cela, les banques centrales veulent agir doublement. D'une part, en empêchant un trop grand écart entre les ressources à court terme des banques et leurs prêts à moyen-long terme au secteur immobilier ou aux entreprises. Même si le principe de l'activité bancaire est de transformer des dépôts à échéance courte en prêts à plus long terme, elles devront, sur la longue période, veiller à ne pas se financer toujours plus à court terme quand l'échéance de leurs activités repose sur un horizon long.

D'autre part, les régulateurs veulent intervenir sur la façon dont les banques gèrent leurs liquidités au jour le jour. Quand elles ont besoin d'argent, elles empruntent aux autres établissements financiers ou à la banque centrale. Pour garantir ces emprunts, elle dépose en échange des titres que le créateur pourra revendre en cas de problème. La faillite de Lehman Brothers a montré qu'en cas de panique, seuls les bons du Trésor (les obligations émises par les Etats) restaient acceptés comme garantie. L'idée est de forcer les banques à détenir plus de bons du Trésor, mais aussi de conserver davantage de *cash*, d'argent liquide, quitte à réduire leur capacité à prêter ou quitte à rendre le crédit plus cher.

Les modalités concrètes de ces politiques de liquidité devraient être proposées par la BRI d'ici à la fin 2009, mais la FSA, le régulateur financier britannique, a annoncé dès le 5 octobre dernier sa nouvelle politique en la matière. Dès 2010, les banques et les sociétés d'investissement britanniques devront accroître leur liquidité de l'équivalent de 120 milliards d'euros (une hausse de 40% par rapport à la situation actuelle) et réduire de 20% leur dépendance aux financements de court terme, une réduction qui devra se poursuivre les années suivantes.

Engageant d'ores et déjà le mouvement, Paul Sharma, le directeur des politiques de contrôle des risques à la FSA, a déclaré que *"mettre en oeuvre des règles plus strictes en matière de liquidité est essentiel pour s'assurer d'être en meilleure position face aux futures crises"*, ce qui, dit-il aux banques qui se plaignent de ces nouvelles contraintes, pourrait se muer en avantage compétitif pour la place de Londres, en la protégeant mieux contre les risques de crise bancaire. En fait, la politique proposée par la FSA est assez contraignante et contribuera à réduire la rentabilité des banques en les forçant à détenir plus de *cash*, qui ne rapporte rien, et de bons du Trésor, qui rapportent peu. Mais elle les mettra en position de mieux résister à une panique bancaire.

## 3. Faire payer les banques plutôt que les contribuables

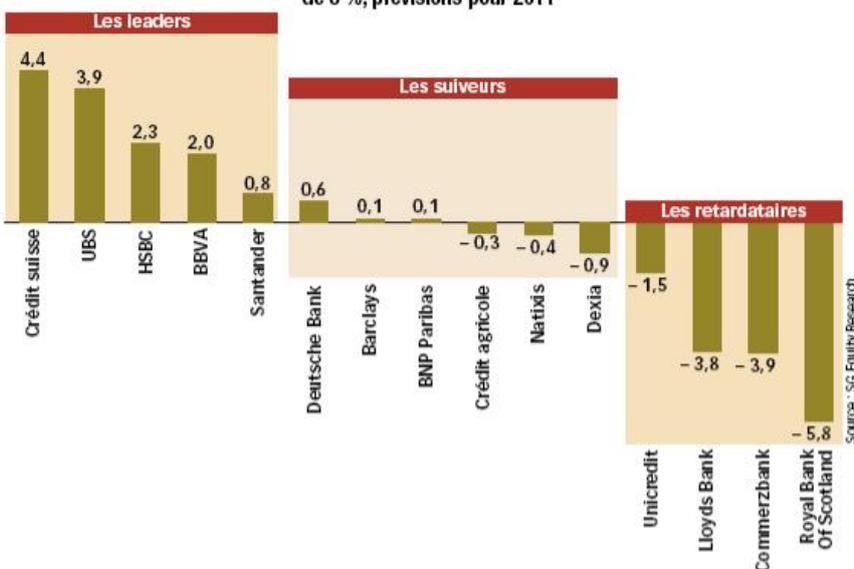
*"Quand la crise a commencé, ni le marché ni les régulateurs ne savaient qui portait le risque. Maintenant, c'est évident: c'est le contribuable!"*, s'exclamait fin septembre Charlie McCreevy, le commissaire européen au Marché intérieur. De fait, les régulateurs cherchent désormais à sortir du piège qu'a représenté l'abandon de Lehman Brothers par les autorités financières américaines. La panique qui s'en est suivie a failli emporter le système bancaire mondial dans les sables mouvants. Il est donc certain aujourd'hui que, confrontés à une nouvelle crise, aucun gouvernement et aucune banque centrale ne laisserait un établissement important par la taille ou très interconnecté par de nombreuses transactions financières avec d'autres établissements faire faillite. C'est ce que les économistes appellent l'aléa moral: les grosses banques, les gros fonds spéculatifs, les grosses compagnies d'assurances savent désormais qu'elles peuvent prendre les paris les plus fous: en cas de pépin, les pouvoirs publics seront toujours là pour leur porter secours. Les contribuables paieront. Une véritable incitation à la débauche!

Comment résoudre le problème? La solution est de faire payer l'essentiel du prix du traitement aux banques qu'on ne peut abandonner à leur sort. Comment y parvenir? La première mesure de bon sens est d'empêcher les établissements financiers de devenir trop gros. La BRI propose à cet effet d'imposer aux banques un "ratio de levier pur". Concrètement, cela consiste à comparer le montant des prêts des banques à celui des fonds propres et éviter que le rapport entre les deux ne dépasse un certain multiple. C'est déjà le cas: un ratio minimum de fonds propres (capital sur prêts) de 8% est imposé aux banques par la BRI. Mais, et c'est là que la "pureté" intervient, ce ratio était jusqu'à présent calculé de manière assez relâchée, assez "impure", ce qui limitait d'autant la pression exercée sur les banques pour mettre du capital (qui leur coûte) en face de leurs prêts (qui leur rapportent).

---

## Banques: la course au capital

Ecarts en points de pourcentage par rapport à une norme de ratio de fonds propres durs de 8 %, prévisions pour 2011



En effet, du côté des prêts, tous n'étaient pas comptabilisés à 100%. Les prêts aux Etats, par exemple, jugés sans risque, comptaient pour 0%; les prêts aux collectivités locales pour 20%, etc. Du côté du capital, on comptait non seulement le capital *stricto sensu*, c'est-à-dire les fonds apportés par les actionnaires, mais aussi certaines obligations de long terme, notamment des "titres hybrides" assurant aux investisseurs une rémunération indexée sur les profits dégagés par la banque. Sur ces bases, le sous-ratio mettant en rapport les engagements de la banque et ses fonds propres "durs", c'est-à-dire son capital au sens strict, n'était que de 4%.

La crise a balayé toutes ces subtilités. D'abord, la BRI devrait décider que le sous-ratio ne serait plus de 4%, mais de 8%, la norme qui est en train de s'imposer sur les marchés. Ensuite, elle entend exiger que le nouveau fameux ratio de levier "pur" s'applique autant du côté des prêts - pris en compte à 100% - que du côté du capital. Selon les calculs de Maurice de Boisséson d'Octo Finances (1), le ratio de BNP Paribas, quand on adopte le ratio pur, passe de 8% à 1,5%, "ce qui est évidemment moins flatteur" aux yeux des investisseurs en termes de couverture des risques par le capital! Toutes les grandes banques savent donc désormais qu'elles vont devoir accroître sérieusement le montant de leur capital. Plusieurs d'entre elles, aux Etats-Unis, en Suisse, en France (BNP Paribas, Société générale), ont pris les devants. D'autres sont déjà en retard.

Enfin, il y a l'idée d'associer aux risques les investisseurs qui achètent les obligations des banques. Les banquiers centraux suggèrent que, quand le marché commence à perdre confiance dans un établissement, les titres hybrides soient progressivement convertis en actions. De quoi augmenter le niveau de risque pour les investisseurs, les actionnaires étant toujours moins bien traités, en cas de faillite, que les créanciers. Une étude confidentielle de la Banque centrale américaine, réalisée sur un ensemble limité d'établissements bancaires, a montré que la transformation automatique de titres hybrides, après la chute de Lehman Brothers, aurait permis aux pouvoirs publics d'économiser de l'ordre de 200 milliards de dollars sur le plan de recapitalisation des banques. C'est donc une piste sérieuse pour réduire la facture publique en cas de sauvetage des banques.

Reste qu'en cas de panique généralisée, il y a peu de chances que, quel que soit le niveau de capital accumulé, celui-ci s'avère suffisant. Si l'Etat n'accepte plus de laisser un gros établissement faire faillite, ce dernier devra toujours en être de sa poche. D'où l'idée - subtile - de faire comprendre aux banques que, s'il n'est pas question de les abandonner à leur sort au vu des dégâts que cela provoque, il est tout à fait envisageable de les liquider rapidement sans que cela pèse trop sur la bonne marche du système de crédit, et donc de l'économie. Et tant pis pour leurs actionnaires.

#### 4. Les banques aussi peuvent mourir

**Si les banques doivent pouvoir disparaître, cela suppose que la liquidation se fasse rapidement** et dans la transparence, afin d'éviter que ne se développe un mouvement de panique généralisé. Revenons sur le cas Lehman Brothers. Un an après sa faillite, le cabinet d'audit PricewaterhouseCoopers, mandaté pour démêler l'écheveau des créances et des dettes de la seule filiale londonienne, vient d'annoncer qu'il lui faudrait trois ans pour mettre tout à plat et une dizaine d'années pour tout régler. Rien de bien surprenant: Lehman Brothers, pris dans son ensemble, comptait 2 985 entités juridiques différentes! D'où l'idée de forcer les banques à clarifier dans un document l'ensemble de leur structure capitalistique, afin de permettre un dénouement aisé de toutes les transactions et un dépeçage rapide de la bête. Ces testaments (*living wills*) ne seraient utilisés qu'en cas de problème.

La proposition est venue début septembre de lord Adair Turner, le patron de la FSA britannique. "Dans le passé, les régulateurs ont eu tendance à être tolérants vis-à-vis de la prolifération de structures juridiques complexes bâties dans le

*but de maximiser l'optimisation fiscale et réglementaire*", a-t-il affirmé. Ce bon temps semble terminé. Et la réforme de la régulation financière promue par Barack Obama comporte une idée équivalente. Lors d'une conférence de presse à la veille de son départ pour le sommet de Pittsburgh, Christine Lagarde, la ministre des Finances, l'a qualifiée de *"proposition vraiment intéressante"*. Alistair Darling, le ministre des Finances britannique, veut inclure cette disposition dans une loi, dès cet automne.

Cette mesure va au-delà de la volonté de régler par avance la liquidation des banques ayant pris trop de risques. Elle pourrait bien marquer la mise en oeuvre discrète d'un nouveau Glass-Steagall Act, cette loi américaine de 1933 qui avait interdit de cumuler des activités de banque d'affaires et de banque de dépôt. En effet, connaître avec précision l'organisation d'une banque permettrait aux autorités publiques de repérer rapidement quelle entité de l'établissement continue à bien se porter, quelle partie est essentielle au bon fonctionnement de l'économie et doit être aidée, et quelle partie au bord du gouffre peut être mise en faillite aux frais des actionnaires. En gros, soutenir les activités de banque commerciale et leurs crédits à l'économie et laisser tomber les parties spéculatives.

Les premiers à monter au créneau contre cette proposition ont été les fiscalistes. Ils ont fait remarquer, sans ironie, que l'un des premiers objectifs de l'entremêlement d'un grand nombre de sociétés était de faire apparaître les profits dans les filiales les moins taxées, et ainsi d'éviter de payer des impôts! Les banquiers leur ont ensuite emboîté le pas, s'inquiétant du fait que si les investisseurs peuvent repérer les entités qui portent le plus de risques, celles-ci devraient payer plus cher pour se financer. Voilà de fait un bon argument pour mettre en oeuvre cette mesure!

La faillite de Lehman Brothers a conduit le système bancaire mondial au bord du gouffre. Ministres des Finances et banquiers centraux ne veulent plus revoir cela. Ils ouvrent, en ce moment-même, de nombreux chantiers de régulation qui sont susceptibles de transformer radicalement le paysage réglementaire et l'activité des banques. L'addition de toutes les nouvelles mesures étant coûteuse, les régulateurs ont promis de ne pas les mettre complètement en oeuvre avant 2012. Tout n'est pas réglé. Les appliquer de manière identique partout dans le monde suppose que toutes les banques comptabilisent leurs activités de la même façon. Or, la convergence des systèmes comptables entre les Etats-Unis et l'Europe est loin d'être acquise. Mais une chose est certaine: la déréglementation financière n'est plus à la mode et le balancier est revenu du côté de la régulation.

**Christian Chavagneux**

*Cet article est issu du dossier [Le G20 va-t-il vraiment réguler la finance?](#)*

*[Alternatives Economiques - n°285 - Novembre 2009](#)*

## **Notes**

---

(1)

*"Un ratio peut en cacher un autre", La Tribune, 6 octobre 2009.*

## Une régulation incomplète

---

**Fonds spéculatifs, produits dérivés, paradis fiscaux: la régulation progresse sur ces trois dossiers majeurs. Mais mollement.**

*Le système financier a trahi le public partout dans le monde. La régulation internationale n'est pas parvenue à l'empêcher. Pour corriger cela, il faut impérativement apporter davantage de régulation et élargir son champ d'application" (1). Gary Gensler a la dent dure. Il faut dire que l'homme a des choses à se faire pardonner. Ancien de Goldman Sachs, il a passé dix-huit ans de sa vie à spéculer. Ancien du gouvernement Clinton, il a oeuvré pour que les marchés de produits dérivés, ces instruments financiers complexes comme les CDO et les CDS qui ont été au coeur de la crise des *subprime*, soient exempts de toute régulation. Aussi, quand le président Obama l'a nommé en mai dernier à la tête de la FDIC, l'institution en charge de la surveillance des marchés de dérivés américains avec la SEC, le gendarme de la Bourse, les financiers se sont frotté les mains. Depuis, ils déchantent. Gensler enchaîne les déclarations dévastatrices sur l'irresponsabilité des banquiers et s'affirme comme un faucon régulateur.*

Un vrai contrôle de la finance internationale ne peut en effet s'arrêter aux banques. Si celles-ci, via les crédits qui nourrissent les bulles, sont des acteurs clés des dérapages de la finance, elles ne sont pas les seules. Les fonds spéculatifs, qui empruntent beaucoup pour jouer, généralement en toute opacité, peuvent être demain à l'origine de gros ennuis. Banques et fonds posent d'autant plus problème que leur terrain de jeu, les marchés de produits dérivés, est très mal contrôlé. Et si les paradis fiscaux ont été fortement attaqués comme sources d'évasion et de fraude fiscales, leur rôle déstabilisateur n'a pas encore été complètement reconnu. Sur ces trois dossiers - fonds spéculatifs, produits dérivés, paradis fiscaux -, la régulation avance indéniablement, mais de manière encore trop floue et incertaine.

### Bataille autour des fonds spéculatifs

L'industrie des fonds spéculatifs a fait partie des grands perdants de la crise. 10% des fonds ont été emportés dans la tourmente. Quant au montant des actifs gérés, il a chuté de 30% en 2008, à 1 500 milliards de dollars, et devrait encore tomber de 20% cette année selon le *think tank* IFSL.

Ceci explique peut-être pourquoi la régulation des fonds spéculatifs ne fait pas partie des priorités mondiales. Ils n'ont certes pas été oubliés. La définition des politiques macroprudentielles (voir plus haut) inclut la surveillance des gros fonds susceptibles, par leur défaillance, de mettre en péril l'ensemble des systèmes financiers. De même, les pratiques de spéculation agressive de court terme, mises en oeuvre par de nombreux fonds après la faillite de Lehman Brothers pour profiter de la panique du moment, font l'objet d'un contrôle renforcé et de nouvelles limitations de la part des gendarmes boursiers.

Mais, même si le gouvernement américain a affiché sa volonté régulatrice, le sujet ne fait pas encore l'objet d'un vrai débat politique aux Etats-Unis. Sous l'impulsion notamment de la France, l'Europe a avancé plus vite avec une proposition de directive présentée par la Commission européenne en avril dernier et actuellement en débat au Conseil et au Parlement. Une proposition qui, en l'état, mécontente tout le monde.

Les partisans d'une vraie régulation pointent plusieurs insuffisances. Les fonds qui veulent exercer leurs activités pourraient continuer à s'enregistrer où ils le souhaitent, y compris dans les paradis fiscaux et réglementaires, seuls les gestionnaires de ces fonds étant contrôlés. Qui plus est, un passeport européen serait octroyé qui permettrait à un gestionnaire de commercialiser ses produits dans l'ensemble du marché européen une fois agréé par une autorité nationale (comme l'AMF, l'Autorité des marchés financiers, en France). Réserve pendant trois ans aux fonds domiciliés en Europe, ce passeport pourrait ensuite bénéficier à n'importe quels fonds pour autant que les pays où ils sont enregistrés respectent un principe d'équivalence, autrement dit que leur droit national offre les mêmes garanties que le droit européen en matière de contrôle.

Pour Pascal Canfin, député européen d'Europe écologie, qui suit le dossier, *"cette disposition paraît fortement régulatrice sur le papier. Mais si la Commission ne vérifie pas vraiment l'équivalence des droits pour des raisons géopolitiques, par exemple avec les Etats-Unis, cela devient la porte ouverte aux fonds opaques et peu régulés domiciliés aux Caïmans et dont les gestionnaires sont aux Etats-Unis"*. De plus, en dehors de période de "circonstances exceptionnelles", la proposition européenne ne prévoit pas de fixer une limite au niveau d'endettement des fonds, qui pourraient donc continuer à parier autant qu'ils le souhaitent.

En face, les gestionnaires de fonds britanniques, qui représentent 80% des gestionnaires européens (20% du marché mondial), hurlent au scandale. Ils trouvent que le projet de directive donne trop de pouvoir de contrôle à la Commission, que le délai de trois ans pour les fonds non européens est protectionniste et que le risque est grand de voir les gestionnaires partir avec emplois et savoir-faire pour New York ou Singapour, afin de ne pas subir les contraintes susceptibles d'être imposées par le bon vouloir de la Commission.

Au final, nul ne sait ce que sera le contenu final de la directive, ni quand elle s'appliquera. Le Conseil doit rendre sa version du texte d'ici à la fin de l'année et le Parlement la sienne d'ici à juin 2010. Si l'écart entre les deux propositions est trop grand, il faudra négocier...

### **Incertitudes sur les produits dérivés**

Bien qu'inventés pour la bonne cause - protéger les acteurs économiques contre les variations des cours des matières premières, des taux de change, des taux d'intérêt, etc. -, les produits dérivés sont devenus au fil du temps de redoutables produits de spéculation. Notamment, mais pas seulement, les CDS (Credit Default Swaps), qui étaient à l'origine une assurance pour un investisseur contre le risque de défaut de son débiteur. Ces produits financiers s'échangent pour l'essentiel de gré à gré, la majorité des transactions s'effectuant de manière bilatérale, sans que l'on connaisse bien les montants en jeu, et donc les risques pris. Ainsi, au moment de la faillite de Lehman Brothers, les opérateurs de marché pensaient qu'il y avait en circulation pour 400 milliards de dollars de CDS sur Lehman. En fait, le montant s'élevait à 72 milliards. Et, une fois éliminés les contrats redondants (A doit à B, qui doit à C), est apparu un solde de 6 milliards de dollars, qui ont été effectivement payés par les vendeurs de CDS.

Les régulateurs veulent rendre ces marchés plus transparents: sur les volumes échangés, sur les prix pratiqués et sur les risques pris. Pour cela, ils souhaitent que les échanges s'organisent de plus en plus au sein de chambres de compensation, des institutions privées qui jouent le rôle de notaires enregistrant les transactions. Et qui veillent à ce que tous les joueurs aient de quoi payer au cas où ils perdraient leurs paris. A cette fin, ces chambres leur demandent de déposer du *cash* ou des actifs financiers, ce qu'on appelle un "collatéral". D'après l'ISDA, l'association des professionnels des dérivés, seules 60% des transactions sur les marchés de gré à gré sont couvertes par un collatéral (à 85% en *cash*).

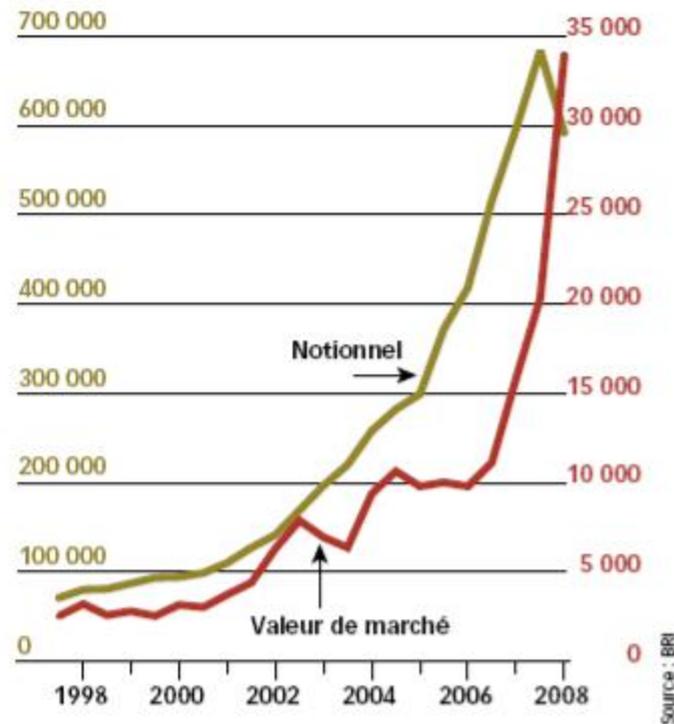
---

### **Un vaste marché du risque**

**Légende:** on peut mesurer le poids du marché des produits dérivés de gré à gré de plusieurs façons. Les chiffres les plus souvent cités correspondent aux près de 600 000 milliards de dollars de valeur "notionnelle", c'est-à-dire la valeur de référence des contrats. Mais celle-ci ne correspond pas aux sommes réellement en jeu sur le marché. Par exemple, quand une banque achète un dérivé pour se couvrir contre une hausse des taux d'intérêt au-dessus de 4 % dans les six prochains mois pour un montant de 10 millions d'euros (le notionnel), si le taux passe à 4,5 %, la banque qui lui a vendu le dérivé devra verser 0,5 % de 10 millions. Les contrats sur taux d'intérêt représentaient, à la fin 2008, 70 % du montant total des transactions.

On peut aussi mesurer la valeur de marché des contrats. Elle fluctue en fonction de la situation estimée du risque qu'ils permettent d'assurer. C'est pourquoi, bien que le montant total des transactions ait baissé à la fin 2008, le risque étant estimé plus grand après la faillite de Lehman Brothers, la valeur de marché des contrats a continué à augmenter à 33 000 milliards de dollars.

### Transactions sur les marchés de produits dérivés de gré à gré au 31 décembre, en milliards de dollars



Bien entendu, passer par une chambre de compensation coûte plus cher puisqu'il faut laisser des garanties dont le montant est réévalué chaque jour en fonction de l'évolution des marchés. De quoi accroître le coût de la spéculation. Mais aussi les coûts supportés par les trésoriers des multinationales qui ont besoin de dérivés pour se prémunir contre les variations des prix de leurs matières premières ou de leurs devises - même si elles utilisent aussi ces produits pour spéculer. Ainsi, la multinationale de l'alimentaire Cargill achète-t-elle des dérivés pour se protéger contre les variations des prix des poulets qu'elle revend aux chaînes de restauration qui les mettent dans leurs sandwiches! Les régulateurs réfléchissent en ce moment aux moyens de ne pas les pénaliser sans ouvrir la porte à des exceptions dans lesquelles les acteurs financiers pourraient s'engouffrer.

Bien évidemment, il faut que les chambres de compensation disposent de suffisamment de capital en cas de crise pour se substituer aux acteurs défaillants. Leur rôle étant amené à s'accroître - il en existe déjà, et une partie des contrats de CDS y sont désormais traités -, la surveillance des autorités de régulation va également s'amplifier.

Mais les acteurs financiers font de la résistance. Ils avancent, par exemple, que leurs produits financiers sont à ce point sur mesure qu'il est difficile de fixer le montant adéquat du collatéral, car il n'y a pas de marché de référence pour ces produits très sophistiqués. La Banque des règlements internationaux (BRI) évoque alors l'idée d'un registre des transactions, obligatoire, qui lui permettrait quand même de mieux savoir qui prend quels risques et à quelle hauteur. Tout cela est en débat en Europe et aux Etats-Unis. Les Américains pencheraient plutôt pour une chambre unique afin de pouvoir tout contrôler, alors que l'Europe veut conserver un droit de regard sur les transactions en euros. Pendant que la Commission finalise ses propositions, le débat parlementaire s'ouvre tout juste sur le sujet aux Etats-Unis. On ne verra donc rien de concret sortir d'ici à une bonne année.

### Lutter contre les paradis réglementaires

Dans le rapport qu'il a remis aux Etats du G20 au moment du sommet de Pittsburgh, le FSB (Conseil de stabilité financière) mentionnait sa volonté de traquer les paradis fiscaux qui se comportent comme des paradis réglementaires et permettent la prise de risques financiers en toute opacité. Alistair Darling, le ministre des Finances britannique, a confirmé en octobre que le travail avançait. *"Comme nous nous sommes attaqués aux paradis fiscaux, nous allons nous attaquer aux paradis réglementaires,"* a affirmé le ministre. *"Il n'est pas bon pour la stabilité financière que certaines entreprises puissent opérer à partir d'une île des Caraïbes pour se cacher derrière un voile de secret."* Le FSB devrait proposer à la prochaine réunion des ministres des Finances du G20, en Ecosse, les 7 et 8 novembre prochain, une liste noire et une liste grise de paradis réglementaires. Un ensemble de sanctions sera proposé pour les territoires récalcitrants.

Cela représente assurément une bonne nouvelle. Mais, comme pour le domaine fiscal, il ne faudra pas oublier qu'en la matière les grands pays ne sont pas blancs comme neige. Allez sur le site du registre des sociétés installées au Delaware et taper au hasard quelques noms de sociétés françaises du CAC 40... Il faudra aussi s'assurer qu'une fois les listes rendues publiques, les territoires en question ne puissent en sortir avec de vagues promesses; il faudra surveiller leurs pratiques financières de manière régulière.

---

### **Vers une gouvernance financière mondiale**

La crise des *subprime* entraîne une vaste réorganisation de l'architecture des institutions en charge de la régulation financière internationale. Tout en haut se trouve désormais le Financial Stability Board (FSB), le Conseil de stabilité financière, héritier du Forum de stabilité financière créé après la crise asiatique de 1997-1998... pour mieux surveiller la finance ! Cette fois, le FSB - qui rassemble les banques centrales, les régulateurs des banques, des Bourses, des assurances, le Fonds monétaire international (FMI), la Banque des règlements internationaux (BRI) et les ministères des Finances - a pris un poids technique et politique important. Comme l'avouait récemment un haut fonctionnaire de Bercy: "*C'est là que ça se passe.*"

Le FSB assure la coordination multilatérale des initiatives de régulation en cours. Il est aidé techniquement par les experts de la BRI, véritables maîtres d'oeuvre de la définition du cadre réglementaire bancaire et influents techniciens sur les autres sujets. Ceux-ci veulent par exemple développer le rôle des collèges internationaux de superviseurs qui suivent ensemble les banques présentes dans de nombreux pays.

Chaque pays devra ensuite traduire concrètement les évolutions décidées. Ce qui, là encore, provoque en ce moment de grands changements. Un nouveau Conseil européen du risque systémique (Cers) a été créé. Dominé par les banques centrales, il a en charge de surveiller les risques qui pèsent sur la stabilité du système financier européen dans son ensemble (politique macroprudentielle). A ses côtés, un Système européen de surveillance financière (SESF) observe les établissements financiers (politique microprudentielle), en coordonnant un réseau de superviseurs nationaux, en coopération avec trois nouvelles entités européennes de contrôle des banques, des assurances et des Bourses.

Aux Etats-Unis, la Banque centrale a dû accepter en octobre de ne pas devenir le régulateur financier central. Les membres du Congrès ont en effet refusé, en raison des responsabilités de la Réserve fédérale dans la crise, une nouvelle architecture du système de contrôle qui lui faisait la part belle. Une sorte de conseil du risque systémique coordonnant un grand nombre de régulateurs financiers américains devrait donc être instauré.

Toutes ces nouvelles autorités publiques doivent encore trouver leur place. Une chose est sûre: les grands Etats créent les institutions à même d'assurer de manière coordonnée et pérenne une surveillance verticale (du local au mondial) et horizontale (des banques aux marchés) de la finance mondialisée. Reste à avoir, dans la durée, la volonté politique d'exercer cette surveillance.

---

Les régulateurs financiers font en ce moment feu de tout bois. Ils ont saisi à pleines mains l'opportunité politique que la crise leur a donnée. Mais ils savent que le soutien des gouvernements ne sera pas éternel et que les lobbys financiers leur mettent des bâtons dans les roues. Comme l'a affirmé récemment Jean-Claude Trichet, le gouverneur de la Banque centrale européenne, "*bien que nous ayons déjà fait beaucoup, beaucoup reste encore à faire. Le moment n'est pas à l'autosatisfaction.*" Un constat lucide.

**Christian Chavagneux**

Cet article est issu du dossier [Le G20 va-t-il vraiment réguler la finance?](#)

Alternatives Economiques - n°285 - Novembre 2009

---

#### **Notes**

(1)

Voir *Les Echos*, 25 septembre 2009.