

Analyse de l'efficacité des régulations bancaires résultant de la crise des subprimes sur la prévention du risque systémique

Jury :
Promoteur :
Cédric ANTONELLI
Lecteur(s) :
Alice MULLER
Yves FRANCIS

Mémoire présenté par
Gaëtan DRESSE
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion, à finalité
Banking and Asset Management
Année académique 2016/2017

Remerciements

Qu'il me soit permis de remercier ~~si~~ sincèrement toutes les personnes qui, de près ou de loin, ont contribué à l'élaboration de ce mémoire.

Je songe particulièrement à Monsieur Cédric Antonelli pour son aide et ses précieuses recommandations.

Je tiens à exprimer ma gratitude envers mes lecteurs, Madame Alice Muller et Monsieur Yves Francis, pour l'intérêt qu'ils portent à ce travail.

Je souhaite également exprimer toute ma reconnaissance envers Monsieur Eric Hermann, Monsieur Alexandre Gauthy, Monsieur Luc Dalle et Monsieur Pascal Philippart pour les enrichissantes entrevues qu'ils ont accepté de m'accorder.

Enfin, je tiens à remercier mes parents pour le soutien qu'ils m'ont apporté tout au long de mes études.

SOMMAIRE

INTRODUCTION

CHAPITRE 1– Risque systémique

CHAPITRE 2 – Lien entre l'évolution des régulations bancaires et la crise des subprimes

CHAPITRE 3 – Aléa moral

CHAPITRE 4 – Impact des régulations bancaires résultant de la crise sur la prévention du risque systémique

CONCLUSION

ANNEXES

BIBLIOGRAPHIE

TABLE DES MATIERES

EXECUTIVE SUMMARY

INTRODUCTION

L'histoire de l'humanité est loin d'être un long fleuve tranquille mais se caractérise bien davantage par une succession de fléaux en tous genres : cataclysmes, séismes, guerres, épidémies, etc.

Les crises financières des 20^{ème} et 21^{ème} siècles pourraient faire sourire nos aïeux qui, reconnaissons-le, avaient des soucis bien plus vitaux que la défense de leur épargne.

Pensons à la peste et au choléra qui sévirent au Moyen Âge, à la rougeole qui décima la civilisation inca ou encore à la grippe qui faillit faire disparaître les indiens d'Amérique.

Il n'en est pas moins vrai que nos économies occidentales se trouvent actuellement dans une période tumultueuse, caractérisée par la remise en question de leur modèle capitaliste, qui prévaut depuis maintenant plus d'un siècle.

L'accroissement des dettes publiques, l'augmentation du chômage et l'appauvrissement de nos populations sont autant d'éléments qui attisent la colère d'un peuple, qui n'accepte plus de payer pour les excès d'une poignée d'acteurs du secteur financier qui n'ont de cesse de s'enrichir au détriment du plus grand nombre.

Force est aujourd'hui de déplorer que l'équilibre du monde devrait reposer sur un équilibre financier mais que celui-ci est loin d'être acquis.

Bien au contraire, la dérégulation, la titrisation et, plus généralement, la spéculation débridée ont exposé la finance mondiale à des risques inconsidérés.

Le monde est aujourd'hui global, si bien qu'une crise financière entraîne désormais des conséquences mondiales.

La mondialisation rend les économies du monde interdépendantes et la chute de l'une peut entraîner celle des autres. Ce constat vaut également pour les institutions financières dont la taille et l'interdépendance génèrent le risque que la faillite d'une seule d'entre elles ne provoque une crise majeure, caractérisée par un phénomène de réactions en chaîne. C'est pourquoi on parle depuis peu de risque systémique.

Ce travail se concentre sur l'étude du risque systémique, ses origines, les conséquences qu'il peut engendrer, ainsi que sur les régulations préventives liées à celui-ci, dans le but de répondre à la question suivante : les régulations bancaires et organismes de supervision mis en place récemment permettent-ils une prévention efficace du risque systémique ?

Afin de répondre à cette question, nous allons dans un premier temps réaliser une étude du risque systémique et de ses différentes composantes.

Nous nous attarderons ensuite sur l'évolution des régulations bancaires américaines au cours des deux derniers siècles et sur l'implication de la dérégulation dans le déclenchement de la crise des subprimes.

Le troisième chapitre sera consacré à une réflexion morale, sur le monde économique-financier dans lequel nous vivons actuellement, réalisée par la mise en évidence du manque de dimension éthique des activités de plusieurs instigateurs de la crise.

Enfin, nous étudierons les diverses réformes qui ont été mises en place suite à cette crise. Nous mettrons celles-ci en relation avec différentes composantes du risque systémique et tenterons d'analyser leur efficacité sur la prévention de ce dernier.

CHAPITRE 1– Risque systémique

1.1. Explication et définitions.

1.1.1. Risques affectant les institutions financières

Pour commencer, il semble utile de distinguer les différentes catégories de risques auxquels les institutions financières telles que les banques sont confrontées. Duffie et Singleton¹ identifient cinq catégories de risques :

- 1) Le risque de marché qui correspond au risque d'un changement inattendu des prix du marché. Autrement dit, c'est le risque de perte qui peut résulter des fluctuations des prix des instruments financiers qui composent un portefeuille.
- 2) Le risque de crédit qui peut se définir comme étant le risque que la valeur d'un actif ne varie, dû au changement imprévu de la qualité du crédit, en particulier si une des parties ne respecte pas ses obligations contractuelles ; ou, plus généralement, comme étant le risque qu'un emprunteur ne puisse pas rembourser son crédit.
- 3) Le risque de liquidité, qui représente le risque que le coût de transformation des positions financières en espèces n'augmente de manière significative.
- 4) Le risque opérationnel, qui correspond au risque que la fraude, les erreurs humaines ou autres défaillances opérationnelles n'entraînent une perte de valeur.
- 5) Le risque systémique que Duffie et Singleton définissent comme étant le risque d'un manque considérable de liquidités sur le marché ou de réaction de défauts en chaîne du marché.

Dans la mesure où les quatre premières catégories de risque sont axées sur les institutions individuelles, elles ne sont pas considérées comme faisant partie du risque systémique. Cependant, chacune a d'importantes implications dans le marché puisqu'elles peuvent toutes mener à une perte de valeur qui affecterait celui-ci. La sensibilité d'une institution à une dévaluation du marché étant une des variables permettant de calculer son risque systémique², ces quatre premières catégories de risques sont ainsi intimement liées au risque systémique par les effets néfastes qu'elles peuvent avoir sur le marché.

¹ (T.R.Hurd, 2015),p.12.

² Cf 1.4. « Mesure du risque systémique »

1.1.2. Définitions du risque systémique

Plongeons-nous maintenant dans une petite analyse historique des différentes définitions du risque systémique :

- En 1994, la Banque des règlements internationaux³ le définit comme étant « le risque que la défaillance d'un participant à honorer ses obligations contractuelles ne cause à d'autres participants un échec de paiement et, ainsi de suite, jusqu'à créer une réaction en chaîne, dont la conséquence serait une instabilité financière à grande échelle ».
- En 1995, Kaufman⁴ définit le risque systémique comme étant « la probabilité que des pertes s'accumulent suite à un événement déclencheur mettant en mouvement une série de pertes successives le long d'une chaîne d'institutions ou de marchés. En d'autres termes, c'est le risque d'une réaction en chaîne, telle une chute de dominos interconnectés ».
- En 2001, définition du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des Etats-Unis⁵ : « Dans un système de paiements, un risque systémique peut se produire si une institution, participant à un réseau privé de paiements de grande envergure, n'est pas en mesure de régler sa dette nette. Si une telle défaillance avait lieu, les créanciers de l'institution défaillante pourraient également ne pas être en mesure de respecter leurs engagements. Par conséquent, de graves répercussions pourraient se propager à d'autres participants du réseau, ainsi qu'à d'autres institutions de dépôt et à l'économie non financière en général ».
- Suite à la crise financière de 2007-2008, S. L. Schwarcz⁶ définit le risque systémique comme étant « le risque qu'un choc économique tel que la défaillance d'un marché ou d'une institution entraîne, soit des défauts en chaîne de la part des marchés ou

³ La « Bank for International Settlements », créée en 1930, est une société anonyme dont les actionnaires sont les banques centrales. Son siège est à Bâle, en Suisse, et cette société qu'on surnomme « Banque centrale des banques centrales » a pour rôle principal d'assister les banques centrales dans leur poursuite de la stabilité monétaire et financière.

⁴ (T.R.Hurd, 2015).p.13.

⁵ La « Federal Reserve System » ou FED, est la banque centrale des Etats-Unis. Créée en 1913 suite à la panique bancaire de 1907, son rôle est défini par le Congrès des Etats-Unis selon trois objectifs de politique monétaire : le plein emploi, la stabilité des prix et le taux d'intérêts à long terme modéré. Pour atteindre ces objectifs, la FED, en tant que banque centrale, offre des prestations financières aux organismes de dépôt, aux institutions financières étrangères, et, bien sûr, au gouvernement fédéral dont elle détient plus de 20% de la dette actuelle. Elle joue également un rôle important dans la régulation et la supervision du système bancaire, ainsi que dans le maintien de la stabilité du système financier.

⁶ (T.R.Hurd, 2015).p.13-14.

institutions, soit une chaîne de pertes substantielles de la part des institutions financières, ce qui provoquerait une inflation au niveau du prix du capital ou une diminution de sa disponibilité.

- De nos jours, le risque systémique se définit de manière générale comme étant « la possibilité qu'un événement au niveau d'une entreprise puisse provoquer une instabilité sévère, voire l'effondrement de l'entièreté d'une industrie ou d'une économie »⁷.

Bien que le risque systémique ait été utilisé dans la littérature relative aux systèmes financiers depuis de nombreuses années, on remarque que les définitions ont évolué avec le temps et qu'elles divergent, d'un auteur à l'autre, selon leur conception. On peut donc dire que c'est un concept qui n'a pas encore été totalement authentifié. Il existe néanmoins un facteur commun qui revient généralement dans les diverses définitions. Cet élément commun est le fait qu'un élément déclencheur puisse causer une réaction en chaîne semblable à une chute de dominos dont les conséquences pourraient s'avérer dévastatrices au niveau du secteur financier. On remarque également une distinction entre les définitions allant jusqu'en 1995 et celles du 21^{ème} siècle. En effet, les définitions les plus récentes ne s'arrêtent pas aux conséquences affectant le système financier, mais mentionnent ou sous-entendent également un impact au niveau de l'économie non-financière, qu'on qualifie généralement d'économie « réelle ».

1.1.3. Concept général de risque systémique

Pour présenter le concept de risque systémique de manière simplifiée, Kaufman, Scott et Jonh B. Taylor⁸ affirment qu'il doit comprendre au moins trois ingrédients :

1. Un élément déclencheur
2. Une propagation/contagion des chocs à travers le système financier.
3. Un impact important sur l'économie réelle et donc sur la macroéconomie.

Si l'élément déclencheur peut provenir de l'intérieur du système financier, par exemple la faillite inattendue d'une institution financière de taille importante⁹, il peut également émaner de l'extérieur du système comme ce fut le cas lors des attentats du 11 Septembre 2001.

⁷ Investopedia (2017)

⁸ (T.R.Hurd, 2015),p.12.

⁹ Nous étudierons en détail le cas de Lehman Brothers plus tard dans ce mémoire dans le cadre de la crise des subprimes de 2007-2008

Pour ce qui est du phénomène de contagion financière¹⁰, il peut certes avoir lieu à cause d'un lien direct entre plusieurs banques. Mais il peut également survenir de manière indirecte, en conséquence de la baisse de valeur des actifs de plusieurs banques, suite aux ventes forcées d'une poignée d'institutions bancaires de taille considérable, ou d'une simple perte de confiance des investisseurs.

Enfin, l'impact d'une crise systémique sur l'économie réelle peut prendre plusieurs formes : incidence sur l'offre de monnaie et de crédit, sur les marchés, sur le taux d'intérêt et parfois même sur l'économie productive et donc le taux d'emploi¹¹.

S'il est bien évidemment impossible de prévoir un élément déclencheur provenant de l'extérieur du système financier tel qu'une catastrophe naturelle ou un attentat, il semble y avoir un lien entre, d'une part le risque de faillite de certains établissements financiers de taille importante¹² et les impacts désastreux qui peuvent en découler, et, d'autre part, la régulation et la supervision du secteur bancaire. C'est cette liaison que nous tenterons de prouver plus tard dans cette thèse. Avant cela, nous allons décrire plus en profondeur ces 2^{ème} et 3^{ème} ingrédients du risque systémique : la contagion financière ainsi que ses différents canaux de contagion, et les conséquences que cette contagion peut entraîner sur l'économie réelle.

1.2. Contagion financière

1.2.1. Définitions et concept de contagion financière

Le Larousse¹³ définit le terme contagion comme étant « la transmission d'une maladie d'un sujet malade à une personne saine ». Il spécifie ensuite qu'elle peut être directe, indirecte, ou le plus souvent, mixte.

Dans un contexte économique-financier, « The Economic Times »¹⁴ stipule qu'on peut expliquer une contagion par un choc dans une économie ou une région, qui se propage et affecte d'autres économies ou régions par moyen de fluctuations des prix.

¹⁰ Concept qui sera détaillé dans la section suivante

¹¹ Nous étudierons plus en profondeur les différents canaux de contagion dans la section 1.3.

¹² Etablissements représentant un risque systémique

¹³ (Larousse)

¹⁴ (The Economic Times)

Pour nous aider à mieux comprendre l'utilisation dans un contexte financier de ce terme, initialement employé dans le domaine médical, Bloomberg¹⁵ utilise une métaphore intéressante : « Lorsque quelqu'un éternue, quelqu'un d'autre peut tomber malade. Il en va de même pour les pays : lorsque la santé financière d'une nation est mise en péril, le malaise tend à se répandre. On appelle ce phénomène contagion financière.

Selon Elise Marais¹⁶, de manière générale, la contagion financière fait référence à l'extension des perturbations des marchés financiers d'un pays vers les marchés financiers d'autres pays. On oppose deux sortes de contagion :

- 1) La contagion dite « mécanique » induite par des interdépendances réelles et financières entre pays. Ce type de contagion est expliqué par les liens commerciaux entre pays, leurs interdépendances financières ou encore par des similitudes macroéconomiques.
- 2) La contagion dite « psychologique » qui met en jeu le comportement des investisseurs. Ce type de contagion se produit suite à une modification des anticipations des investisseurs et non par l'existence de liens réels entre pays. Elle survient généralement suite à un choc, parce que les investisseurs concluent que les pays similaires au premier pays en crise partagent les mêmes difficultés. Cela suppose que les investisseurs ne soient pas pleinement informés des conditions macroéconomiques de chaque pays. Ils prennent alors leurs décisions sur base des actions d'autres investisseurs qu'ils considèrent comme étant mieux informés.

Selon Calvo¹⁷, l'impact d'un choc est d'autant plus important lorsqu'il y a asymétrie de l'information. Pour expliquer cela, il utilise la théorie du « choc de liquidité endogène » avec un exemple très explicite : il suffirait que des investisseurs informés doivent vendre des actifs sur un marché pour rééquilibrer leur portefeuille ou répondre à des appels de marge¹⁸ sur d'autres marchés pour que des agents non-informés considèrent cela comme un signal et décident de vendre des actifs à leur tour. Ceci provoquerait un retrait des capitaux sur le marché concerné et donc une dévaluation plus importante que s'il n'y avait pas eu d'asymétrie de l'information.

¹⁵ (Whitehouse, 2015)

¹⁶ (Marais, 2003), p.2-6.

¹⁷ (A Calvo, 1999)

¹⁸ Un appel de marge est un versement obligatoire auprès de la chambre des compensations par un investisseur pour couvrir la dépréciation de sa position ouverte, faute de voir sa position liquidée.

1.2.2. Différents canaux de contagion

Nous allons maintenant étudier les différents canaux qui permettent à cette contagion de se propager d'une économie à une autre.

Forbes et Rigobon¹⁹ définissent deux groupes distincts dans les théories expliquant les différents canaux de contagion :

- 1) Celles qui sont contingentes aux crises, c'est-à-dire celles dont la corrélation entre les marchés augmente suite à un choc. On parle alors de « shift contagion ». Cette théorie veut qu'un choc provoque une rupture, de sorte que de nouveaux canaux de contagion qui n'existent pas durant les périodes tranquilles apparaissent. Ce premier groupe peut se diviser en trois mécanismes : « les équilibres multiples », « le choc de liquidité endogène » déjà brièvement illustré ci-dessus et la contagion dite « politique ».
- 2) Celles qui sont non-contingentes aux crises, ce qui signifie que les mécanismes de transmission après un choc ne sont pas significativement différents de ceux d'avant la crise. Les quatre canaux de contagion qui composent ce deuxième groupe sont souvent qualifiés de « liens réels », puisque la plupart d'entre eux sont basés sur des fondamentaux économiques. Ces mécanismes sont le « commerce », la « coordination politique », la « réévaluation d'un pays » et enfin les « chocs aléatoires globaux ».

1.2.2.1. Théories contingentes aux crises

- La théorie des équilibres multiples a lieu lorsque la crise dans un pays est utilisée comme tâche solaire²⁰ pour d'autres pays. Dans un contexte de contagion, une crise monétaire peut se produire en dépit de conditions macroéconomiques favorables. En effet, la transmission de la crise d'un pays A à un pays B peut se faire via la simple réalisation d'une crise ailleurs dans le pays B, ce qui déclenche une crise indépendamment d'un changement fondamental au niveau des variables macroéconomiques. Ce phénomène n'étant pas dû à des liens réels entre les différentes économies, mais bien à un changement au niveau des anticipations des investisseurs, est donc celui d'une contagion psychologique.

¹⁹ (Rigobon, 2001).p.47-49.

²⁰ (Marais, 2003). p.3. Un équilibre de tâche solaire est un équilibre stochastique (aléatoire) dans lequel l'aléa est de nature extra-économique.

- Venons-en maintenant à la deuxième catégorie de théories contingentes aux crises : le choc de liquidité endogène. Ce phénomène veut que la crise dans un pays réduise la liquidité des investisseurs, ce qui pourrait les mener à devoir réajuster leur portefeuille en vendant des actifs détenus dans d'autres pays. Lorsque ce choc de liquidité est important, cela peut avoir un impact sur le prix de ces actifs, suite à quoi d'autres investisseurs moins informés²¹ verraient là un signe de crise et décideraient, dans un effet de masse, de vendre leurs actifs à leur tour, ce qui entraînerait une chute importante du prix de ces actifs.
- Le troisième et dernier mécanisme de transmission résultant d'une situation de crise est nommé contagion politique²². Généralement, les banques centrales ont pour objectif de maintenir le taux d'échange de la monnaie de leur pays fixe. Lorsqu'une banque centrale décide de laisser flotter sa monnaie²³, cela réduit le coût politique pour d'autres pays de changer leurs taux de change à leur tour. En conséquence, les crises de taux de change peuvent avoir lieu l'une à la suite de l'autre et, une fois de plus, le choc initial se transmet par un mécanisme qui n'existait pas avant la crise.

1.2.2.2. Théories non contingentes aux crises

- Abordons maintenant les théories de contagion non-contingentes aux crises. Le premier canal qualifié de lien réel entre différentes économies est le commerce. Prenons l'exemple d'un pays A qui dévalue sa monnaie, cela aurait pour conséquence d'augmenter sa compétitivité au niveau de ses produits locaux et donc de booster ses exportations. Prenons maintenant un pays B, partenaire commercial du pays A. Cette dévaluation de la monnaie du pays A pourrait pousser les consommateurs du pays B à importer beaucoup plus, ce qui aurait un impact néfaste important sur les ventes domestiques à l'intérieur du pays B. Un tel phénomène affecterait directement la production et donc le PIB du pays importateur, ce qui entraînerait une dévaluation des cours sur les marchés de ce pays. De plus, la dévaluation initiale de la monnaie du pays A pourrait avoir un effet indirect sur d'autres pays partenaires du pays B qui verraient alors leurs exportations diminuer.

²¹ Cf concept d'asymétrie de l'information expliqué ci-dessus

²² (Drazen, 1998)

²³ Cf Crise asiatique de 1997 qui sera expliquée dans la section suivante

- Le second canal de contagion de ce deuxième groupe est la coordination politique. Ce mécanisme lie deux ou plusieurs économies par le fait que la réaction d'un premier pays à un quelconque événement force d'autres pays à adopter les mêmes décisions politiques. Par exemple, un accord commercial international pourrait inclure une clause dans laquelle la politique monétaire laxiste d'un pays forcerait les autres pays membres de cet accord à établir des barrières commerciales.
- La troisième théorie non-contingente aux crises stipule que les investisseurs pourraient appliquer les leçons apprises d'un choc économique dans un pays à d'autres pays dont les politiques et/ou les structures macroéconomiques sont similaires. Prenons l'exemple d'un pays A ayant connu par le passé une crise monétaire dont l'origine s'est avérée être un système bancaire relativement faible. Les investisseurs pourraient réévaluer la stabilité du système bancaire d'autres pays et revoir leurs attentes dans le cas où celui-ci présenterait les mêmes caractéristiques que le système bancaire ayant par le passé provoqué la crise dans le pays A.
- Enfin, le dernier canal de contagion énoncé par Forbes et Rigobon est le mécanisme des chocs aléatoires globaux qui peuvent affecter simultanément les fondamentaux de plusieurs économies. Par exemple, une hausse internationale du taux d'intérêt, une baisse de l'offre de monnaie au niveau international ou encore une diminution de la demande globale pourraient faire diminuer la croissance dans de nombreux pays de manière simultanée.

1.2.3. Illustration : Crise asiatique de 1997-1998

Pour illustrer ce phénomène de contagion, j'ai choisi la crise asiatique de 1997 qui est généralement considérée comme étant le premier exemple probant de contagion financière au niveau international. Nous allons donc tenter de faire des liens entre les causes de cette crise et les théories de contagion contingentes aux crises énoncées ci-dessus.

Tout commence le 2 juillet 1997²⁴ lorsque la banque centrale thaïlandaise décide de laisser flotter sa monnaie²⁵, auparavant liée au dollar, sous la pression des marchés financiers. Depuis plusieurs mois, le baht était victime d'attaques spéculatives liées aux déséquilibres croissants

²⁴ (Delhommais, 1997)

²⁵ Le baht

de l'économie thaïlandaise résultant d'une crise de l'immobilier, de la fragilité de leur système bancaire ainsi que de performances décevantes au niveau de leurs exportations.

Les conséquences de cette politique monétaire furent désastreuses pour la région du sud-est de l'Asie. Le baht plongea de plus de 30%. Les devises philippine, indonésienne, malaisienne et le dollar de Singapour plongèrent également dans la tourmente. La bourse de Kuala Lumpur, capitale de la Malaisie, plongea de 21%, celles des Philippines et de l'Indonésie de 30%. Ces dévaluations en masse pouvaient s'expliquer par l'étroitesse des échanges commerciaux entre les pays, la chute du baht rendant ainsi inévitable un ajustement des devises des pays voisins. Cette crise résultant de mauvais choix de politique monétaire, nous retrouvons ici le canal de contagion politique expliqué ci-dessus.

Cependant, pour la première fois dans l'histoire déjà bien remplie des crises économiques, la propagation ne s'arrêta pas aux pays d'une même région. En effet, cette crise causa également de nombreuses dépréciations sur les marchés occidentaux : le 27 octobre, l'indice Dow Jones²⁶ perdait 7,18%. Le lendemain, la bourse de Sao Paulo perdait 14,9% et celle de Paris avait cédé 11% en début d'après-midi.

La contagion de cette crise aux pays occidentaux, expliquée par la globalisation et la mondialisation de l'économie et des marchés financiers, s'effectua par le biais des deux autres canaux contingents aux crises définis précédemment :

- La première explication²⁷ de cette propagation est psychologique. En effet, les investisseurs se sont inquiétés des conséquences que pourrait avoir cette crise asiatique sur la croissance de l'économie mondiale, ce qui les a poussés à revoir à la baisse leurs attentes concernant les futures performances des entreprises localisées dans leur propre pays. Ces crises dans les pays précédemment dits du miracle asiatique²⁸ eurent un effet dévastateur sur la confiance des investisseurs occidentaux qui basculèrent d'un optimisme excessif à un pessimisme tout aussi déraisonnable. On retrouve donc ici la théorie des équilibres multiples puisque la propagation aux pays occidentaux a eu lieu en raison de la réalisation d'une crise ailleurs par les

²⁶ Le Dow Jones Industrial Average est un indice new-yorkais composé de 30 des plus grandes entreprises américaines. Créé le 26 mai 1896, il est le plus vieil indice boursier du monde.

²⁷ (Marais, 2003).p.17-18.

²⁸ Qualificatif donné aux pays du sud-est asiatique au début des années 90 en raison de leur modèle de croissance impressionnant.

investisseurs, et ce, indépendamment d'un changement au niveau des variables macroéconomiques de ces pays.

- La deuxième explication²⁹ de cet impact sur l'économie occidentale est relative à la théorie du choc de liquidité endogène. Afin de compenser les pertes subies sur leurs placements en Asie, les gestionnaires internationaux se sont vus contraints de rebalancer leur portefeuille pour retirer leurs profits réalisés sur les marchés occidentaux qui avaient fortement progressé lors des derniers mois. Ce phénomène de retrait de masse eut comme effet une dévalorisation des actifs financiers présents sur les marchés occidentaux.

1.3. Impacts sur l'économie réelle

Après avoir défini les différents canaux de contagion financière, nous allons à présent agrandir notre champ de recherche et nous focaliser sur les conséquences que peuvent engendrer les crises financières au niveau de l'économie réelle³⁰. Pourquoi ces crises suscitent-elles autant de craintes et ouvrent-elles autant de débats ? Comment ces dépressions propres au monde financier, pourtant considéré comme étant totalement déconnecté de l'économie réelle, parviennent-elles à faire trembler l'économie entière ?

Avant de répondre à ces questions et d'expliquer cette interconnexion entre la finance et l'économie réelle qui lui est opposée, il semble utile de se remémorer que le rôle initial de la finance est de permettre aux capitaux de mieux circuler pour financer les activités économiques. En effet, le système financier « a pour vocation de mettre en relation des agents économiques qui ont des ressources excédentaires avec ceux qui en manquent »³¹. Initialement, les marchés boursiers sont donc des outils offrant aux entreprises un accès rapide aux capitaux et aux investisseurs. Pour résumer, on peut dire que la finance a pour rôle principal de financer l'économie. Il existe ainsi un lien étroit entre ces deux secteurs d'activité qui permet de comprendre pourquoi une crise dans le premier a une telle influence sur le second.

²⁹ (Delhommais, 1997)

³⁰ L'économie réelle est une expression utilisée pour désigner l'activité économique locale et concrète pour les citoyens, les ménages, les entreprises ou encore les collectivités qui produisent et consomment réellement des biens et services. Elle est opposée à la partie de l'économie relative à la spéculation, c'est-à-dire la finance et la bourse.

³¹ (Bertrand Jacquillat, 2011),p.19.

Abordons présentement les différents mécanismes de transmission qui permettent d'expliquer comment l'économie réelle se retrouve affectée par les multiples débâcles du secteur financier. La croissance de l'économie étant dépendante de la production, elle-même dépendante de la consommation, nous allons nous concentrer dans les deux premières sous-sections sur les différents phénomènes pouvant entraîner une diminution de la consommation, comme de la production. Nous étudierons ensuite les principaux motifs pouvant amener les Etats à injecter d'importantes sommes d'argent dans l'économie. Les conséquences étant, comme nous le vivons actuellement en Europe, un niveau d'endettement public démesuré, ainsi que l'instabilité économique-politique qui en résulte.

1.3.1. Faillites d'institutions financières

La faillite d'une institution financière peut entraîner de nombreuses répercussions sur le niveau de consommation des agents économiques :

- Premièrement, une faillite signifiant la fin de l'activité d'une entreprise, elle implique automatiquement pour l'ensemble de ses employés la perte de leur emploi. En conséquence, le niveau de revenus de ces personnes diminue, ce qui entraîne une diminution de leurs capacités de consommation et d'investissement. Ce phénomène peut paraître minime lorsqu'il s'agit d'une poignée d'établissements, cependant il prend une certaine importance en période de crise lorsque les faillites se font plus nombreuses et surviennent simultanément.
- Une deuxième conséquence propre aux faillites d'institutions financières est la possibilité pour les épargnants de perdre leurs économies, ce qui aurait également un impact sur la future consommation de ces personnes. Lorsque ces personnes placent leurs économies dans des banques aux activités mixtes, le risque est d'autant plus élevé que ces banques ont la possibilité d'utiliser cet argent dans le cadre d'activités financières nettement plus risquées. Pour éviter cela, le Glass Steagal Act³² fut voté en 1933. Néanmoins, cette loi fut abrogée en 1999 sous la pression des lobbys bancaires américains.
- Enfin, la faillite d'une institution financière implique généralement l'incapacité pour celle-ci d'honorer ses dettes. Dans le cadre de connexions interbancaires

³² Acte séparant strictement les activités de banques commerciales telles que le dépôt d'argent des activités de banques d'investissement

particulièrement importantes, il en résulte une perte financière inévitable pour les institutions créancières, ainsi qu'une perte de confiance de la part de ces institutions.

1.3.2. Perte de confiance

Les faillites d'établissements financiers reconnus, ainsi que l'effondrement des cours de bourse qui provoque une crise financière ont tous deux un impact inéluctable sur la confiance des banques prêteuses, des investisseurs, ainsi que des épargnants :

- Au niveau des banques, les déséquilibres et incertitudes consécutifs d'une crise les incitent à durcir considérablement les conditions d'accès au crédit³³, que ce soit par rapport aux particuliers, aux entreprises ou aux autres banques. Cela a pour effet de réduire les prêts interbancaires ainsi que les capacités d'investissement et de consommation de l'ensemble des agents économiques.
- Au niveau des investisseurs, comme expliqué précédemment avec la théorie des équilibres multiples, une perte de confiance suffit à faire dégringoler les cours de bourse. Au-delà de la perte de richesse des agents économiques qui en découle, cela entraîne également une dégradation au niveau de la structure financière des entreprises touchées par la dévaluation de leur action. Cette perte financière implique généralement un effet néfaste non seulement sur la production de ces entreprises, mais également sur le taux d'emploi et donc sur la consommation.
- Enfin, une perte de confiance des épargnants envers le système financier peut les amener à retirer leur épargne par peur de voir leur banque sombrer et devenir insolvable. Si ce phénomène n'a pas d'impact considérable lorsque les épargnants retirent leurs économies à des périodes différentes, un phénomène de retrait de masse déclencherait une crise de liquidité appelée « Bank run ». Les banques commerciales se finançant via des dépôts à court terme pour octroyer des prêts à plus long terme se verraient alors contraintes de déclarer faillite, provoquant ainsi la faillite de leurs banques créditrices. Ces banques étant d'importantes sources de capital, l'état de faillite d'un grand nombre d'entre elles entraînerait automatiquement une augmentation du coût du capital ou une diminution de sa disponibilité³⁴.

³³ (Rimbert, 2015).p.69.

³⁴ (Schwarcz, 2008).p.198-199.

1.3.3. Intervention des pouvoirs publics

Lorsqu'on assiste à une intervention des pouvoirs publics, cela se répercute généralement sur le niveau de vie des classes inférieures. C'est en effet avec l'argent des contribuables et en s'endettant au détriment des futures générations de citoyens que les Etats décident de sauver les banques de taille importante ou d'injecter de l'argent dans l'économie.

Bien que les raisons qui poussent les Etats à injecter de telles sommes dans l'économie puissent avoir du sens, comme nous le verrons dans les deux sections suivantes dédiées au « too big to fail » et aux politiques de relance dites « keynésiennes », il ne faut pas oublier que cet argent se devra d'être remboursé tôt ou tard. L'histoire nous prouve en effet que la décision d'un Etat de suspendre le remboursement de sa dette³⁵ peut avoir des conséquences désastreuses : La Russie mit plus de dix ans à se remettre de son moratoire de 1998. L'Argentine et la Grèce sombrèrent quant à elles dans des crises dévastatrices suite au non-remboursement de leurs dettes, respectivement en 2001 et 2010 et ne sont toujours pas parvenues à se ressaisir³⁶.

1.3.3.1. Dans le cadre du « too big to fail »

Dans certains cas extrêmes, une intervention des pouvoirs publics semble indispensable pour éviter aux institutions financières représentant un risque systémique de s'effondrer et d'entraîner par la même occasion cette réaction en chaîne tant redoutée, semblable à celle que nous avons vécue en 2008 suite à la faillite de Lehman Brothers³⁷. On qualifie alors ces institutions de « too big to fail », c'est-à-dire trop grandes pour faire faillite.

Par peur de voir une faillite affecter l'ensemble du secteur financier ainsi que l'économie réelle, les Etats traitent ces établissements financiers de taille conséquente, comme leurs crédeurs, d'une manière différente par rapport à la plupart des autres entreprises et crédeurs³⁸. Ce phénomène entraîne donc des inégalités comportant deux problèmes majeurs :

- Premièrement, on remarque une prise de risque démesurée et un gaspillage des ressources de la part des gestionnaires de ces établissements. En effet, sachant qu'ils

³⁵ On parle alors de moratoire

³⁶ (Marti, 2013)

³⁷ Nous reviendrons sur cette faillite plus en détail dans la section « crise des subprimes »

³⁸ (Gary H Stern, 2004).p.11-12.

verraient leur banque se faire renflouer en cas de faillite³⁹, ces gestionnaires n'hésitent ni à s'attribuer des salaires et dividendes mirobolants, ni à prendre des risques qu'ils ne prendraient en aucun cas sans cette assurance que l'Etat ne les laissera pas tomber.

- Le deuxième problème majeur est une conséquence directe du premier : les grandes puissances privées s'enrichissent au détriment de la population. De fait, lorsqu'un Etat décide de sauver une banque en utilisant l'argent public, on assiste clairement à une privatisation des profits, mais à une socialisation au niveau des pertes⁴⁰.

Cette théorie du « too big to fail », intimement liée au risque systémique, pose donc problème au niveau de la dette publique. Il semble subséquemment évident qu'une supervision ainsi que des réglementations spécifiques aux établissements qualifiés de trop grands pour faire faillite soient nécessaires, sous peine de voir ceux-ci se transformer en « too big to save », c'est-à-dire trop grands pour être sauvés par les Etats⁴¹.

1.3.3.2. Dans le cadre d'une politique de relance « keynésienne »

Le principe de base de l'économie keynésienne⁴² est fondé sur l'idée selon laquelle une relance économique se met en place en augmentant les dépenses publiques et en réduisant certains impôts. Cette option, si elle dégrade les comptes de l'Etat et conduit à des déficits budgétaires en augmentant la dette publique, a pour but de relancer l'activité économique et de réduire le chômage.

Selon la théorie keynésienne, la situation de plein emploi en économie de marché n'est pas automatique. C'est une possibilité plutôt exceptionnelle. Le marché n'atteint pas forcément cette situation. Il faut donc, en quelque sorte, aider le marché en passant par les dépenses publiques⁴³ ou encore en diminuant le taux d'intérêt directeur⁴⁴ de façon à favoriser l'investissement.

Cette politique de relance keynésienne qui avait été abandonnée pour ne pas avoir apporté les résultats escomptés dans les années 70 et 80, est de nouveau appliquée tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Elle n'est d'ailleurs pas étrangère à la crise de 2008 dont nous subissons toujours

³⁹ On parle alors de « Bail-out »

⁴⁰ (Rigot, 2017)

⁴¹ (Bertrand Jacquillat, 2011), p.29.

⁴² En référence aux théories du célèbre économiste britannique John Maynard-Keynes (1883-1946)

⁴³ (Vodarevski, 2008)

⁴⁴ Taux d'intérêt appliqué aux banques commerciales qui empruntent auprès des banques centrales

les effets actuellement. La politique de baisse des taux d'intérêt utilisée au début des années 2000 pour relancer l'économie suite à la crise internet est en effet considérée comme étant responsable des bulles financière et immobilière à l'origine de la crise des subprimes⁴⁵.

Cette politique de relance ayant entraîné un endettement déraisonnable, le problème réside dans le fait que les agents économiques utilisent désormais cet argent pour survivre, rembourser leurs dettes et soutenir leur consommation. En conséquence, l'effet s'arrête dès l'argent dépensé et n'agit plus sur la production. Il ne produit plus le résultat de relance espéré.

En conclusion, bien que ces mesures keynésiennes puissent être adaptées sous certaines circonstances, elles sont aujourd'hui considérées comme étant en partie responsables de l'endettement actuel des pays occidentaux et du climat d'instabilité qui en découle.

1.4. Mesure du risque systémique

1.4.1. Explication de la démarche

Après avoir étudié les différents canaux de contagion financière ainsi que les moyens de transmission d'une crise du secteur financier vers l'économie réelle, nous allons désormais tenter de mesurer le risque systémique de la manière la plus adéquate possible par rapport à notre recherche. Il faut savoir qu'il existe plus de trente méthodes de mesure du risque systémique⁴⁶. De fait, ce risque n'ayant toujours pas été officiellement authentifié, il existe une multitude d'approches différentes.

Dans le cadre de ce mémoire, j'ai choisi de reprendre la mesure du « Conditional Capital Shortfall » développée par Christian Brownlees et Robert Engle, car elle tient non seulement compte de la taille et de l'effet de levier utilisé par les institutions financières, mais également de leur sensibilité aux mouvements du marché. La démarche utilisée par ces deux économistes diffère ainsi de la majorité des autres dans le sens où celle-ci ne dépend pas uniquement de la volatilité et la corrélation des actifs des banques mais associe bilans et informations de marché pour construire une mesure de détresse financière en fonction de ce dernier.

⁴⁵ (Vodarevski, 2008). Pour plus de détails, voir section 2.4 « Crise des subprimes »

⁴⁶ (Christian Brownlees, 2016).p.5.

L'idée de cette théorie est de mesurer la perte de capital qu'une institution financière se verrait infliger face à une réaction négative du marché qui surviendrait suite à un élément déclencheur d'ordre systémique, le but étant d'évaluer si cette institution a les fonds propres nécessaires pour faire face à ce genre de situation. Cette démarche est donc en quelque sorte similaire au « stress test » auquel les banques ayant plus de cinquante milliards d'actifs doivent se soumettre annuellement. Nous reviendrons plus tard⁴⁷ sur cette régulation qui fait partie des réformes bancaires apparues suite à la crise des subprimes.

Si la perte de capital mesurée est supérieure au capital disponible, l'institution est considérée comme représentant un risque systémique du montant de la différence, ce qui signifie que l'Etat devrait la renflouer à hauteur de ce montant pour éviter qu'elle ne s'effondre en cas de crise. En conséquence, la somme des risques systémiques de l'ensemble des institutions fait office de mesure du risque systémique général du secteur financier. En d'autres termes, ce montant correspond à ce que le gouvernement devrait dépenser pour renflouer l'ensemble du système financier en cas de crise.

1.4.2. Conditional Capital Shortfall

La variable utilisée pour mesurer le niveau de détresse d'une institution financière est son « capital shortfall », c'est-à-dire son manque de capital. On définit celui-ci pour une institution i à la période t comme suit⁴⁸ :

- $CS_{it} = kA_{it} - W_{it} = k(D_{it} + W_{it}) - W_{it}$

Dans cette équation, W_{it} représente la valeur de marché du capital de l'institution i , A_{it} et D_{it} correspondent respectivement aux actifs et aux dettes de i , et k est le ratio de capital prudentiel⁴⁹. Lorsque le capital shortfall est négatif, cela signifie que la société i a un surplus de capital et fonctionne correctement. Dans le cas contraire, cela signifie qu'elle éprouve des difficultés financières.

Le but étant ici de prédire le manque de capital d'une entité financière en cas de crise systémique, différents cas d'événements d'ordre systémique peuvent être choisis. Nous allons ici choisir comme événement systémique une régression du marché en dessous d'un seuil C

⁴⁷ Cf section 4.1. « Mesures prises pour réguler le système bancaire après la crise ».

⁴⁸ (Christan Brownlees, 2016).p.6-8.

⁴⁹ Ratio de capital que les autorités de réglementation bancaire et les banques elles-mêmes surveillent pour vérifier leur stabilité financière

de 10% sur une durée h de un mois représenté de la sorte : $\{R_{m\ t+1:t+h} < C\}$. Nous définissons alors le risque systémique d'une institution i comme étant « the expected capital shortfall conditional on a systemic event⁵⁰ » :

- $SRISK_{it} = Et(CS_{i\ t+h} | R_{m\ t+1:t+h} < C)$
- $SRISK_{it} = k Et(D_{i\ t+h} | R_{m\ t+1:t+h} < C) - (1 - k) Et(W_{i\ t+h} | R_{m\ t+1:t+h} < C)$.

Ce qui correspond à dire que le risque systémique de i est égal à son manque de capital estimé en cas d'événement systémique défini comme une dépréciation du marché supérieure à C sur un laps de temps h .

Dans le but de calculer cette prévision, nous assumons ensuite que la dette ne peut être renégociée en cas de crise systémique. En effet, comme expliqué précédemment⁵¹, une crise implique généralement un manque de confiance qui réduit considérablement l'accès au crédit. Nous présumons donc : $Et(D_{i\ t+h} | R_{m\ t+1:t+h} < C) = D_{i\ t}$. Ce qui revient à dire que la dette estimée en cas de crise est égale à la dette actuelle. Nous avons donc :

- $SRISK_{it} = kD_{it} - (1-k) Et(W_{i\ t+h} | R_{m\ t+1:t+h} < C)$

Nous allons ensuite poser $LRMES_{it} = -Et(R_{i\ t+1:t+h} | R_{m\ t+1:t+h} < C)$, représentant la perte de capital en fonction du déclin du marché⁵². Nous avons donc :

- $SRISK_{it} = kD_{it} - (1-k) W_{it} (1-LRMES_{it})$
- $SRISK_{it} = kD_{it} + (1-k) W_{it} (LRMES_{it}-1)$
- $SRISK_{it} = W_{it} [k D_{it}/W_{it} + (1-k) (LRMES_{it} -1)]$
- $SRISK_{it} = W_{it} [k D_{it}/W_{it} + (1-k) (LRMES_{it}) + k - 1]$
- $SRISK_{it} = W_{it} [k (D_{it}+W_{it})/W_{it} + (1-k) (LRMES_{it}) - 1]$

⁵⁰ La perte de capital attendue résultant d'un événement d'ordre systémique

⁵¹ Dans la section 1.3.2. « Perte de confiance »

⁵² (Christan Brownlees, 2016).p.2. LRMES= Long Run Marginal Expected Shortfall= Expected equity loss conditional on the market decline.

En posant $LVGit = (Dit+Wit)/Wit$ représentant le ratio d'effet de levier⁵³, nous avons :

- $SRISK_{it} = Wit [k LVGit + (1-k) LRMESit -1]$

Cette formule finale nous donne donc la mesure du risque systémique d'une institution i en fonction de sa taille, de son ratio d'effet de levier et de sa perte de capital estimée suite à une dévaluation du marché. En conséquence, plus l'entité financière sera grande, utilisera un effet de levier important et sera sensible aux dévaluations du marché, plus son risque systémique sera élevé.

Comme expliqué précédemment, il suffit ensuite de faire la somme des risques systémiques de chacune des institutions financières pour mesurer le risque systémique total du système financier :

$$SRISK_t = \sum_{i=1}^N (SRISK_{it})$$

Nous obtenons ainsi l'estimation du montant que le gouvernement devrait dépenser pour renflouer l'ensemble du secteur financier en cas d'événement d'ordre systémique.

Avant de clôturer ce chapitre, il me semble important de préciser que cette mesure ne tient pas directement compte de toutes les composantes du risque systémique puisqu'elle calcule celui-ci de manière à évaluer la perte qui surviendrait suite à un événement déclencheur. Elle ne reprend donc pas certains éléments importants du risque systémique tels que la corrélation des actifs des institutions, les interconnexions bancaires, ou encore les crises de liquidité ou de confiance qui sont ici implicitement considérées comme étant les éléments déclencheurs de ce risque mais ne sont pas mesurés.

Il convient également de préciser que cette mesure est exclusivement utilisée de manière théorique dans cette thèse. En effet, une application effective de celle-ci nécessiterait non-seulement l'utilisation d'un modèle extrêmement complexe, mais également un accès aux données confidentielles de l'ensemble des institutions du système financier. De plus, cette mesure repose sur une hypothétique dévaluation du marché suite à un choc initial dont l'ampleur ne peut être qu'estimée de manière théorique.

⁵³ L'effet de levier désigne l'utilisation de l'endettement pour augmenter la capacité d'investissement d'une entreprise et ainsi maximiser son gain potentiel.

CHAPITRE 2 – Lien entre l'évolution des régulations bancaires et la crise des subprimes

2.1. Historique des régulations bancaires et des événements économiques majeurs antérieurs à la crise des subprimes.

Le but de ce second chapitre étant d'établir une relation entre les régulations bancaires et la crise des subprimes, nous allons dans un premier temps nous focaliser exclusivement sur le parcours laborieux qui mena à la création d'une banque centrale aux Etats-Unis, ainsi que sur l'instauration des régulations et des organismes de supervision propres au secteur bancaire américain. Nous étudierons ensuite l'évolution de ces régulations durant la fin du 20^{ème} siècle, ce qui nous permettra d'introduire la deuxième partie de ce chapitre : la crise des subprimes.

2.1.1. Création de la banque centrale américaine : de la BUS à la FED.

Il faut remonter en 1790 pour voir la création d'une banque nationale aux Etats-Unis⁵⁴ lorsqu' Alexander Hamilton, alors secrétaire au trésor américain, utilisa la banque d'Angleterre comme modèle pour créer la Banque des Etats-Unis⁵⁵. Le congrès approuva cette recommandation et autorisa la création de cette banque nationale l'année suivante. Néanmoins, Hamilton ayant voulu que cette banque soit privée, elle ne fit jamais l'unanimité.

C'est ainsi qu'on vit apparaître de nombreuses banques d'Etat dans les années qui suivirent, mais malgré la compétition, la BUS pouvait s'appuyer sur de nombreuses succursales situées notamment à Boston, New York, Washington, ou encore à la Nouvelle-Orléans, et demeura ainsi la principale banque du pays. Ce fut cependant le succès de la BUS qui scella son propre sort. En effet, cette banque qui surplombait toutes les autres, représentait une sérieuse menace pour le développement des banques d'Etat toujours plus nombreuses, ce qui explique sans doute pourquoi le Congrès refusa de renouveler son accord en 1811.

Bien que les banques d'Etat eurent la possibilité de profiter du vide laissé par la disparition de la BUS, des difficultés éprouvées durant la guerre de 1812⁵⁶ poussèrent à la création d'une

⁵⁴ (Markham, 2010).p.223.

⁵⁵ « Bank of the United States » alias BUS

⁵⁶ Guerre anglo-américaine, également appelée seconde guerre d'indépendance, qui a opposé les Etats-Unis à l'empire Britannique de 1812 à 1815.

nouvelle Banque des Etats-Unis. Malgré une réticence renouvelée de plusieurs Etats, celle-ci se développa notamment sous la tutelle de Nicholas Biddle qui, en tant que président de cette nouvelle BUS, dirigea un projet de développement duquel 35 succursales naquirent entre 1823 et 1830.

Nonobstant le Congrès et le Sénat qui votèrent le renouvellement de l'accord de la BUS comme banque nationale en 1832, le président Andrew Jackson qui caractérisait la banque de « monstre⁵⁷ » utilisa son droit de véto et ordonna le transfert des dépôts gouvernementaux de la BUS vers les banques d'Etat qui partageaient ses idéaux politiques. Faute de régulations empêchant ces banques d'inonder le marché de titres de toutes sortes, de nombreux problèmes survinrent ensuite au niveau de la fluctuation des valeurs de ceux-ci, jusqu'à la création, en 1862, d'un titre de référence national appelé « greenback⁵⁸ ».

L'année suivante vit l'apparition d'une première réglementation générale du secteur bancaire, le « National Banking Act » qui autorisait la création de banques nationales qui seraient régulées par le gouvernement, le but premier étant d'instaurer une certaine stabilité monétaire en empêchant ces banques de faire fluctuer la valeur de leurs titres comme le faisaient les banques d'Etat. Ce fut ensuite la « Clearing house », organisation composée de 62 banques qui fit office de banque centrale. Celle-ci prouva son utilité lors des crises de 1873, 1884 et 1893, provoquées par une spéculation autant industrielle⁵⁹ que purement bancaire.

Au début du 20^{ème} siècle, les « Trust Companies⁶⁰ » devinrent populaires pour contourner les régulations imposées aux banques commerciales. Ces institutions connurent un certain succès jusqu'au 22 octobre de l'année 1907, jour où la faillite de la troisième plus grande d'entre elles, nommée « The Knickerbocker Trust Company », déclencha l'une des plus grandes crises de l'histoire des Etats-Unis. En lieu et place du gouvernement fédéral et de la clearing house qui se retrouvèrent impuissants face à l'ampleur de cette panique bancaire, ce fut Jonh Piermont Morgan, l'un des financiers les plus respectés de l'époque, qui fit office de banque centrale et permit ainsi de sortir de cette grave crise de liquidités.

Cette crise eut des conséquences importantes sur l'économie américaine et mit en évidence la nécessité d'un prêteur de dernier ressort. Le congrès créa alors une commission monétaire

⁵⁷ (Markham, 2010).p.225.

⁵⁸ Billet vert

⁵⁹ liée à l'activité des premiers chemins de fer

⁶⁰ « Entreprises de confiance »

chargée d'enquêter sur les causes de cette panique de 1907 et de proposer des mesures de prévention. Cette enquête engendra la création de la « Federal Reserve System » en 1913 et la division des autorités de régulation bancaire : le département du gouvernement lié au trésor américain serait responsable de la régulation et la supervision des banques nationales, tandis que la FED serait en charge de la politique monétaire⁶¹.

Un nouvel organe de supervision naquit également suite à cette crise de 1907 : l'agence de notation. En 1909, John Moody, dont l'entreprise de crédit avait fait faillite durant la récente crise, créa la notation de la dette. Il fut suivi par Poor, ancêtre de Standard and Poor's, en 1916 et par Fitch, en 1924. Aujourd'hui, ces trois agences contrôlent la quasi-totalité du marché⁶².

2.1.2. La grande dépression et le New Deal.

Postérieurement à la création de la Fed, le système financier américain vécut des moments difficiles durant la première guerre mondiale. Le pays connut ensuite une ère de prospérité quasiment ininterrompue⁶³ caractérisée par une économie stabilisée et un optimisme croissant de la population. Cette période prit fin le jeudi 24 octobre 1929, qualifié de « jeudi noir », qui déclencha le plus long crash boursier que l'histoire ait connu.

La récente guerre ayant assuré à l'économie américaine une domination mondiale incontestée, la croissance d'après-guerre reposait, au départ, sur des bases solides. Au niveau de la production, l'expansion de l'industrie automobile atteignait des niveaux record, tandis que la demande des ménages était en hausse grâce aux progrès rapides des crédits à la consommation. Les innovations financières tel que les achats « sur marge⁶⁴ » soutenaient cet essor⁶⁵.

Durant les neuf mois qui précédèrent Septembre 1929, l'indice des valeurs industrielles augmenta de plus de cinquante pour cent. Cette forte croissance des indices boursiers n'était cependant plus justifiée, puisque la production industrielle était en baisse depuis le début de

⁶¹ (Markham, 2010).p.222-231.

⁶² Ces agences notent non-seulement les entreprises mais également les Etats depuis 1918. S&P est actuellement la plus grande d'entre elles et note 126 Etats (Lacombe, 2011).

⁶³ Le seul événement économique néfaste de cette décennie fut une courte récession provoquée par une baisse du prix des produits agricoles. (Markham, 2010).p.234.

⁶⁴ Pratique permettant aux spéculateurs de ne payer qu'une fraction du prix total en laissant les titres en dépôt de garantie auprès du courtier.

⁶⁵ (Asselain, 1989)

l'été, pour des raisons en partie liées à la bourse et à une mauvaise politique monétaire. En effet, les taux d'intérêt à court terme étant passés au-dessus des taux à long terme, les investisseurs avaient intérêt à spéculer plutôt qu'à investir à long terme. La conséquence fut un détournement des capitaux des investissements productifs vers la bourse et, plus spécifiquement, vers la spéculation⁶⁶.

Le marché connut ensuite une période de six semaines caractérisée par une tendance incertaine qui prit fin le mercredi 23 octobre, jour où la baisse devint évidente. Le lendemain marqua le début d'une chute des cours, qui se poursuivit jusqu'à la mi-novembre, date à laquelle les indices avaient perdu la moitié de leur valeur. L'histoire pointera une spéculation renforcée par le mécanisme d'achat d'actions à crédit et un excès d'optimisme des investisseurs comme principal responsable de cette débâcle.

Ce n'est qu'au début des années 1930, au cœur de la grande dépression que la crise financière de 1929 apparaîtra comme l'élément déclencheur de la pire crise économique du vingtième siècle, caractérisée, aux Etats-Unis, par un chômage massif, des émeutes de la faim et un exode vers l'ouest. L'Amérique ne retrouvera son PIB de 1929 que dix ans plus tard en 1939⁶⁷.

Dans le but de redresser le pays, le président Roosevelt lança en 1932 le « New Deal », série de mesures visant principalement à faire diminuer le chômage et à réguler le secteur bancaire. Au niveau économique, Roosevelt adopta une politique keynésienne pour inciter à maintenir les programmes d'investissement et le niveau des salaires : il annonça de grands travaux publics, ainsi qu'une réduction des impôts des sociétés et des particuliers.

Le président Roosevelt et son gouvernement entreprirent également quatre grandes mesures afin de renforcer le système bancaire et restaurer la confiance de la population dans les banques⁶⁸ :

- Premièrement, il y eut un contrôle accru au niveau de la santé financière des banques et de leurs activités. De nombreuses faillites bancaires ayant accentué le crash de 1929, Roosevelt ordonna la fermeture de l'ensemble des banques américaines durant la semaine du 6 au 13 mars 1933. Celles-ci ne furent réouvertes qu'après avoir été

⁶⁶ La spéculation est une opération financière ou commerciale qui a pour but de réaliser un gain d'argent en pariant sur la fluctuation des cours du marché.

⁶⁷ (Martí, 2013).p.23.

⁶⁸ (Spong, 2000).p.22-23. (Markham, 2010).p17-18.

examinées et approuvées par les régulateurs fédéraux. Une grande partie d'entre elles ne furent jamais réouvertes ou furent forcées de fusionner, ce qui porta le nombre de banques américaines à 14.500, soit une diminution de moitié par rapport à 1921.

- Deuxièmement, une assurance fédérale fut créée pour protéger les dépôts bancaires à hauteur de 2.500 dollars par déposant. La « Federal Deposit Insurance Corporation », alias FDIC, serait en charge d'organiser les provisions nécessaires par le biais d'assurances récoltées auprès des banques commerciales.
- Troisièmement, le « Glass-Steagall Act » ordonna la séparation des banques d'investissement avec les banques commerciales assurées par la FDIC. Les banques ne pourraient donc plus avoir des activités mixtes et celles dont l'activité serait commerciale ne pourraient investir que dans des obligations gouvernementales présumées sans risque.
- Enfin, la « Securities and exchange commission », plus communément appelée SEC, créée en 1934, serait chargée de réglementer et contrôler les activités boursières des banques.

Ces réformes prouvèrent leur utilité dans les décennies qui suivirent. La plupart des banques commerciales étaient locales et ne pouvaient pas spéculer avec l'argent de leurs clients. Quant aux banques d'investissement qui opéraient en bourse, il s'agissait de petites sociétés en nom collectif qui n'avaient que quelques millions de capital provenant d'actionnaires privés qui y faisaient donc très attention.

La taille raisonnable des banques, ainsi que la nature relativement saine des activités de l'ensemble du secteur financier résultant des réglementations strictes auxquelles il était soumis permirent aux Etats-Unis de vivre une période de croissance économique longue de plus de quarante ans sans connaître une seule crise financière.

2.1.3. Dérégulation et financiarisation de l'économie

Au début des années 80, un changement radical apparut au niveau de la réglementation du secteur financier lui permettant progressivement de se développer et d'opérer plus librement.

A la même période, de nombreuses banques d'investissement devinrent publiques, ce qui leur permit d'augmenter leur capital de manière très rapide, mais les rendit également beaucoup plus sensibles aux mouvements du marché, puisque la valeur de leurs fonds propres dépendrait désormais des cotations boursières.

En 1981, Ronald Reagan fut élu président des Etats-Unis et nomma le CEO de la banque d'investissement Merrill Lynch, Donald Regan, secrétaire au trésor américain. Ensemble, ils entamèrent une période de dérégulation financière perpétuée par les futurs gouvernements qui durera près de trente ans⁶⁹ :

- En 1982, la déréglementation des sociétés d'épargne et de crédit leur permit de faire des placements à risques avec l'argent de leurs dépositaires. Au cours de la décennie, des centaines de caisses d'épargne tombèrent en faillite. De nombreuses personnes perdirent leurs économies malgré les multiples interventions de l'Etat, dont la facture s'élèvera à plus de cent milliards de dollars.
- En 1982, la SEC publia la règle 10B-18, autorisant le rachat d'actions⁷⁰, opération boursière jusque là considérée comme de la manipulation de marché par laquelle une entreprise rachète ses propres actions. Ce mécanisme, qui consiste à réduire le nombre d'actions présentes sur le marché de manière à booster la valeur de celles restantes, démontre bien le changement apparu dans les années 80 au niveau de la gestion des entreprises : la finance se détourne de son rôle initial qui est de financer l'économie réelle et se focalise sur le profit par la maximisation du prix des actions boursières⁷¹.
- En 1994, le « Riegle-Neal Interstate and Branching Efficiency Act » révoquait les anciennes lois qui interdisaient les fusions et acquisitions de banques provenant d'Etats différents. Cette réforme réduisit de manière considérable le nombre de banques en activité, concentrant le système financier en d'immenses firmes, chacune d'entre elles représentant une menace pour l'ensemble du système⁷².
- En 1996, le « Economic Growth and Regulatory Paperwork Reduction Act » relâchait ou éliminait toute une série de dispositions réglementaires portant sur les obligations de déclaration des activités d'investissement des institutions financières et leur approbation, réduisant ainsi leur transparence.

⁶⁹ (Ferguson, 2010) (Spong, 2000) (Sherman, 2009)

⁷⁰ En anglais « Buyback »

⁷¹ En théorie la finance doit permettre aux capitaux de mieux circuler pour financer l'économie réelle. Aux Etats-Unis entre 1946 et 1959, lorsque le secteur financier investissait 1 dollar dans l'économie, il gagnait 30 cents de retour sur investissement, du win-win qui permettait de faire tourner la machine industrielle. Dans les années 1990, pour ce même dollar investi, le secteur financier récupérait 1,09 dollars, et dans les années 2000, il gagnait 1,74 dollars. Depuis 1990 les intérêts dépassent les investissements car l'objectif est devenu l'optimisation des gains de la part des actionnaires. Les capitaux se détournent ainsi des projets d'investissement à long terme pour se diriger vers la spéculation, comme ce fut le cas avant la grande dépression. Ce changement de politique d'investissement implique désormais que ce soit l'économie réelle qui finance les marchés et plus l'inverse. (Financiarisation de l'économie, 2017)

⁷² Cf Risque systémique

- En 1998, la création de la plus grande société financière au monde Citigroup, fusion entre la banque commerciale Citicorp et la compagnie d'assurances Travelers détentrice d'une banque d'investissement, violait le Glass-Steagal Act de 1933. Un an plus tard, sous la pression de Larry Summers⁷³, Robert Rubin⁷⁴ et d'Alan Greenspan⁷⁵, le congrès votait la loi « Gramm-Leach-Bliley » qui abrogeait le Glass-Steagal Act et ouvrait la voie à de futures fusions de ce genre.
- Les années 1990 virent l'arrivée au premier plan de produits financiers complexes, appelés produits dérivés, rendue possible par la dérégulation et les progrès technologiques. En 1998, Brooksley Born, placée à la tête de la CFTC⁷⁶ par le président Bill Clinton, tenta de réglementer ces produits dérivés. Une fois de plus, Greenspan, Summers et Rubin, sous la pression des grandes banques d'investissement, s'opposèrent à une régulation⁷⁷. Avec l'appui du président de la SEC Arthur Levitt, ils condamnèrent Born et recommandèrent de ne pas réglementer les produits dérivés. En 2000, le congrès fit passer le « Commodity Futures Modernization Act » qui interdisait formellement la réglementation de la plupart des produits dérivés, les plus importants d'entre eux étant les « credit default swaps⁷⁸ » qui feront énormément parler d'eux durant la crise des subprimes. Cette loi permettra au marché des produits dérivés de se développer de manière incommensurable. Sa valeur nominale, déjà de 50.000 milliards de dollars, à la fin des années 90, grimpera à une vitesse inimaginable pour atteindre la somme astronomique de 531.000 milliards en 2008⁷⁹, soit près de 36 fois la valeur du PIB des Etats-Unis de la même année.
- La dernière mesure de dérégulation majeure précédant la crise fut la « Voluntary Regulation⁸⁰ » proposée par la SEC en 2004. Cette réforme permettrait aux banques d'investissement d'utiliser autant de dette qu'elles le voudraient, relâchant ainsi les

⁷³ Professeur renommé d'Harvard alors secrétaire au trésor américain

⁷⁴ Ancien CEO de Goldman Sachs, il fut le prédécesseur de Larry Summers au trésor américain jusqu'au premier juillet 1999. Il servira ensuite Citigroup en tant que vice-président entre 2007 et 2009, période durant laquelle il sera rémunéré 126 millions de dollars. (Ferguson, 2010)

⁷⁵ Président de la FED de 1987 à 2006

⁷⁶ La « Commodity Futures Trading Commission », fondée en 1975, est une agence fédérale américaine chargée de la régulation des bourses de commerce où se traitent les matières premières. Elle supervise entre autres les marchés à terme et dérivés.

⁷⁷ (Ferguson, 2010)

⁷⁸ Un Cds est une forme d'assurance par laquelle l'une des parties (le vendeur) s'engage à compenser l'autre partie (l'acheteur) en cas de perte de valeur d'une entité de référence, par exemple une obligation, en échange de paiements réguliers. Il s'agit donc d'un mécanisme qui permet à l'acheteur de transférer au vendeur le risque de défaut d'une obligation. Le vendeur gagnera de l'argent si l'obligation se porte bien, on dit alors qu'il a une position longue. L'acheteur gagnera de l'argent si l'obligation perd de sa valeur, sa position est dite courte.

⁷⁹ (Sherman, 2009)

⁸⁰ Régulation volontaire

exigences concernant leur niveau de capital⁸¹ et leur laissant le soin de mesurer et contrôler leurs risques elles-mêmes.

Lorsqu'on analyse ces réformes, il semble évident qu'elles marquent un retour en arrière au niveau des régulations bancaires. Les réglementations propres au secteur financier avaient pourtant été mises en place suite à la crise de 1929, qui avait prouvé que les marchés financiers ne pouvaient s'autoréguler.

La dérégulation permit non seulement aux institutions financières d'atteindre des dimensions si importantes que la faillite d'une seule d'entre elles suffirait à menacer le système tout entier, mais elle enleva également toutes sortes de contrôles ou restrictions portant sur leurs activités leur transmettant ainsi une liberté d'action illimitée.

Le relâchement du secteur public, combiné à l'avarice insatiable des principaux acteurs du secteur financier désormais dotés d'une liberté d'action presque infinie, conduisit ainsi au même phénomène qu'en 1929 : un détournement des capitaux des projets d'investissement portant sur l'économie réelle vers la spéculation, ce qui entraîna une fragilisation grandissante du secteur financier. En conséquence, on assista à partir des années 1980 à une financiarisation de l'économie, qui se vit contrainte de nourrir le système financier jusqu'à l'explosion inévitable de celui-ci.

2.2. Crise des subprimes

2.2.1. Création de la bulle immobilière et fragilisation du secteur financier

Il faut remonter au début des années 1980 pour voir l'introduction des « mortgage-backed securities (MBS)⁸² ». Lewis Rainieri, alors vice-président de la banque d'investissement Solomon Brothers, eut l'idée de développer le marché des obligations à l'aide de ces titres liés à des prêts hypothécaires, qui n'étaient jusque là reconnus que par une poignée d'Etats comme étant des investissements légitimes⁸³.

⁸¹ Ces exigences en terme de capital avaient été instaurées en 1988 par le comité international de Bâle et mises en place en 1992. L'année 2004 verra la naissance d'un deuxième accord international de Bâle mais sa mise en place, prévue à partir de décembre 2006, sera chamboulée par la crise financière. Suite à cette crise qui mettra en évidence le besoin de nouvelles régulations, un troisième accord sera homologué en 2010 (cf chapitre 3).

⁸²Ce sont des titres adossés à des créances hypothécaires.

⁸³ (Investopedia)

Le mécanisme est le suivant : une famille voulant emprunter pour acheter une maison contacte un courtier hypothécaire. Ce courtier met en relation la famille avec une banque disposée à lui accorder un prêt en échange duquel elle recevra des intérêts et obtiendra la maison comme garantie hypothécaire jusqu'au remboursement. Le principe de titrisation⁸⁴ des MBS est de créer une obligation composée de plusieurs prêts hypothécaires qui pourra ensuite être revendue à d'autres investisseurs, opération qui permet à l'organisme prêteur de transmettre le risque à un autre investisseur tout en encaissant une commission sur la vente⁸⁵. Pour ce faire, les banques créent alors des sociétés intermédiaires appelées « special purpose vehicle (SPV) » dans lesquelles les crédits hypothécaires constituent les actifs. Ces crédits sont ensuite utilisés pour créer des obligations qui constituent le passif des SPVs et peuvent être vendus à d'autres investisseurs. C'est ainsi que le développement du marché des MBS permit au secteur bancaire d'encaisser énormément d'argent durant les trois décennies qui suivirent.

Au niveau de la notation des MBS, il s'agit de la méthode traditionnelle d'évaluation de la dette utilisée par les trois agences principales que sont S&P, Moody et Fitch. Ces agences, payées par les banques créatrices de MBS, notent ces titres afin de permettre aux banques de les vendre en communiquant le niveau de risque auquel ils correspondent. Lors des années précédant la crise, les MBS étaient généralement cotés de AAA à B, les titres les moins sûrs fournissant les coupons d'intérêt les plus élevés⁸⁶.

A partir de la fin des années 1990, les banques se trouvèrent à court de prêts hypothécaires à mettre dans leurs MBS, elles commencèrent alors à octroyer des prêts à des personnes sans revenus⁸⁷, leur permettant ainsi d'accéder à la propriété. Le terme « Subprime », désignant ces prêts à risque, provient de la classification américaine des prêts hypothécaires en fonction de leur qualité : « Jumbo » et « Prime » sont les meilleurs, suivis par « Alt-A » et enfin « Subprime »⁸⁸.

De manière à pouvoir vendre les titres de piètre qualité remplis de subprimes, les banques créèrent alors un nouvel instrument financier, appelé « collateralized debt obligation (CDO) »,

⁸⁴ Technique qui consiste à transformer des crédits bancaires en titres financiers (obligations), transformant ainsi des actifs illiquides en actifs liquides pouvant être vendus à d'autres investisseurs sur le marché secondaire.

⁸⁵ (Jarvis, 2011)

⁸⁶ Voir annexe 1 pour les tableaux de notation de la dette.

⁸⁷ On appelle ces personnes NINJA (no income, no job, no asset)

⁸⁸ (Bertrand Jacquillat, 2011), p.30

qui serait composé de plusieurs MBS. La création de cet instrument marqua une étape cruciale dans le développement des produits dérivés puisque ce type d'obligation n'était plus composé de prêts hypothécaires mais bien d'autres obligations, introduisant ainsi la possibilité infinie de créer de nouveaux produits dérivés à partir d'autres produits dérivés existants. On vit l'apparition de deux sortes de CDO :

- Ceux de qualité supérieure créés à partir de titres notés A ou plus.
- Ceux de qualité inférieure créés à partir de MBS de qualité BBB ou inférieure que les banques ne parvenaient pas à vendre seuls mais qui, contractés ensemble dans un CDO, étaient considérés comme étant suffisamment diversifiés.

Durant les années précédant la crise, de nouveaux produits, appelés CDO au carré, furent créés en suivant le même mécanisme. Ces produits permirent une nouvelle fois de franchir une étape supplémentaire dans la création de produits dérivés, puisqu'ils n'étaient plus créés à partir de MBS, mais bien à partir de CDO de qualité inférieure⁸⁹. Des CDO, dits « synthétiques », furent également créés selon le même processus, sur base des credit default swaps qui procuraient une assurance contre l'éventuelle perte de valeur des MBS.

Le problème dans la mise en place de ces produits dérivés complexes résidait en deux points :

- Premièrement, les CDO et CDO au carré contractés à partir de MBS de mauvaise qualité furent notés de la même manière que les dettes traditionnelles, ce qui ne représentait pas leur risque de manière appropriée, puisqu'elles avaient été créées à partir d'obligations à risque, qui seraient les premières touchées en cas de non-remboursement des emprunts hypothécaires⁹⁰.
- Deuxièmement, le mécanisme expliqué ci-dessus permit au marché non-réglementé de ces produits dérivés de grandir de manière totalement démesurée jusqu'à atteindre près de vingt fois la valeur du marché immobilier auquel ces produits étaient reliés⁹¹. Si un nombre conséquent des prêts hypothécaires n'étaient pas remboursés, le marché hypothécaire vingt fois plus important que la somme totale des prêts viendrait à sombrer. En conséquence, les investisseurs détenant ces produits dérivés, y compris les banques d'investissement et autres institutions financières, se trouvèrent nettement plus exposés à une éventuelle dévaluation du marché immobilier qu'ils ne l'avaient imaginé.

⁸⁹ Cf annexe 2 pour une représentation de la structure des CDO et CDO au carré.

⁹⁰ (Turnbull, 2016).p.7.

⁹¹ (McKay, 2015)

Suite à la crise internet de 2000, Alan Greenspan décida de baisser le taux d'intérêt directeur encourageant ainsi l'endettement et l'investissement en bourse, plutôt que dans les obligations de trésor qui ne rapportaient plus que 1% en 2004⁹². Cela entraîna au niveau du secteur financier un endettement jamais vu auparavant⁹³. Quant aux classes inférieures de la population, ce taux d'intérêt, alors historiquement bas, les incita à contracter des crédits à la consommation dont la plupart servirent à financer de nouvelles habitations.

Le relâchement des conditions d'octroi de prêts de la part des banques, les taux avantageux auxquels ces prêts étaient accordés, ainsi que l'excès d'optimisme de la population entraînèrent une demande de logements en perpétuelle croissance, au début des années 2000, formant ainsi une bulle immobilière provoquée par une augmentation excessive des prix du marché immobilier.

Quant aux augmentations de la quantité de prêts subprimes accordés et du nombre de produits dérivés créés à partir de ces crédits à risque, elle entraîna une exposition accrue des banques et autres investisseurs au marché immobilier. Le manque de transparence des produits financiers résultant de l'intermédiation⁹⁴, ainsi que les notes positives attribuées par les agences de notation provoquèrent un excès d'optimisme de la part des investisseurs et une prise de risques démesurée de la part des institutions financières⁹⁵, les résultats finaux étant la création d'une bulle spéculative et la fragilisation du secteur financier.

2.2.2. Déclenchement de la crise financière

Le début du 3^{ème} millénaire avait vu l'arrivée au premier plan des emprunts à taux variables. Ce type d'emprunt, très utilisé par les personnes à faible revenu et les ninjas, permettait à l'emprunteur de payer un taux fixe durant les deux ou trois premières années, suite à quoi le taux devenait variable.

⁹² (Artige, 2010).p.66.

⁹³ A titre d'exemple, les effets de levier utilisés par trois des cinq plus grandes banques d'investissement américaines, Lehman Brothers, Bear Stearns, et Morgan Stanley, avoisinaient 33/1 en 2007 (Ferguson, 2010). Cela signifiait donc qu'une diminution de 3% de la valeur de leurs actifs les rendrait insolvables.

⁹⁴ En anglais, on parle du modèle « originate to distribute ». Cela consiste en la mise en place d'une chaîne reliant l'emprunteur initial à l'investisseur qui achète le produit dérivé final. Le problème réside dans le fait que, chaque intermédiaire de cette chaîne ayant une tâche précise, l'investisseur final n'a pas la vue d'ensemble qui lui permettrait d'évaluer lui-même le risque du produit qu'il achète, il est donc contraint de se fier aux agences de notation.

⁹⁵ Y compris les banques qui étaient en charge de mesurer elles-mêmes leur risque depuis la réforme de la SEC en 2004.

A partir de juin 2004, le taux d'intérêt directeur de la Fed, alors de 1%, commença à augmenter jusqu'à atteindre 5,25% en septembre 2007⁹⁶. En conséquence, les emprunteurs à taux variable virent leurs mensualités augmenter et de plus en plus se trouvèrent en incapacité de paiement. De nombreuses personnes choisissaient alors de refinancer leur dette auprès d'une autre banque de manière à pouvoir rembourser leur emprunt par anticipation. Ce mécanisme était viable tant que les prix de l'immobilier étaient en hausse : la valeur du collatéral ayant augmenté, le ratio « loan to value »⁹⁷ s'améliorait, améliorant ainsi les conditions de taux octroyés à l'emprunteur.

Cependant, la hausse du taux d'intérêt directeur ayant entraîné une augmentation des taux appliqués aux emprunts hypothécaires, les nouvelles constructions rencontrèrent de moins en moins de succès, ce qui provoqua une baisse des prix du marché immobilier américain à partir du printemps 2006. N'ayant plus accès au refinancement comme porte de sortie, de nombreuses personnes se trouvèrent alors dans l'incapacité de rembourser leur dette. Ce phénomène, combiné à la hausse des taux appliqués aux emprunts, entraîna un surplus de l'offre par rapport à la demande sur le marché immobilier et subséquemment une nouvelle baisse des prix. C'est ainsi qu'il résulta de ce cercle vicieux une augmentation progressive des défauts de paiement de la part des emprunteurs⁹⁸.

Avant la crise, l'hypothèse générale des banques était celle d'un taux de défaillance des emprunteurs subprimes de 12% et d'une vente de la maison⁹⁹ qui, dans le pire des cas, se ferait 30% en-dessous de la somme prêtée. La perte maximale estimée étant de 3,6%¹⁰⁰, une marge de 6% couvrirait largement ce risque. Quelques années plus tard, durant la crise, le taux de défaut des emprunteurs subprimes et Alt-A atteignait 20% et la revente des maisons se faisait généralement 40% en-dessous de la somme prêtée, soit une perte de 8% qui dépassait largement la somme provisionnée¹⁰¹.

Dans un premier temps, ces défaillances entraînèrent ainsi des pertes de la part des établissements spécialisés dans le crédit subprime. Ce fut ensuite au tour des détenteurs de

⁹⁶ (Artige, 2010).p.66.

⁹⁷ Division entre le montant de l'emprunt et la valeur de la maison qui sert ici de collatéral.

⁹⁸ Voir annexe 3 pour représentation simplifiée du déclenchement de la crise.

⁹⁹ La maison ayant servi de collatéral, lorsque les emprunteurs se trouvaient en défaut de paiement, les banques récupéraient l'habitation et tentaient de la vendre pour récupérer leur mise initiale.

¹⁰⁰ $12\% \times 30\% = 3,6\%$

¹⁰¹ (Bertrand Jacquillat, 2011).p.32.

produits dérivés liés aux crédits hypothécaires de mauvaise qualité, tels que les MBS dont les notations étaient BBB ou inférieures, d'être affectés.

Néanmoins, ce fut l'industrie des CDO qui fut le plus gravement touchée. En effet, bien que considérés comme étant peu risqués, en raison de la diversification des crédits qui les composaient¹⁰², les CDO étaient en grande partie composés d'obligations créées à partir de prêts subprimes. En conséquence, la crise du marché immobilier américain et le nombre important de défauts de la part des emprunteurs subprimes provoquèrent un effondrement du marché des CDO, laissant ainsi les banques d'investissement avec des centaines de milliards en prêts, CDO et biens immobiliers invendables.

Les agences de notation jouèrent également un rôle important dans la dévalorisation des titres hypothécaires tels que les MBS et CDO. En effet, suite aux défauts et dépréciations de nombreux produits titrisés, les agences de notation se virent contraintes de dévaluer ceux-ci¹⁰³, accentuant par la même occasion le manque de confiance des investisseurs envers ces produits. Ces titres qui avaient déjà connu une forte dévalorisation suite à la diminution de la valeur de leurs actifs sous-jacents se retrouvèrent également affectés par le changement psychologique des investisseurs¹⁰⁴ qui se caractérisa par une impressionnante dévaluation de ces titres sur le marché secondaire

Pour finir, l'effondrement du marché des CDO eut un impact sur les compagnies d'assurances qui s'étaient portées garantes de ces produits en vendant de nombreux CDS qui protégeaient l'acheteur contre une dévaluation des CDO. Ces compagnies d'assurances furent d'autant plus affectées que de nombreux CDS avaient été achetés, durant les années précédant la crise, par des spéculateurs qui ne possédaient même pas de CDO, mais qui avaient pris ces positions dans le but de parier sur une dépréciation de ceux-ci.

2.2.3. La crise systémique : analyse de la propagation de la crise financière américaine à l'économie mondiale.

Nous allons ici tenter d'expliquer comment cette crise, initialement propre au secteur financier américain, a pris l'ampleur d'une crise mondiale de laquelle nous avons encore du

¹⁰² Le principe de diversification des crédits composant les CDO n'aurait été utile que si les ces crédits étaient indépendants les uns des autres, or ils étaient tous liés au marché immobilier américain

¹⁰³ Cf annexe 4

¹⁰⁴ qui passèrent d'un excès d'optimisme à un excès de pessimisme

mal à nous redresser dix ans plus tard. En d'autres termes, nous allons analyser les différents canaux de contagion vers l'économie réelle qui caractérisent cette crise de systémique.

Dans un premier temps, les produits dérivés décrits dans la section précédente ayant été vendus à des investisseurs en provenance du monde entier, cette crise se propagea à grande vitesse au sein du secteur financier mondial. Les CDO de la tranche supérieure étaient extrêmement prisés durant les années antérieures à la crise, puisque ces produits proposaient un retour sur investissement intéressant pour un risque présumé faible, ce qui expliquait le développement très rapide de ce marché. De plus, le développement des établissements financiers et l'intermédiation réalisée lors de la création de ces produits dérivés avaient fortement augmenté les interconnexions entre établissements financiers. La conséquence directe de ces phénomènes de corrélation des investissements et d'interconnexions bancaires fut une perte massive de valeur de la part de l'ensemble du secteur financier mondial suite aux nombreuses défaillances de ces CDO.

Dès les premiers signes de crise, les banques, inquiétées par les futures dépréciations que leurs actifs allaient connaître, ont tenté de garder un maximum de liquidités dans le but de pouvoir faire face à ces futures pertes¹⁰⁵. Cette politique précautionniste les poussa à durcir les conditions de crédit affectant ainsi l'économie réelle : les entreprises rencontrèrent de plus en plus de difficultés à financer leurs projets et la consommation des ménages diminua, entraînant ainsi un effet néfaste aussi bien sur la production que sur la consommation, et donc sur l'économie en général.

Dans le courant de l'année 2008, l'Etat dut intervenir à plusieurs reprises, utilisant ainsi l'argent des contribuables pour sauver certains des organismes financiers les plus importants du pays considérés comme étant « too big to fail » :

- Le 16 mars 2008, la banque d'investissement Bear Stearns se retrouva à court de liquidités. La FED facilita le rachat de cette banque par JP Morgan Chase en octroyant à cette dernière un prêt d'urgence d'une somme de trente milliards de dollars¹⁰⁶.
- Le 7 Septembre vit la nationalisation des deux plus grandes agences de prêts immobiliers américaines, alors au bord de la faillite, Fannie Mae et Freddie Mac.
- Le 16 Septembre 2008, la plus grande compagnie d'assurances au monde AIG, alors sur le point de déclarer faillite à cause des milliards de dollars qu'elle devait rembourser

¹⁰⁵ (Turnbull, 2016)

¹⁰⁶ (Ferguson, 2010)

aux possesseurs de CDS, fut sauvée grâce à un nouveau prêt en provenance de la FED d'une valeur de 85 milliards de dollars¹⁰⁷.

Le phénomène fut identique en Europe. En effet, durant la même année, l'Etat hollandais vola à la rescousse de Fortis, les Etats belge et français sauvèrent Dexia¹⁰⁸ et la banque anglaise Northern Rock fut nationalisée¹⁰⁹.

Le 14 Septembre 2008, la règle du « too big to fail » connut son unique exception lorsque le gouvernement refusa de secourir Lehman Brothers, alors quatrième plus grande banque d'investissement américaine, dans le but d'en faire un exemple. Cette banque était en effet connue pour sa politique d'investissement excessivement risquée et son effet de levier extrêmement élevé. C'est à partir de cette faillite que la crise prit réellement une tournure systémique, entraînant le monde entier dans une crise d'une ampleur jamais connue auparavant :

- Toutes les transactions furent arrêtées, impliquant ainsi pour les institutions financières qui possédaient des actifs chez Lehman Brothers une perte importante au niveau de ces actifs.
- Il résulta également de cette faillite une crise de confiance caractérisée par la panique des investisseurs et, en conséquence, une forte baisse des cours de Bourse. Malgré un plan de renflouement des banques à hauteur de 700 milliards de dollars signé le 4 octobre par le président Bush, les Bourses mondiales continuèrent de chuter.
- Suite à la faillite de Lehman Brothers, le phénomène de gel des capitaux de la part des banques s'amplifia une nouvelle fois : le dernier trimestre de 2008 vit une diminution de 47% de la somme totale prêtée par les banques par rapport au trimestre précédent et de 79% par rapport au deuxième trimestre de 2007¹¹⁰.
- Dès la fin de l'année 2008, la récession économique commença à s'étendre au monde entier, affectant même la Chine qui vit ses ventes s'écrouler suite à la baisse de consommation américaine.

Au final, la récession globale engendrée par cette crise financière aura coûté au monde des dizaines de billions de dollars, fait perdre leur travail à 30 millions de personnes et doublé la dette publique des Etats-Unis¹¹¹. Si l'économie asiatique est par la suite parvenue à retrouver

¹⁰⁷ (Le Figaro, 2009)

¹⁰⁸ (Bertrand Jacquillat, 2011).p.28.

¹⁰⁹ (BBC, 2008)

¹¹⁰ (Scharfstein, 2009).p.1-2.

¹¹¹ (Ferguson, 2010)

son essor d'antan, il ressort aujourd'hui encore de cette crise une instabilité économique caractérisée par une dette publique gigantesque aux Etats-Unis, comme en Europe.

Ce chapitre nous a permis de comprendre l'impact que la dérégulation bancaire a eu sur le développement des établissements financiers, leur permettant de grandir énormément et d'obtenir une trop grande liberté d'action. Cette liberté d'action se caractérisa, durant les années antérieures à la crise, par une prise de risque démesurée de la part de ces institutions de taille systémique. Il nous a ensuite permis d'illustrer les conséquences engendrées par cette dérégulation et, par la même occasion, la nécessité d'établir une régulation appropriée à la prévention du risque systémique.

CHAPITRE 3 – Aléa moral

La crise financière de 2008 a suscité de nombreux débats, de nombreuses études, ainsi que de nombreuses réactions d'indignation de la part de la population. Au-delà des conséquences désastreuses engendrées par cette crise, c'est en réalité la manière dont les banques, à l'exception de Lehman Brothers, ont été épargnées par les pouvoirs publics, qui a provoqué un soulèvement populaire parfaitement illustré par les marches de Wall Street¹¹².

Malgré leur évidente part de responsabilité dans cette crise, de nombreuses banques de taille importante ont en effet été renflouées par l'Etat et donc par l'argent des contribuables. De plus, en dépit des multiples évidences de leurs opérations frôlant l'escroquerie, caractérisant ainsi parfaitement l'aléa moral sans limite dont les géants de Wall Street font preuve, aucune de ces banques ne s'est vue condamnée de manière sérieuse.

Dans le but d'établir une réflexion éthique portée sur le système économique mondial actuel et ses travers, nous allons consacrer ce troisième chapitre à l'aléa moral, terme très utilisé depuis la crise des subprimes, ce concept caractérisant parfaitement le manque de dimension éthique des activités conduites par plusieurs instigateurs de cette crise.

Bien qu'elle ne soit revenue au premier plan que suite à la crise, la conception de l'aléa moral ne date pas d'hier. En effet, au 18^{ème} siècle déjà, l'économiste Adam Smith¹¹³ affirmait que l'aléa moral, qu'il définissait comme « la maximisation de l'intérêt individuel sans prise en compte des conséquences défavorables de la décision sur l'utilité collective », était l'un des plus grands dangers du capitalisme, car il rompait les liens entre décision et responsabilité¹¹⁴.

Nous allons diviser ce chapitre en plusieurs sous-sections, chacune d'elles représentant une famille d'organismes ayant été fortement décriées et en partie tenues pour responsables du déclenchement de la crise financière de 2008, lors des années qui suivirent celle-ci.

¹¹² Les marches de Wall Street désignent les deux mois (17 septembre-15 novembre 2011) durant lesquels des milliers de manifestants occupèrent symboliquement le quartier de la bourse de New York en affichant leur slogan « Nous sommes les 99% », induisant ainsi que l'organisation du monde de la finance ne profitait qu'à une infime minorité de la population. (Cypel, 2011)

¹¹³ Adam Smith (1723-1790) était un économiste, philosophe et écrivain écossais. Souvent considéré comme le père de l'économie moderne, il fut l'instaurateur de la théorie économique de la main invisible qui stipule que les actions individuelles des agents économiques, guidées par leur intérêt personnel, contribuent à la richesse et au bien commun par une utilisation optimale des ressources productives, rendue possible par la concurrence. (Fontan, 2014)

¹¹⁴ (Marteau, 2016)

3.1. Les différents acteurs de la chaîne de titrisation

Nous avons évoqué dans la section dédiée à la financiarisation de l'économie le fait que les institutions financières se soient détournées de leur rôle initial et ne se concentrent désormais plus sur le développement économique, mais bien sur le profit à court terme et ce, aux dépens de l'économie réelle. Cette tendance à maximiser ses propres profits, quel qu'en soit le prix pour la société, est parfaitement illustrée par les activités qui ont entouré le modèle « originate to distribute » dans le cadre de la crise des subprimes.

La titrisation est à la base un outil très utile, puisqu'elle permet de transformer des crédits illiquides en titres parfaitement liquides pouvant être échangés sur les marchés financiers. Cependant, la crise des subprimes a prouvé que l'utilisation à l'excès de la titrisation, ayant pour objectif la maximisation du profit à court terme, pouvait engendrer des conséquences désastreuses.

Dans des circonstances normales, il est dans l'intérêt des établissements de crédit de réaliser une analyse rigoureuse de l'emprunteur, avant de lui accorder un prêt. Le problème, qui est apparu durant les années antérieures à la crise, est que les établissements spécialisés dans le crédit hypothécaire ne gardaient pas les prêts qu'ils octroyaient dans leur bilan, mais les vendaient à des banques d'investissement. Ils n'avaient donc plus de raison de procéder à une réelle inspection des emprunteurs, puisqu'ils ne supportaient plus le risque de crédit eux-mêmes mais le transmettaient aux banques d'investissement tout en encaissant une onéreuse rémunération sur l'opération.

Ces banques transformaient par la suite ces crédits hypothécaires en obligations par l'intermédiaire de SPV¹¹⁵, de manière à pouvoir revendre ces titres, ce qui impliquait qu'elles non plus ne supporteraient pas le risque de crédit elles-mêmes, mais que celui-ci serait transféré à l'investisseur final. De plus, les SPV¹¹⁶ étaient rémunérées sous forme de commission, ce qui impliquait que leur rôle était de générer un écart entre le rendement du portefeuille de crédits hypothécaires et le rendement des produits dérivés, créés sur base de ces crédits, tout en réduisant le risque de marché, ainsi que le risque de crédit de ces produits, par la diversification pour les rendre attractifs. En conséquence, les banques d'investissement étaient demandeuses du plus grand nombre possible de crédits hypothécaires pour créer leurs

¹¹⁵ « Special Purpose Vehicles ». Voir section sur la crise des subprimes pour plus de détails.

¹¹⁶ Et donc des banques d'investissement qui détenaient ces SPV

produits et avaient une préférence pour les subprimes puisque les taux d'intérêt y étaient plus élevés.

Les produits titrisés tels que les MBS et CDO étant très populaires, les banques n'avaient aucune difficulté à les écouler. Elles avaient donc tout intérêt à ce que les établissements de crédit octroient énormément de prêts hypothécaires, et dans la mesure du possible, à des emprunteurs peu solvables, puisqu'un taux d'intérêt plus élevé leur serait imposé. Ce phénomène entraîna un système de rémunération basé, tant sur le nombre de contrats élaborés par les établissements de crédit, que sur le taux d'intérêt appliqué à ces crédits, ce qui explique pourquoi le marché des subprimes s'est développé si rapidement, lors des années qui précédèrent la crise.

Le modèle « originate to distribute » a ainsi permis aux banquiers et aux courtiers hypothécaires de s'enrichir en développant le marché des subprimes, sans prendre en compte les conséquences défavorables que leurs actes pourraient avoir sur les emprunteurs, qui ne sauraient pas rembourser leurs crédits hypothécaires, et sur l'ensemble de la société. Cette utilisation abusive de la titrisation illustre parfaitement les propos d'Adam Smith qui affirmait, il y a plus de deux siècles déjà, que l'aléa moral était l'un des plus grands dangers du capitalisme, puisqu'il rompait les liens entre décision et responsabilité.

3.2. Les agences de notation

Les agences de notation de la dette ont également été vivement critiquées suite à la crise des subprimes. Leur rôle était extrêmement important sur le marché des produits dérivés, puisque les investisseurs situés à la fin de la chaîne de titrisation n'avaient pas les données nécessaires pour évaluer la qualité des crédits sous-jacents des produits complexes qu'ils achetaient. Par conséquent, ils n'avaient pas d'autre choix que de se fier aux agences de notation. De nombreux investisseurs¹¹⁷ établissaient alors leurs décisions d'investissement sur base des ratings attribués par ces agences. Lorsqu'on sait qu'en pleine crise financière, les taux de dévaluation des produits dérivés, évalués par deux des trois plus grandes agences de notation,

¹¹⁷ Notamment certains établissements financiers qui étaient contraints d'investir dans certaines catégories d'actifs déterminées sur base des agences de notation. Par exemple, les « Money market funds » ne pouvaient investir que dans des actifs notés AAA. Les fonds de pension devaient quant à eux investir dans des actifs qualifiés « d'investissement » c'est-à-dire des actifs dont la notation était égale ou supérieure à BBB. (Turnbull, 2016).p.9.

Fitch et Moody, furent respectivement de 38,5% et 35,6% en 2008, et que ces taux grimperent encore en 2009 pour atteindre 54,3% et 56%¹¹⁸, il y a lieu de se poser des questions sur les compétences de ces agences de notation, voire sur leur intégrité.

Lorsqu'elles furent blâmées, ces agences rejetèrent la faute sur l'intermédiation. Une des particularités du modèle « originate to distribute » est que chacun des différents organismes composant la chaîne de création des produits titrisés a une tâche précise. Chacun des acteurs de cette chaîne est censé réaliser les vérifications nécessaires : les établissements de crédit sont supposés vérifier la solvabilité de l'emprunteur et transmettre ces données aux banques qui rachètent les crédits. Celles-ci doivent à leur tour transmettre les informations aux SPV, qui les utilisent pour créer des produits dérivés diversifiés avec l'aide des agences de notation, payées par ces SPV¹¹⁹ pour leurs services consultatifs. Les agences ont alors déclaré qu'elles ne disposaient pas d'une vue d'ensemble, puisqu'elles accordaient leurs ratings sur base des données qu'elles recevaient des autres acteurs de la chaîne.

Bien que les agences de notation n'aient jamais été condamnées, il semble évident que certains conflits d'intérêts pouvaient avoir lieu, lorsqu'on sait que ces agences, payées par les émetteurs de produits dérivés pour noter ceux-ci, pouvaient également être employées pour leurs services consultatifs, par ces émetteurs. Elles avaient donc tout intérêt à ce que les émetteurs soient satisfaits de leurs services et à ce que l'industrie de ces produits soit rentable pour continuer leurs activités.

3.3. Les banques

Parmi les différents acteurs de la crise financière de 2008, ce sont les banques, et plus particulièrement les plus grandes institutions bancaires américaines, qui ont été le plus critiquées. Au-delà du rôle qu'elles ont joué dans la titrisation lors des années antérieures à cette crise, ce sont certains des agissements opérés en plein cœur de la crise par ces banques qui ont suscité le plus de débats quant à leur manque de dimension éthique :

- Premièrement, de nombreux spécialistes estiment que la théorie du « too big to fail » a joué un rôle important dans les activités conduites par les banques. Cette garantie de sauvetage par l'Etat a tendance à encourager ces institutions à prendre des risques

¹¹⁸ (Autorité des marchés financiers, 2010).p.79.

¹¹⁹ et donc par les banques d'investissement qui sponsorisent ces SPV

qu'elles ne prendraient pas en temps normal, que ce soit au niveau de leurs investissements ou de leur capitalisation. La crise de 2008 a parfaitement illustré cette théorie, puisqu'elle a mis en évidence des expositions énormes envers certains produits dérivés, ainsi qu'une sous-capitalisation manifeste de la part de plusieurs des plus grandes banques d'investissements des Etats-Unis.

- Deuxièmement, les difficultés, voire faillites, connues par les grandes banques d'investissement américaines durant la crise n'empêchèrent pas leurs dirigeants d'empocher d'énormes sommes d'argent, suscitant ainsi la colère de nombreux contribuables qui ne comprenaient pas pourquoi ils devraient payer par l'intermédiaire de l'Etat pour sauver ces banques dont les dirigeants recevaient des dividendes mirobolants. Prenons l'exemple de Merrill Lynch qui évita la faillite de justesse durant la crise : son CEO Stan O'Neil reçut 90 millions de dollars en 2006 et 2007. Lorsque sa banque connut d'énormes difficultés financières, il fut autorisé à démissionner en encaissant par la même occasion 161 millions de dollars. Son successeur John Thain reçut également 88 millions en 2007. Enfin, en décembre 2008, soit deux mois après le renflouement de la banque par les contribuables¹²⁰, 3.6 milliards furent distribués, sous forme de bonus, aux employés de Merrill Lynch¹²¹.
- Troisièmement, plusieurs banques furent accusées de vendre intentionnellement des CDO de qualité médiocre. Le cas de Goldman Sachs fit d'ailleurs couler beaucoup d'encre : la banque fut attaquée en justice par le fond de pension du Mississippi qui perdit des millions après avoir acheté des produits qualifiés par la banque de très haute qualité. A la fin de l'année 2006, Goldman Sachs prit également des assurances auprès d'AIG, contre les mêmes CDO qu'elle vendait à ses investisseurs. Bien que la banque ait été poursuivie par la SEC et déclarée coupable de ces agissements pour le moins immoraux¹²², l'Etat américain obligea AIG¹²³ à rembourser l'entièreté des CDS contractés par Goldman Sachs, ce qui nous amène à notre point suivant consacré à la part de responsabilité de la sphère politique dans la crise.

¹²⁰ Cette banque fut rachetée en 2008 par la Bank of America avec l'aide financière de l'Etat américain.

¹²¹ (Ferguson, 2010)

¹²² (David A. Skeel, 2010)

¹²³ Rappelons que cette société d'assurance fut renflouée par l'Etat durant la crise. C'est donc une nouvelle fois avec l'argent des contribuables que Goldman Sachs fut remboursé.

3.4. La sphère politique

Les points démontrés ci-dessus suscitent évidemment des questions quant à la responsabilité de la sphère politique dans cette crise. Le rôle principal de l'Etat est en effet de veiller au bien commun en établissant un climat économique stable qui bénéficie au plus grand nombre. Nous avons vu précédemment le rôle qu'a eu la dérégulation dans la crise des subprimes. Il conviendrait également de se demander comment l'Etat américain a pu laisser une telle liberté d'action aux établissements financiers avant et durant la crise. Par exemple, comment a-t-il pu permettre aux banques qu'il venait de renflouer, de distribuer autant de dividendes et de primes à leurs employés? Certains répondraient que c'est là l'un des résultats inéluctables à l'omniprésence du lobby bancaire dans la politique, comme le dit si bien Robert Gnaizda dans le documentaire « Inside Job » : « it's a Wall Street government ».

Si nous ne nous aventurerons pas à parler de corruption dans ce mémoire, on ne peut donner tort à Mr. Gnaizda quand on voit le nombre d'anciens cadres de Wall Street, et en particulier de Goldman Sachs, à avoir travaillé au gouvernement avant de retourner dans le privé¹²⁴. Il y aurait donc lieu de se poser des questions quant à l'intégrité de certains dirigeants politiques.

3.5. L'envers du décor

Tous les liens établis ci-dessus nous laissent penser que la crise n'était pas un accident, mais bien le résultat inéluctable des agissements de différents organismes financiers ayant fait preuve d'un aléa moral à toute épreuve. Les instigateurs de cette crise, par leurs divers agissements, entraînent ainsi l'explosion d'un système financier obnubilé par la maximisation du profit personnel.

Lorsque nous analysons les conséquences de cette crise non-seulement sur l'économie, mais également sur les dizaines de millions de personnes qui se sont retrouvées du jour au lendemain sans emploi, sans logement, ou qui ont perdu leurs économies, voyant ainsi le travail de toute une vie s'envoler, tout ça pour le bénéfice d'une infime partie de la population, nous ne pouvons que pointer le manque de dimension éthique des activités

¹²⁴ Pour exemples : Henry Paulson, Robert Rubin et Robert Steel qui occupèrent tous trois les fonctions de CEO ou de vice-président de Goldman Sachs avant d'être nommés secrétaire (ou sous-secrétaire) au trésor américain sous l'administration Bush. (Whiteout Press, 2012)

conduites par certains acteurs importants du monde économique-financier dans lequel nous vivons aujourd'hui.

CHAPITRE 4 – Impact des régulations bancaires résultant de la crise sur la prévention du risque systémique

4.1. Mesures prises pour réguler le système bancaire après la crise

Nous allons débiter ce quatrième et dernier chapitre par une analyse des réformes de la régulation bancaire, réalisées suite à la crise au niveau international, en Europe et enfin aux Etats-Unis, dans le but d'évaluer si elles ont permis d'instaurer, au niveau du secteur financier global, une protection efficace face au risque systémique.

4.1.1. Les accords internationaux de Bâle III.

La crise financière de 2008 ayant mis en évidence l'incapacité des établissements financiers à s'autoréguler, le mois de décembre de l'année 2010 a vu la publication d'un nouveau traité international de Bâle¹²⁵, destiné à préparer les banques à faire face à de futurs événements défavorables afin d'éviter une nouvelle crise mondiale.

Ce troisième traité international de Bâle, dont la mise en place progressive s'étale de 2013 à 2019, met principalement l'accent sur deux aspects négligés par les banques, durant les années qui précédèrent la crise, ainsi que sur une supervision et une transparence renforcées :

1. Le niveau de fonds propres de ces banques, c'est-à-dire leur aptitude à encaisser une dévaluation de leurs actifs tout en restant solvables.
2. La liquidité de leurs actifs financiers, c'est-à-dire la capacité des banques à vendre rapidement ces actifs sans qu'ils subissent de perte de valeur majeure.
3. Une supervision accrue ainsi qu'une meilleure transparence des activités bancaires.

¹²⁵ Les accords de Bâle II n'avaient certes été mis en oeuvre que par une poignée d'établissements au moment de la crise. Néanmoins, les études réalisées après cette crise ont montré que les mesures propres aux accords de Bâle II ne suffiraient pas à restaurer la stabilité nécessaire au secteur financier. En conséquence, un nouveau traité de Bâle fut ratifié dans le but de renforcer ces mesures.

4.1.1.1. Exigences en matière de fonds propres.

Le besoin de fonds propres de meilleure qualité et en plus grande quantité est l'un des facteurs clés des réformes implémentées dans le cadre des accords de Bâle III. On note deux changements principaux à ce niveau par rapport aux accords de Bâle II ¹²⁶:

1. L'instauration d'un ratio de levier : ce ratio rapporte les fonds propres des banques au total de leurs actifs et doit s'élever à 3%. Cela signifie que la valeur de leurs actifs ne peut être plus de 33 fois supérieure à la valeur de leurs fonds propres.
2. L'affermissement des fonds propres calculés sur base des actifs pondérés par les risques¹²⁷ : instaurée dans les accords de Bâle I, l'idée initiale était qu'un actif plus risqué qu'un autre devrait avoir une couverture en fonds propres plus grande. Le ratio requis dans les accords précédents était de 8%, l'exigence de fonds propres établie dans les accords de Bâle III est progressivement mise en place et pourra s'élever jusqu'à 13%, d'ici janvier 2019¹²⁸ :
 - Au-delà de leur plus grande quantité, c'est surtout la qualité des fonds propres qui est ici ciblée. Pour respecter les exigences des précédents accords, les banques n'avaient en réalité besoin que de 2% de fonds propres fondamentaux¹²⁹, le pourcentage restant pouvant se composer de fonds propres qui n'en étaient pas vraiment, tels que des produits hybrides, des provisions, des réserves de réévaluation ou autres réserves n'apparaissant pas au bilan. Dès 2019, les fonds propres de base devront s'élever à 4,5%, montant qui sera majoré d'un coussin de conservation de 2,5%, soit un total de 7% de la valeur des actifs pondérés par les risques. Les produits hybrides et autres réserves et provisions devront s'élever à hauteur de 3,5%, amenant le capital réglementaire à 10,5%.
 - Deux nouvelles mesures viennent également s'ajouter aux renforcements expliqués ci-dessus, instaurant ainsi une approche macroprudentielle, le but étant de renforcer le secteur financier dans son ensemble et plus seulement d'assurer la stabilité des banques :

¹²⁶ (Couppey-Soubeyran, 2013) (Went, 2010) (Delimatsis, 2012) (Robert Schuman, 2012)

¹²⁷ Voir annexe 5 pour une comparaison entre Bâle II et Bâle III

¹²⁸ Voir annexe 6 pour l'évolution des exigences de fonds propres à horizon 2019. NB : ce graphique ne reprend que les exigences fixes, il ne reprend donc pas le coussin « contra-cyclique » qui varie de 0 à 2,5% en fonction du niveau de stabilité financière estimé par les régulateurs.

¹²⁹ Ces fonds propres de base sont composés de capitaux propres détenus par les actionnaires et de réserves établies au bilan. Ce sont principalement ces fonds propres de base qui ont supporté les pertes durant la crise.

1. Un second coussin de fonds propres dit « contra-cyclique », compris entre 0 et 2,5%, imposé par les autorités régulatrices de chaque pays. En utilisant ce coussin, les régulateurs peuvent ainsi modérer ou renforcer les prêts, en fonction des circonstances et de la conjoncture économique. Cette nouvelle mesure permet donc d'exiger un niveau de fonds propres allant jusqu'à 13%, durant les phases qui voient une poussée trop rapide du crédit, ces périodes représentant généralement un accroissement des risques et une faible perception de ceux-ci de la part des investisseurs.
2. Une surcharge de capital imposée aux établissements représentant un risque systémique, appelés SIFI¹³⁰, généralement comprise entre 1 et 2,5%, pouvant atteindre 3,5% dans les cas les plus extrêmes.

4.1.1.2. Ratios de liquidité

Comme expliqué dans la section consacrée à l'étude de la crise des subprimes, la crise de liquidité engendrée par la crise financière de 2008 fut l'une des causes principales de la détérioration de cette dernière. Ce manque de liquidité fut également à l'origine de son extension à l'économie réelle. Afin d'éviter aux banques de connaître à nouveau de tels problèmes de liquidité, les accords de Bâle III introduisent deux nouveaux ratios :

1. Le « liquidity coverage ratio », dont l'objectif est de renforcer la liquidité à court terme, qui veut que le stock d'actifs de haute liquidité soit suffisant pour faire face aux pertes de trésorerie sur une période de trente jours, en cas de crise de liquidité sévère.
2. Le « net stable funding ratio », destiné à renforcer la liquidité à plus long terme, en amenant les banques à réduire l'écart de maturité entre leurs actifs et leurs passifs, par le biais d'un financement plus stable que les dépôts et les dettes de marché en titres issus de la titrisation, qui sont tous deux court-termistes.

¹³⁰ « systemically important financial institutions ». On les appelle également G-SIBs (global systemically important banks). Cf annexe 7 pour la liste des 30 G-SIBs et la surcharge de capital qui leur est imposée.

4.1.1.3. *Supervision et transparence des activités bancaires*

Le traité de Bâle III ne se concentre pas uniquement sur les réformes quantitatives expliquées ci-dessus, il met également l'accent sur une meilleure supervision et une plus grande transparence des activités bancaires à travers les points suivants¹³¹:

- Obligation des institutions bancaires de dévoiler leurs expositions hors bilan et de titrisation et prise en compte du risque lié à ces expositions par les régulateurs.
- Supervision des régulateurs concernant la gestion de la concentration des risques de la part des institutions bancaires. Les régulateurs ont également le pouvoir d'émettre des exigences en terme de diversification.
- Incitations à une meilleure gestion des risques et à une focalisation sur les rendements à long terme.
- Tests de résistance à des conditions de stress macroéconomique : ces tests sont réalisés sur les banques dont les actifs dépassent les 30 milliards d'euros en Europe et les 50 milliards de dollars aux Etats-Unis.
- Normes comptables applicables aux instruments financiers. Ce point est particulièrement important, car la régulation portant sur les normes comptables applicables aux instruments financiers fit l'objet d'une modification après la crise.

4.1.2. Evolution des normes de comptabilisation des actifs financiers : IFRS 9.

En introduisant comme principe général l'évaluation à la juste valeur¹³² des instruments financiers, la règle IAS 39¹³³, avait remis en cause les bases de la comptabilité, qui voulaient que les actifs financiers soient évalués à leur valeur historique, jusqu'à leur éventuelle cessation. Elle prévoyait néanmoins que les actifs détenus jusqu'à échéance puissent être évalués à leur valeur historique, tant que ceux-ci n'étaient pas échangés avant leur date d'expiration. Cependant, lorsqu'un seul de ces actifs était cédé avant l'échéance prévue, l'ensemble des produits classés dans la catégorie « actifs détenus jusqu'à échéance » devaient alors être évalués à la juste valeur. Cette règle pouvait entraîner des variations extrêmement brutales au niveau de la valorisation de ces actifs, comme ce fut le cas lors de la récente crise financière. Cette norme comptable fut particulièrement critiquée suite à la crise, pour avoir accéléré la propagation de celle-ci à travers le secteur financier, par la volatilité qu'elle occasionna, tant au niveau du bilan que du compte de résultat.

¹³¹ Cf piliers II et III de l'annexe 8

¹³² Montant auquel l'actif pourrait être échangé

¹³³ publiée en décembre 2003 par l'IASB (International Accounting Standard Board) (FocusIFRS, 2010)

La norme IFRS 9, publiée par l'IASB¹³⁴ le 24 juillet 2014, s'appliquera automatiquement aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018. Cette norme repose sur trois piliers¹³⁵ :

1. Une approche logique et unique pour la classification et l'évaluation des actifs financiers, qui reflète le modèle économique dans le cadre duquel ils sont gérés, ainsi que leurs flux de trésorerie contractuels.
2. Un nouveau modèle de dépréciation fondé sur les pertes attendues et non plus sur les pertes subies.
3. Une approche simplifiée de la comptabilité de couverture.

Dans le cadre des problèmes énoncés ci-dessus, c'est le deuxième pilier qui nous intéresse : la reconnaissance tardive des pertes réalisées sur certains instruments financiers tels que les actifs détenus jusqu'à échéance, fut identifiée comme une faiblesse de la norme IAS 39. Par son modèle de réévaluation régulière, la norme IFRS 9 devrait permettre d'éviter des phénomènes de dévaluations précipitées, telles que les institutions financières en ont connu durant la crise.

Quant aux simplifications des normes comptables apportées par les piliers 1 et 3, elles devraient permettre une meilleure transparence, l'objectif global étant d'améliorer l'information des investisseurs¹³⁶

4.1.3. TLAC

Le conseil de stabilité financière a émis, le 9 novembre 2015, un projet de loi concernant le niveau de fonds propres des trente banques internationales d'importance systémique. Le « Total Loss Absorbing Capital » vise à imposer aux G-SIBs un matelas de fonds propres qui leur permettrait d'absorber des pertes financières en cas de crise et de redémarrer leur activité avec le même niveau de fonds propres qu'initialement. Par conséquent, ce projet a pour objectif de faire doubler le niveau de fonds propres des G-SIBs¹³⁷ d'ici 2019. Son implémentation se fera en deux étapes¹³⁸ :

1. 1^{er} janvier 2019 : des exigences de fonds propres calibrés sur les actifs pondérés par les risques à hauteur de 16% et un ratio de levier de 6%.

¹³⁴ International Accounting Standard Board (Focus IFRS, 2017)

¹³⁵ (PricewaterhouseCoopers) (SAB)

¹³⁶ (Focus IFRS, 2017)

¹³⁷ On parle ici des 8% de fonds propres requis par Bâle III mais pas des coussins contra-cyclique et de conservation de capital. Cf annexe 9 pour une représentation graphique.

¹³⁸ (ACPR Banque de France)

2. 1^{er} janvier 2022 : des exigences de fonds propres calibrés sur les actifs pondérés par les risques à hauteur de 18% et un ratio de levier de 6,75%.

Bien que cette augmentation de capital puisse paraître colossale, il y a lieu de préciser que certains instruments financiers qui ne répondent pas aux exigences de Bâle III en terme de capital seront éligibles dans le cadre du TLAC. Parmi ceux-ci, on note notamment les dettes subordonnées qui procurent à leur possesseur une priorité lors du remboursement. L'une des conditions essentielles à l'éligibilité des titres en tant que capital résidera dans le fait qu'ils soient à la fois liquides et mobilisables.

4.1.4. En Europe

4.1.4.1. L'Union Bancaire Européenne

Adoptée par le parlement européen le 15 avril 2014, l'Union Bancaire Européenne (UBE) est un processus européen de surveillance et de gestion des faillites éventuelles des 130 banques¹³⁹ les plus importantes de l'Union Européenne. L'UBE se compose actuellement de deux éléments¹⁴⁰ :

1. Un mécanisme de surveillance unique (MSU) : depuis le 4 novembre 2014, la BCE est en charge de surveiller directement les groupes bancaires les plus importants de la zone euro, tandis que les autorités nationales continuent de surveiller les banques de plus petite envergure, mais sous la responsabilité de la BCE. Par conséquent, les décisions propres à la surveillance des banques européennes se font désormais au niveau européen et non plus au niveau national. Le MSU endosse notamment la responsabilité des activités de surveillance réalisées dans le cadre des piliers II et III des accords de Bâle III, tels que les fameux stress tests macroéconomiques.
2. Un mécanisme de résolution des institutions bancaires :
 - La directive sur le redressement et la résolution des banques (DRRB) : entré en vigueur le premier janvier 2015, ce décret a pour principal objectif qu'une institution en difficultés ait recourt au bail-in, plutôt qu'au bail-out¹⁴¹. De manière à diminuer le coût infligé aux contribuables et l'économie réelle, le bail-in permet aux autorités nationales de résolution d'imposer des pertes à certains créanciers et actionnaires selon l'ordre de priorité suivant : le capital

¹³⁹ Le nombre exact de ces banques varie régulièrement selon les critères définis dans les règlements du MSU.

¹⁴⁰ (Magnus, 2017) (Finance Watch, 2014)

¹⁴¹ Les mécanismes de bail-in sont effectifs depuis le 1^{er} janvier 2016

(actionnaires), les dettes subordonnées¹⁴², les créances non-garanties et enfin la partie des dépôts non-garantis dépassant cent mille euros par déposant. Cette directive impose également aux banques de mettre en place des plans de rétablissement afin de surmonter les difficultés financières.

- Mécanisme de résolution unique (MRU) : la réglementation sur le MRU met en place une autorité centrale, le conseil de résolution unique (CRU), en charge d'établir des plans pour les banques défailtantes et d'engager une procédure de résolution bancaire, lorsque c'est nécessaire, l'objectif étant de permettre à ces banques de maintenir leurs fonctions fondamentales. En outre, un fonds de résolution unique (FRU), est actuellement constitué sur base des contributions des banques européennes. Ce fonds, qui atteindra 55 milliards d'euros d'ici 2023, pourra servir de supplément au bail-in, lorsque ce dernier aura permis de renflouer la banque à hauteur de 8% de la valeur de son passif.

Un troisième élément fait actuellement l'objet de discussions au sein de la commission européenne. Il s'agit du système européen d'assurance des dépôts (SEAD), qui a pour objectif d'établir un dispositif européen unique de garantie des dépôts, à hauteur de cent mille euros par déposant.

4.1.4.2. Le comité européen de surveillance du risque systémique (CERS)

Etabli à Francfort, le CERS fut créé en décembre 2010, dans le cadre du nouveau système européen de surveillance financière¹⁴³, afin d'améliorer la surveillance macroprudentielle au sein de l'Union européenne¹⁴⁴. Ayant pour objectif principal de maintenir une certaine stabilité au niveau du secteur financier européen et, par la même occasion, de restaurer la confiance des investisseurs, le CERS est chargé de surveiller et d'analyser les risques du système financier dans son ensemble¹⁴⁵.

Pour ce faire, ce comité de surveillance doit identifier les risques systémiques et les classer par ordre de priorité. Lorsqu'il juge ces risques suffisamment importants pour menacer la

¹⁴² Une dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créances (LesEchos)

¹⁴³ Le SESF fut créé dans le but d'établir une surveillance financière homogène et cohérente au sein de l'UE. C'est dans le cadre de ce système de surveillance que fut créée l'union bancaire européenne que nous avons étudiée dans la section précédente. (Kolassa, 2017)

¹⁴⁴ (European Systemic Risk Board, 2017)

¹⁴⁵ (EUR-Lex, 2015)

stabilité du système, le CERS émet alors des alertes, qui peuvent être transmises au conseil de l'Union européenne en cas d'urgence, et formule des recommandations concernant les mesures qu'il conviendrait de prendre pour faire face aux risques identifiés.

Le CERS travaille en coopération avec les autorités nationales, ainsi que la BCE, qui lui apporte son soutien analytique, ce qui lui permet de centraliser les informations propres aux établissements financiers européens et d'établir la vision globale nécessaire à la supervision macroprudentielle de l'ensemble du système financier européen.

4.1.4.3. European Market Infrastructure Regulation

Afin de réguler le marché de gré à gré sur lequel s'échangent une grande majorité des produits dérivés, l'Union européenne adopta en 2012 l'European Market Infrastructure Regulation (EMIR¹⁴⁶). Ce texte de loi a pour objectif de réduire les risques liés aux produits dérivés en favorisant la transparence ainsi que la standardisation de ces instruments financiers :

- Transparence : des informations détaillées sur chaque contrat dérivé doivent être déclarées auprès de « trade depositories¹⁴⁷ » et mises à la disposition des autorités de contrôle.
- Standardisation : l'EMIR introduit deux règles pour réduire le risque de crédit des contrats établis sur le marché de gré à gré :
 1. Tous les contrats de dérivés normalisés doivent désormais être établis auprès d'un organisme de compensation qu'on appelle contrepartie centrale ou CCP. Comme son nom l'indique, cette CCP fait office de contrepartie lorsqu'un des cocontractants se retrouve en état d'insolvabilité. Pour ce faire, la CCP collecte une marge initiale aux deux parties, lors de l'élaboration du contrat.
 2. Lorsqu'un contrat n'est pas autorisé par un CCP, des techniques d'atténuation des risques doivent alors être appliquées. Ces contrats doivent être évalués quotidiennement, sur base du prix du marché ou, si cela est impossible, via un modèle de valorisation conforme aux méthodes reconnues pour la valorisation des instruments financiers. Les institutions financières qui contractent ces produits doivent également disposer de procédures de gestion des risques tel

¹⁴⁶ (European Commission)

¹⁴⁷ l'EMIR entraîne la création d'une nouvelle catégorie d'infrastructures de marché, les dépositaires de commerce.

que l'échange rapide de garanties et un montant de capital provisionné pour faire face au risque de contrepartie.

4.1.5. Aux Etats-Unis : le « Dodd-Frank Act »

Le Dodd-Frank Act est une loi américaine, signée le 21 juillet 2010 par Barack Obama, dont les deux objectifs principaux sont la limitation du risque de crédit et la réduction des dommages causés lors de faillites d'institutions financières de taille systémique. Elle fut en quelque sorte la réponse, donnée à une population américaine, scandalisée par les centaines de milliards dépensés par l'Etat après la crise, dans le but de renflouer les banques qui étaient pourtant à l'origine de cette crise.

Dans le but d'atteindre ces objectifs, cette loi se focalise aussi bien sur les produits financiers que sur les institutions financières en elles-mêmes¹⁴⁸ :

- Au niveau des produits financiers, ce sont ici les produits dérivés qui sont visés. La stratégie principale du Dodd-Frank Act est d'exiger la transparence des produits dérivés par leur échange auprès d'une clearinghouse¹⁴⁹. L'assurance, garantie par une chambre de compensation lors d'un contrat ayant lieu sur un marché de gré à gré, permet en effet de réduire le risque de crédit, tandis que la déclaration de cet échange permet de rendre le contrat en question plus transparent.
- Au niveau des institutions financières¹⁵⁰, ce sont comme dans les accords de Bâle III, les SIFI qui sont ciblées. Le Dodd-Frank Act confère aux régulateurs le pouvoir d'exiger des SIFI un coussin de fonds propres plus important que celui des établissements financiers ordinaires. Lorsqu'une institution financière de taille systémique est en faillite ou sur le point de tomber en faillite, les régulateurs sont également chargés de rendre une déclaration à la cour fédérale de Washington D.C. et de commencer les procédures de résolution, si c'est nécessaire, afin d'épauler la FDIC¹⁵¹ dans sa tâche qui consiste à prendre le contrôle de l'institution et organiser sa liquidation.
- Une autre nouveauté concerne également les institutions financières, mais ce sont cette fois les fonds de pension et les compagnies d'assurances qui sont ciblés. Cette règle veut que les régulateurs atténuent les différentes exigences concernant les

¹⁴⁸ (David A. Skeel, 2010)

¹⁴⁹ Terme anglophone pour désigner un organisme de compensation (CCP)

¹⁵⁰ Ce sont ici les banques et compagnies d'assurances qui sont visées.

¹⁵¹ « Federal Deposit Insurance Corporation »

notations de crédit des produits dans lesquels les fonds de pension et assurances doivent investir. L'idée est ici de diminuer la pression émise par les banques sur les agences de notation, en charge de noter la qualité des titres détenus par ces banques, le problème étant que les banques dont les titres sont notés, payent les agences pour cette notation.

- Dernière règle importante sur laquelle nous nous attarderons, la règle « Volcker ». Cette règle interdit formellement aux banques commerciales de spéculer « pour compte propre », c'est-à-dire avec leur propre argent, au-delà d'une exposition égale à 3% de leurs fonds propres. Les investissements dans les Hedge Funds¹⁵² et dans le private equity¹⁵³ sont notamment visés par cette règle.

4.2. Lien de causalité entre les régulations bancaires et le risque systémique

Afin de pouvoir analyser l'efficacité des régulations bancaires sur la prévention du risque systémique, il est, dans un premier temps, nécessaire d'établir une liaison entre d'une part les différentes composantes du risque systémique, et, d'autre part, les points sur lesquels il conviendrait de s'attarder pour tenter de contrôler ce risque. Pour ce faire, nous allons diviser cette section en deux parties :

1. La première sera consacrée à une analyse des mesures qui seraient nécessaires au niveau microprudentiel, c'est-à-dire au niveau de l'entreprise.
2. La seconde sera dédiée à la nécessité d'une régulation et d'une supervision macroprudentielles appropriées, c'est-à-dire au niveau de l'ensemble du système financier et de l'économie.

4.2.1. Au niveau microprudentiel

L'étude du risque systémique réalisée dans le premier chapitre nous a démontré qu'il s'agit d'un concept excessivement vaste. Puisque cette première sous-section est consacrée à l'analyse de ce risque d'un point de microéconomique, il s'agit ici de tenir compte des multiples paramètres qui déterminent la nature systémique d'un établissement bancaire. En

¹⁵² Ce sont des fonds spéculatifs dont les stratégies d'investissement reposent sur des prises de risque élevées.

¹⁵³ Terme désignant les investissements dans des entreprises non cotées en Bourse.

d'autres termes, il s'agit d'identifier les risques que la faillite d'une institution ne propage une crise à travers le secteur financier et affecte l'économie réelle.

Nous avons vu précédemment que le conseil de stabilité financière et le comité de Bâle ont identifié trente banques d'importance systémique, appelées G-SIFs. Ces banques sont choisies selon une méthodologie fondée sur des indicateurs sélectionnés en fonction de leur capacité à produire des externalités négatives et de leur nature à rendre l'institution indispensable au bon fonctionnement du secteur financier et de l'économie en général. Ces indicateurs sont classés en cinq catégories, elles-mêmes composées de sous-indicateurs¹⁵⁴ :

1. L'activité transfrontière représente l'importance des activités internationales d'une banque. Cet indicateur influe tant sur la contagion internationale que sur les difficultés de résolution, que sa défaillance entraînerait. En effet, plus une banque est active sur les marchés internationaux, plus rapidement et fortement l'impact de son éventuelle faillite serait répandu au niveau mondial. En ce qui concerne sa résolution, plus le nombre de pays dans lesquels l'institution exerce ses activités est important, plus la coordination des différentes juridictions correspondant à ces pays serait difficile à mettre en place.
2. L'interdépendance d'une institution correspond aux activités qu'elle réalise avec d'autres établissements financiers. Plus les activités d'une banque sont liées à celles d'autres institutions financières, plus son hypothétique défaillance risquerait d'engendrer des pertes au sein de ces institutions, ce qui pourrait générer une contagion financière similaire à celle que nous avons étudiée dans le premier chapitre.
3. La substituabilité d'un établissement bancaire mesure le coût que représenterait son remplacement, par d'autres banques proposant des services identiques, auprès de ses différents intervenants. On calcule ici les perturbations qui surviendraient suite à sa disparition au niveau de la liquidité des marchés et de sa clientèle, qu'il s'agisse d'établissements financiers sous-jacents, d'entreprises non-financières ou de simples particuliers.
4. Le quatrième indicateur concerne la complexité des instruments financiers détenus par une banque. Il s'agit d'une évaluation des coûts qui seraient engendrés par la

¹⁵⁴ Cf annexe 10

complexité de ces produits lors de la résolution de la faillite. Cet indicateur distingue trois catégories d'actifs complexes :

- Les produits dérivés échangés sur le marché de gré à gré.
- Les actifs de niveau 3 qui ne sont pas échangés sur des marchés liquides et qui sont donc évalués sur base de modèles.
- Les titres détenus à des fins de négociation et disponibles à la vente.

Ces instruments sont par nature peu liquides, ce qui implique que leur conversion en espèces nécessite à la fois un certain temps et un coût conséquent.

5. Enfin, la taille d'une banque, correspondant à la valeur totale de ses expositions, est l'un des éléments centraux du risque systémique. Par nature, la taille d'une institution bancaire implique une probabilité de pertes plus élevée auprès de ses partenaires financiers. De plus, les difficultés financières ou la faillite d'une grande banque sont susceptibles d'avoir un impact néfaste sur la confiance des différents agents économiques, ce qui pourrait engendrer une crise de confiance dont les particularités ont été étudiées dans le premier chapitre.

Les points que nous venons d'énumérer mesurent le risque systémique d'une institution dans l'hypothèse où celle-ci viendrait à faire faillite. En d'autres termes, ils déterminent la menace que représenterait la faillite de cette institution sur l'ensemble du système économique-financier. Par conséquent, il conviendrait d'agir à deux niveaux dans le cadre des régulations microprudentielles :

- 1) Préparer ces institutions à réagir à des conditions défavorables dans le but de leur éviter la faillite :
 - En les obligeant à maintenir un niveau de fonds propres suffisamment élevé pour leur permettre d'encaisser les pertes.
 - En émettant des contraintes de diversification au niveau des instruments financiers pour atténuer l'exposition à chaque instrument, ainsi que le risque de pertes qui en découle.
 - En assurant la liquidité de leurs actifs.
 - En leur imposant des contraintes quant au facteur risque des produits dans lesquels elles peuvent investir.
 - En améliorant leur capacité à réagir et à trouver des solutions lorsque surviennent des problèmes imprévisibles.

2) Minimiser la menace systémique d'une institution bancaire, c'est-à-dire agir au niveau des différents indicateurs que nous avons détaillés ci-dessus. Si certains de ces éléments tels que la taille, la dimension internationale ou la substituabilité d'une banque semblent impossibles à contrôler, il est néanmoins possible d'influencer d'autres paramètres à travers une régulation appropriée :

- Via des contraintes de diversification, au niveau des interconnexions entre établissements financiers, de manière à diminuer le risque que la faillite d'un de ces établissements n'occasionne des pertes importantes au sein d'autres institutions.
- En diminuant la complexité de certains produits financiers afin d'améliorer leur transparence et faciliter leur évaluation.
- En établissant des plans de résolution qui permettraient de minimiser les pertes encourues par les différents intervenants de la banque défaillante.

4.2.2. Au niveau macroprudentiel

Les études réalisées sur le risque systémique, suite à la récente crise financière, ont démontré de manière unanime que ce risque était un concept beaucoup trop vaste pour être totalement contrôlé par de simples mesures microprudentielles, aussi appropriées soient-elles, introduisant ainsi la nécessité d'une régulation et d'une supervision macroprudentielles.

Le premier point sur lequel il conviendrait de s'attarder serait la nécessité d'instaurer et de maintenir une certaine stabilité financière qui permettrait, sans aucun doute, de diminuer le risque de marché des institutions financières, ce qui aurait un impact positif sur le risque systémique. Cette stabilité financière passe notamment par la stabilité des prix, induisant ainsi la nécessité d'une politique monétaire appropriée. La crise des subprimes a en effet démontré que des changements brusques en terme de politique monétaire, auxquels les différents acteurs économiques ne sont pas préparés, peuvent engendrer des conséquences économiques et financières désastreuses¹⁵⁵. En conséquence, il y aurait lieu d'établir une coopération efficace entre les organismes responsables de la politique monétaire et ceux responsables de la supervision macroprudentielle. Ce point de vue fut notamment partagé par Hyun Song Shin, qui affirmait lors d'une conférence réalisée conjointement entre la BIS et la BoK¹⁵⁶ à

¹⁵⁵ Cf section 2.2.2. « déclenchement de la crise financière »

¹⁵⁶ Bank of Korea

Séoul, en 2011, que « l'interaction entre la politique macroprudentielle et la politique monétaire signifie qu'il est nécessaire de coordonner leur utilisation¹⁵⁷ ».

Deuxièmement, une supervision macroéconomique efficace permettrait de détecter les signes d'une conjoncture économique dangereuse, afin de permettre aux autorités responsables de prendre des mesures, lorsque c'est nécessaire. Cette supervision fut clairement insuffisante lors des années antérieures à la crise : la corrélation importante des investissements, un endettement démesuré caractérisé par un ratio « loan-to-value¹⁵⁸ » très élevé, notamment de la part des classes inférieures, ainsi que l'excès d'optimisme des investisseurs sont autant de facteurs annonciateurs de la formation d'une bulle spéculative, généralement synonyme de crise imminente, qui auraient dû être détectés.

Enfin, une coopération internationale absolue semble indispensable, que ce soit au niveau du partage d'informations, ou pour faciliter les éventuelles résolutions qui seraient nécessaires suite à la défaillance d'un établissement bancaire international. Une telle collaboration permettrait ainsi de diminuer le risque encouru par l'activité transfrontalière d'une institution bancaire internationale.

4.3. Analyse de l'efficacité des réformes résultant de la crise

Nous allons maintenant tenter d'évaluer l'efficacité des différentes régulations préventives que nous avons étudiées au début de ce chapitre. Pour ce faire, nous allons mettre celles-ci en relation avec les points que nous venons d'énumérer ci-dessus, dans le but de déterminer si elles s'attaquent efficacement aux différentes composantes du risque systémique.

4.3.1. Au niveau microprudentiel

Commençons cette analyse par les réformes mises en place au niveau des fonds propres des banques. Le fait que les institutions bancaires puissent compter sur une bonne base de capital pour épurer leurs pertes, lorsque c'est nécessaire, est l'un des éléments essentiels à la prévention du risque systémique. Les exigences en matière de fonds propres calculés sur base

¹⁵⁷ (Bank for International Settlements, 2011).p.24.

¹⁵⁸ Ce ratio représente la division du montant emprunté par de la valeur du collatéral. Il est généralement utilisé pour estimer la prise de risque d'un crédit octroyé par la banque et a été fortement négligé aux Etats-Unis lors des années précédant la crise.

des actifs pondérés par les risques ont été rehaussées tant au niveau quantitatif qu'au niveau qualitatif¹⁵⁹ :

- Au niveau quantitatif, Bâle III introduit deux nouvelles exigences qui devront être implémentées d'ici janvier 2019. Il s'agit du coussin de 2,5% de conservation de capital et de la surcharge imposée aux G-SIFs.
- Au niveau qualitatif, le ratio de fonds propres fondamentaux passe de 2% à 4,5%.

Selon Monsieur Pascal Philippart, Head of Capital Management de la banque ING Belgium¹⁶⁰, l'évaluation des actifs pondérés par les risques est également plus élevée qu'auparavant, notamment en ce qui concerne la titrisation et la dette souveraine. L'évaluation du risque des produits titrisés est en effet nettement plus importante qu'avant la crise, tandis que les obligations souveraines ne sont rentrées dans la catégorie des actifs à risque qu'il y a quelques années.

Avec l'instauration d'un ratio de levier minimum de 3%, Bâle III incorpore également une exigence en matière de fonds propres émise uniquement sur base quantitative et non plus sur base des actifs pondérés par les risques, introduisant ainsi l'idée qu'aucun actif d'une banque ne peut être considéré comme totalement exempt de risque.

Le projet de TLAC qui devrait être implanté aux alentours de 2019 s'attarde, quant à lui, sur les trente institutions bancaires désignées selon les critères établis ci-dessus¹⁶¹ comme représentant une menace systémique. Ces G-SIBs devront augmenter leur ratio de capital calculé sur base des actifs pondérés par les risques de 8% d'ici 2019 et leur ratio de levier devra s'élever à hauteur de 6%.

Bien que toutes ces mesures relatives aux fonds propres n'aient pas encore été implémentées, elles semblent déjà avoir produit l'effet escompté au niveau des G-SIFs. Le graphique illustré dans l'annexe 11, réalisé sur base des ratios de levier des 23 G-SIFs occidentales, démontre que le niveau général des fonds propres de ces banques s'est fortement amélioré entre 2007 et 2016. Parmi ces vingt-trois établissements bancaires, vingt-et-un avaient, à la date du 31 Décembre 2016, un ratio de levier supérieur à celui du 31 Décembre 2007. Quant à la moyenne de ces ratios, elle est passée de 5,18% à 7,31%, soit une augmentation relative de 41,1%.

¹⁵⁹ Voir annexe 5 pour une représentation graphique de l'évolution des exigences de fonds propres entre Bâle II et Bâle III

¹⁶⁰ Cf annexe 16

¹⁶¹ Cf annexe 10 pour plus de détails

Au niveau de la liquidité des actifs détenus par les banques, les accords de Bâle III ont instauré deux nouveaux ratios : le liquidity coverage ratio et le net stable funding ratio. Comme nous l'avons expliqué lors de la description des accords de Bâle III, le LCR est un indicateur de liquidité à court terme, tandis que le NSFR se focalise sur les capacités de financement des banques à long terme. Par conséquent, bien que l'efficacité de ces deux ratios n'ait pas encore pu être testée, le risque engendré par le manque de liquidité des actifs de certaines banques semble être mieux traité qu'auparavant.

Des mesures ont également été prises en Europe pour permettre aux établissements bancaires de réagir de manière appropriée, lorsque leur santé financière est menacée. La directive de la BRRD impose en effet aux banques de mettre en place un plan de rétablissement¹⁶² qui leur permettrait de surmonter d'éventuelles difficultés financières. Aux Etats-Unis, par contre, on ne note pour le moment aucune mesure qui s'apparenterait à l'exigence d'un plan de ce type.

Dans le but d'éviter aux Etats de renflouer les banques avec l'argent des contribuables, comme cela a été le cas à maintes reprises par le passé, une nouveauté est apparue : le bail-in. Comme expliqué précédemment, cette mesure consiste à internaliser le renflouement d'une banque, lorsque ses fonds propres ne sont pas suffisants pour supporter ses pertes, par la mobilisation de ses actionnaires, créiteurs et, si c'est nécessaire, des dépôts supérieurs à 100.000 euros. Au-delà de l'alternative que le bail-in apporte au bail-out¹⁶³, il devrait également permettre de réduire l'aléa moral engendré par la théorie du « too big to fail ». Bien que le mécanisme du bail-in n'ait pas encore été testé sur une banque de grande envergure, il existe un précédent : en 2013, dans le cadre d'un plan de sauvetage du secteur financier de l'île de Chypre, 47,5% des dépôts supérieurs à 100.000 euros furent prélevés des comptes de la Banque de Chypre¹⁶⁴.

L'une des réformes les plus importantes du traité de Bâle III concerne le rôle qui est confié aux régulateurs à travers le pilier II. Ceux-ci ont en effet beaucoup plus de responsabilité qu'auparavant quant à la supervision de l'exposition au risque et de la diversification des institutions bancaires. Les régulateurs doivent ainsi surveiller les activités des banques afin d'émettre des contraintes, tant au niveau de la diversification des instruments financiers qu'au

¹⁶² « Le plan de rétablissement est un 'plan B' préparé par la banque elle-même. Quelles activités veut-elle fermer en cas de problème ? Comment compte-t-elle trouver du capital ? Comment se restructurer ? » (Autret, 2015)

¹⁶³ Terme désignant un renflouement par les pouvoirs publics.

¹⁶⁴ (Masson, 2015)

niveau du risque des produits dans lesquels elles peuvent investir. Selon les accords de Bâle III, ces mesures ont pour objectifs principaux une minimisation de la concentration des risques, ainsi qu'une focalisation sur les rendements à long terme de la part des institutions bancaires.

D'après Mr. Philippart, les accords de Bâle III ont entraîné une réelle évolution à ce niveau¹⁶⁵ : « On a beaucoup plus de limites par catégorie d'actifs, par institutions, par pays. On est beaucoup plus contraint en terme d'exposition par les régulateurs au niveau du pilier II de Bâle III qui a pris beaucoup plus d'importance que sous Bâle II. On mesure aussi le capital économique dans le pilier II en plus des risk-weighted assets du pilier I et lorsqu'il faut, le régulateur intervient. » ; « Il y a également le calcul du capital économique, mentionné précédemment, qui est censé calculer votre perte maximum sur un certain horizon de temps avec un intervalle de confiance. » ; « Il faut passer par le régulateur et son approbation. Il faut se limiter à 25% du capital par exposition maximum » ; « Le monitoring du risque prouve aussi son efficacité : celui-ci a lieu tous les mois pour vérifier que la situation ne se détériore pas. Si c'est le cas, on met en œuvre des actions sur le capital, sur la liquidité => le risque est mieux suivi dans son évolution. ».

Mr. Philippart stipule également que cette supervision est d'autant plus efficace en Europe depuis qu'elle est centralisée par le mécanisme de supervision unique : « Avant il y avait des affinités entre les régulateurs et les banquiers qui se connaissaient. Maintenant les régulateurs doivent reporter à la BCE qui prend ensuite les décisions. Il y a plus d'impartialité et moins de confiance du régulateur envers la banque. C'est plus équitable et plus efficace. Le régulateur ne décide plus de rien tout seul, tout se fait en collègue au sein de la BCE ».

Mr. Philippart nous parle ci-dessus de limite d'exposition par institution financière. Au-delà de la minimisation du risque de la banque contrôlée, cette contrainte a pour objectif de minimiser les interconnexions. Elle ne diminue certes pas les interconnexions totales du secteur financier, qui sont d'ailleurs indispensables. Comme le dit Mr. Philippart : « Il faut bien qu'il y ait un teneur de marché qui prenne des positions de spéculation pour permettre à des plus petites banques de se hedger. » Elle permet néanmoins d'atténuer l'interconnexion directe entre deux organismes financiers, minimisant ainsi la perte maximale que pourrait entraîner la faillite d'une institution bancaire auprès d'autres organismes financiers. Cette règle, combinée aux exigences en matière de fonds propres, permet ainsi d'éviter que la seule perte de valeur des instruments financiers présents dans le bilan d'une institution défailante,

¹⁶⁵ Cf annexe 16

qui sont détenus par d'autres organismes, n'entraîne une réaction en chaîne, telle une chute de dominos interconnectés¹⁶⁶.

En ce qui concerne les problèmes liés à la complexité de certains produits, on note également une très nette amélioration. Le marché des produits dérivés n'est plus un marché dérégulé comme avant :

- En Europe, le texte de loi EMIR impose une valorisation journalière des contrats, que ce soit par l'intermédiaire d'une CCP, ou par un modèle de valorisation établi entre les deux parties, ce qui permet d'améliorer la transparence de ce marché. Comme expliqué par Monsieur Hermann, Chief Risk Officer de la banque Belfius¹⁶⁷, EMIR permet également de diminuer le risque de contrepartie : « Leur valeur est revue journalièrement et les différences de valeur sont échangées entre les acteurs. Ce sont les deux parties qui décident comment elles vont les valoriser. » « Des risques ont été transférés notamment vers des organismes de clearing, tels que le « London Clearing House » qui ont énormément concentré les flux des contreparties, qui sont de moins en moins bilatérales, mais qui passent par un intermédiaire officiel. Il y a des dépôts de marge initiale, les choses sont faites pour qu'en cas de faillite d'un des acteurs, on connaisse ses positions et la clearing house va assurer la liquidité du marché en absorbant la faillite grâce aux dépôts initiaux. La position nette du client est donc généralement couverte par la clearing house ».
- Aux Etats-Unis, c'est le Dodd-Frank Act qui s'est attaqué au marché des produits dérivés en instaurant des exigences similaires en matière de standardisation d'échange¹⁶⁸

Enfin, au niveau de la résolution d'éventuelles institutions défailtantes, des progrès ont été réalisés de part et d'autre de l'Atlantique¹⁶⁹ :

- En Europe, un conseil de résolution unique a été instauré. Le CRU est en charge d'établir des plans de résolution pour les banques défailtantes, afin d'organiser leur faillite et de leur permettre de maintenir leurs fonctions fondamentales le plus longtemps possible.

¹⁶⁶ On retrouve ici la définition de Kaufmann du risque systémique (cf chapitre 1).

¹⁶⁷ Cf annexe 13

¹⁶⁸ Cf section 4.1.5

¹⁶⁹ Cf chapitre 4.1 pour plus de détails

- Aux Etats-Unis, cette mesure a également été prise, mais elle se limite aux institutions de taille systémique. Les régulateurs sont chargés de surveiller les SIFI et, lorsque c'est nécessaire, d'aider la FDIC à organiser leur résolution.

4.3.2. Au niveau macroprudentiel

Le point de référence central de la politique monétaire étant le taux d'intérêt directeur, il nous suffit d'analyser les mouvements de celui-ci pour évaluer l'évolution de la stabilité monétaire à travers le temps. Le graphique illustré en annexe 12 nous démontre que les taux directeurs de la FED et de la BCE sont nettement plus constants, depuis la crise, qu'ils ne l'étaient au début du 21^{ème} siècle. Bien que cette tendance soit en grande partie due à un endettement excessif de la part de la plupart des Etats occidentaux, il est évident qu'elle permet de maintenir une certaine stabilité monétaire et financière.

En ce qui concerne la prévention macroprudentielle et la coopération internationale, certaines réformes devraient s'avérer efficaces :

1. Au niveau international :

- Les accords de Bâle III ont instauré une mesure intéressante en matière de prévention macroprudentielle. Il s'agit du coussin contra-cyclique qui est une exigence de capital supplémentaire établie en fonction des conditions macroéconomiques des pays dans lesquels une institution exerce ses activités.
- Pour ce qui est de la coopération internationale, le conseil de stabilité financière, qui succéda en 2009 au forum de stabilité financière, devrait permettre un meilleur partage d'informations relatives à la supervision d'institutions financières.

2. En Europe :

- Le CERS, créé en 2010, est chargé d'identifier les risques systémiques et d'en informer l'Union européenne. Ces deux organismes travaillent en coopération avec les autorités nationales au sein de l'UE.
- Un fonds de résolution unique est en train de se former grâce à une cotisation préventive des banques. Celui-ci devrait atteindre 55 milliards d'euros d'ici 2023 et servirait de roue de secours ultime en cas de nécessité de renflouement supplémentaire suite au bail-in¹⁷⁰.

¹⁷⁰ Cf section 4.1.4 pour plus de détails.

4.3.3. Dangers liés à ces régulations

L'analyse de ces réformes nous a démontré que de nombreuses avancées ont été réalisées au niveau de la prévention du risque systémique. Cependant, ces mesures entraînent également certains dangers, que ce soit en matière de prévention du risque systémique, ou de ralentissement de l'économie.

En premier lieu, toutes ces régulations, combinées aux nombreuses taxes imposées aux établissements financiers, mettent à mal la rentabilité des banques. D'après Monsieur Luc Dalle, Head of Market Risk de la banque ING Belgium, des mesures excessives pourraient entraîner la fermeture de multiples banques, ce qui aurait pour conséquence de concentrer les risques dans les institutions les plus importantes : « Toutes ces mesures mettent la rentabilité des banques en difficulté. Beaucoup de taxation en Belgique et de déséquilibres entre pays. Déséquilibres également entre, d'un côté, les petites banques qui se voient contraintes de diminuer leurs activités et, de l'autre, les grandes banques qui ont plus de moyens technologiques et plus les moyens de contourner certaines régulations en transférant certaines activités dans les pays moins taxés. Si on continue à pousser ce genre de réglementations, il y a de plus en plus de banques qui vont mettre la clé sous la porte alors que le besoin des clients reste là. On va donc avoir une concentration des activités bancaires dans une poignée de banques. Au lieu de partager les risques de manière plus équilibrée, ça risque de concentrer ces risques dans quelques institutions et donc augmenter le risque systémique ».

Deuxièmement, selon Monsieur Alexandre Gauthy, macroéconomiste chez Degroof Petercam Luxembourg, certaines régulations freinent l'accès au crédit des petites entreprises, ce qui a un effet négatif sur l'économie : « Les petites entreprises n'ayant pas de rating apparent, elles sont considérées par les régulations comme des investissements plus risqués et n'ont donc pas accès au crédit aussi facilement que les grosses sociétés ou les Etats » ; « Cela a, d'après moi, un peu freiné la reprise du crédit en zone européenne ».

Enfin, nous avons précédemment parlé des avantages apportés par le bail-in, mais il est évident que cette mesure n'a pas que du positif. Cette mesure permet aux banques de geler les comptes et de ponctionner l'épargne de certaines personnes en cas de besoin. Cela pourrait avoir un effet très négatif sur la confiance de certains investisseurs envers le secteur bancaire. Nous avons vu dans le premier chapitre les conséquences que pouvaient entraîner une crise de confiance, notamment au niveau de la liquidité des banques. Si une banque de grande

amplitude venait à effectuer des ponctions semblables à celles qui ont été réalisées à Chypre, l'hypothèse d'un phénomène de bank run ne serait pas à exclure.

4.4. Analyse de la suffisance de ces réformes

De manière générale, les mesures précédemment étudiées semblent s'attaquer efficacement au problème du risque systémique. Cependant, affirmer que ces réformes sont suffisamment complètes pour éradiquer toute forme de risque systémique reviendrait à faire preuve d'un excès d'optimisme, ce que nous ne ferons pas dans ce travail.

Bien que le système bancaire semble mieux préparé à réagir qu'auparavant, aucune crise majeure n'est survenue depuis l'implémentation de ces mesures. Par conséquent, comme le stipulent Mr. Dalle et Mr. Hermann, nous n'avons pas encore eu l'occasion d'expérimenter l'efficacité de ces réformes : « On n'a pas encore eu l'occasion de réellement tester ces mesures » ; « Je pense que ce sera beaucoup plus efficace que ça ne l'était avant mais ça n'a pas encore été vraiment testé et le diable est dans les détails ».

De plus, Mr. Philippart et Mr. Hermann expriment une certaine appréhension envers deux éléments du risque systémique qui sont incontrôlables :

1. L'une des particularités du risque systémique est son élément déclencheur dont l'origine est incertaine. Comme l'affirme Mr. Philippart : « On ne sait pas garantir qu'il n'y aura pas une crise future provenant d'une chose à laquelle on n'aura pas pensé ».
2. Le second élément est le phénomène de contagion, engendré par une crise de confiance, tel que nous l'avons étudié dans le premier chapitre. Mr. Hermann : « J'ai du mal à croire que si un événement majeur devait arriver et que ça impactait les marchés financiers, il n'y aurait pas des conséquences au niveau macroéconomique et des conséquences de transmission ne fût-ce que par un élément insaisissable qui est la confiance des acteurs ». Mr. Philippart se réfère, quant à lui, à la crise des subprimes pour illustrer ce problème : « C'est la panique qui a fait que les CDO ne valaient plus rien. En terme de pertes de performances directes ça allait encore pendant la crise ».

Une autre source d'incertitude a fait son apparition en Europe il y a quelques années : il s'agit du risque obligataire souverain. Ce risque est en effet bel et bien présent en Europe depuis la

crise de la dette souveraine. Celle-ci avait d'ailleurs contraint le défaut de paiement de la Grèce, qui entraîna par la suite le bail-in de la banque de Chypre, dont nous avons parlé précédemment¹⁷¹. A la question de savoir si les difficultés de remboursement d'un pays engendreraient un risque systémique, Mr. Hermann, Mr. Gauthy et Mr. Philippart ont tous trois répondu par l'affirmative¹⁷².

L'absence d'une coopération internationale absolue entraîne également des risques, notamment au niveau de certains pays offshore, avec lesquels l'échange d'informations fait encore défaut. Ce manque de transparence permet ainsi aux institutions financières possédant des filiales implantées dans ces pays d'échapper à certaines réglementations financières internationales.

Le papier de recherche réalisé par Jérôme Méric et Flora Stez¹⁷³ évoque les dangers liés au contournement de la régulation bancaire comme risque opérationnel : « En tant que bureaucratie d'experts, une banque recèle des ressources de créativité hors normes. Cette créativité s'exprime autant dans une innovation, qui rend caduques les mesures réglementaires au fur et à mesure qu'elles sont promulguées, que dans les interstices laissés, par les normalisateurs à la discrétion des experts financiers ». Ce passage résume assez bien ce papier de recherche qui prouve, par l'intermédiaire d'exemples plus ou moins récents, que les institutions bancaires les mieux équipées parviennent à utiliser leur expertise de manière à contourner les réglementations par le biais d'innovations multiples.

Enfin, il existe un secteur financier, parallèle au secteur bancaire, sur lequel nous nous sommes focalisés tout au long de ce travail, qui échappe à la majorité des mesures que nous avons analysées ci-dessus. Celui-ci porte le nom de « shadow banking system ». Déjà présent depuis plusieurs décennies, ce système financier propose une alternative au secteur bancaire traditionnel en matière d'investissements. Comme exprimé par Mr. Hermann, les réglementations qui s'appliquent aux établissements bancaires ont tendance à transférer une partie de leurs activités vers ce système parallèle nettement moins réglementé, déplaçant ainsi les risques vers ce dernier : « Il y a une grosse régulation qui manque, c'est celle du Shadow Banking. Un des effets des réglementations est le transfert des risques vers les organismes non-régulés, tels que les Hedge Funds. Le Shadow Banking représente le point d'interrogation en cas de risque systémique ».

¹⁷¹ (Foucaud, 2013)

¹⁷² Cf annexes 13, 14 et 16.

¹⁷³ (Jérôme Méric, 2011)

4.5. Propositions de mesures supplémentaires

Nous allons terminer ce quatrième et dernier chapitre par une série de propositions qui visent à renforcer la prévention du risque systémique.

En premier lieu, concentrons-nous sur le problème que représente la part importante de dettes souveraines détenues par les banques. D'après Mr. Hermann, il y aurait actuellement des discussions portant sur la recherche d'autres moyens de financer les Etats que par des obligations traditionnelles : « Il y a un dialogue avec le secteur public pour voir s'il n'y aurait pas d'autres moyens de financer les besoins du secteur public que par des loans ou des obligations d'Etat. L'idée serait de titriser, afin de rendre ces dettes beaucoup plus facilement échangeables et ainsi assurer une certaine liquidité. Il y a un appétit pour ce type de dette, donc c'est un marché qui va évoluer ».

Ensuite, il pourrait s'avérer utile de créer des « bad banks » qui rachèteraient les crédits problématiques des banques pour les revendre par la suite à des investisseurs avides de risque. Cela permettrait non seulement de nettoyer le bilan des banques, mais également de leur permettre de recommencer à prêter plus facilement à l'économie réelle. Les banques nettoyées redeviendraient en effet compétitives, puisqu'elles ne devraient plus provisionner des crédits non-performants. Cette technique a été utilisée une fois jusqu'à présent: en 2012, l'Etat espagnol créa une bad bank du nom de SAREB, dans le but de racheter les « actifs toxiques des banques¹⁷⁴ ». Les sources de financement de cette banque se divisent en deux parties : premièrement, des fonds propres et quasi-fonds propres¹⁷⁵ et deuxièmement, de la dette senior garantie par l'Etat.

Dans un reportage consacré à la financiarisation de l'économie¹⁷⁶, Sandra Rigot, maître de conférence en économie à l'université de Paris 13, explique que l'Etat pourrait utiliser ses ressources de manière active, plutôt que de manière passive, comme il le fait actuellement. Cela consisterait à établir, au cœur du système financier, un intermédiaire financier public qui ne serait pas soumis à la pression des actionnaires avides de profits court-termistes. Celui-ci se financerait en partie auprès de banques régionales de développement et investirait dans les

¹⁷⁴ (Enjalbert, 2012)

¹⁷⁵ tel que les dettes subordonnées

¹⁷⁶ (Financiarisation de l'économie, 2017)

entreprises dans le but de financer des projets à long terme. Cela permettrait de créer une alternative aux banques et fonds d'investissement, qui investissent dans l'économie et usent de leur influence actionnariale pour choisir des projets en fonction de leur rentabilité à court-terme.

Dans la même optique, l'Etat pourrait utiliser ses ressources pour investir dans les institutions financières dans le but de diminuer la spéculation et de favoriser les projets de développement à long terme. Cela pourrait non seulement s'avérer positif au niveau de l'économie réelle, mais également permettre aux pouvoirs publics de contrôler les risques financiers de l'intérieur des institutions.

Enfin, il pourrait s'avérer utile de limiter l'utilisation des produits dérivés à leur rôle initial, c'est-à-dire la couverture des risques, et ainsi arrêter leur utilisation spéculative, ou du moins, limiter cette dernière, par le biais d'une taxe « pigouvienne » qui viserait à internaliser le coût social des activités financières, en intégrant au marché des produits dérivés les externalités négatives que représentent ses activités. On pourrait imaginer un système dans lequel les institutions financières seraient soumises à cette taxe par défaut et il leur reviendrait de démontrer elles-mêmes que leurs produits dérivés sont directement liés à la couverture de produits financiers sous-jacents si elles veulent être exemptées de cette taxe.

Mr. Philippart démontre cependant un certain scepticisme à ce sujet : « ça s'appliquerait au hedging également. Il faut bien qu'il y ait un teneur de marché qui prenne des positions de spéculation pour permettre à des plus petites banques de se hedger. Ce serait difficile à mettre en place. Même si ça marche, ça diminuera la liquidité et l'efficacité des marchés financiers en diminuant le nombre de transactions ».

En conséquence, il conviendrait d'approfondir le sujet mais la mise en place d'une telle taxe serait difficile et comporterait certains risques, notamment en matière de liquidité des marchés. Elle nécessiterait donc une étude approfondie suivie d'une mise en place appropriée de la part des organismes régulateurs.

CONCLUSION

La crise économique actuelle a plongé le monde occidental dans une profonde remise en question des bienfaits du modèle américain capitaliste, que beaucoup considéraient, il n'y a pas si longtemps, comme l'archétype de la prospérité absolue.

Les excès de certains acteurs du secteur financier, rendus possibles par la libéralisation de ce dernier, ont engendré une instabilité grandissante des marchés financiers. Ce phénomène finit par entraîner l'implosion d'un système financier obnubilé par la maximisation du profit à court-terme.

La récente crise financière, ayant mis en évidence l'incapacité des marchés financiers à s'autoréguler, a ainsi ouvert la voie à une nouvelle ère de régularisation. Cette crise a également illustré, avec la faillite de Lehman Brothers, le risque systémique que représentent certaines institutions financières de grande envergure.

Lors de la dernière décennie, de nombreuses avancées ont été réalisées dans la recherche d'une régulation bancaire préventive de ce risque systémique, celui-ci ayant suscité de nombreux débats, suite aux conséquences engendrées par la faillite énoncée ci-dessus.

Ce mémoire, consacré à l'étude des régulations bancaires et leur impact sur la prévention du risque systémique, apporte une critique constructive de la finance moderne. Il permet, à travers son analyse empirique, d'analyser en détail la relation qui existe entre les différentes composantes de ce risque et la nécessité d'une régulation appropriée dans le but d'évaluer l'efficacité du modèle juridique actuel et de proposer certaines mesures complémentaires.

Comme nous l'avons démontré dans le dernier chapitre, les régulations mises en place depuis la crise des subprimes ont permis d'améliorer la supervision macroprudentielle, de renforcer la résistance des établissements bancaires, de minimiser leur exposition aux risques, et de mettre en place des plans qui devraient contribuer à minimiser les impacts qu'engendrerait la faillite d'une institution bancaire de grande envergure. Nous pouvons donc dire que ces régulations agissent efficacement sur la prévention du risque systémique.

Cependant, certains problèmes persistent et il serait déraisonnable de considérer que les mesures actuelles suffisent à maîtriser entièrement ce risque. Le caractère transfrontalier des

établissements bancaires, les multiples innovations financières rendues possibles par la technologie actuelle, ainsi que les nombreuses alternatives proposées au secteur bancaire en matière d'investissement, rendent en effet l'élaboration d'un cadre juridique approprié et son implémentation nettement plus difficiles qu'auparavant.

De plus, le risque systémique est par nature incontrôlable, en raison de ses deux composantes insaisissables que sont l'élément déclencher et le phénomène de contagion engendré par une crise de confiance.

Il convient également d'ajouter que l'origine du caractère systémique de certaines institutions bancaires est profonde. La finance moderne s'est en effet éloignée de son rôle initial qui était de servir d'intermédiaire entre les différents agents économiques. Tant que les régulations mises en places par les organismes responsables ne permettront pas au secteur financier de se refocaliser sur la création de valeur et non plus sur le profit à court terme, la distorsion entre finance et économie réelle persistera et le risque systémique représenté par l'instabilité de ce secteur financier demeurera bel et bien présent.

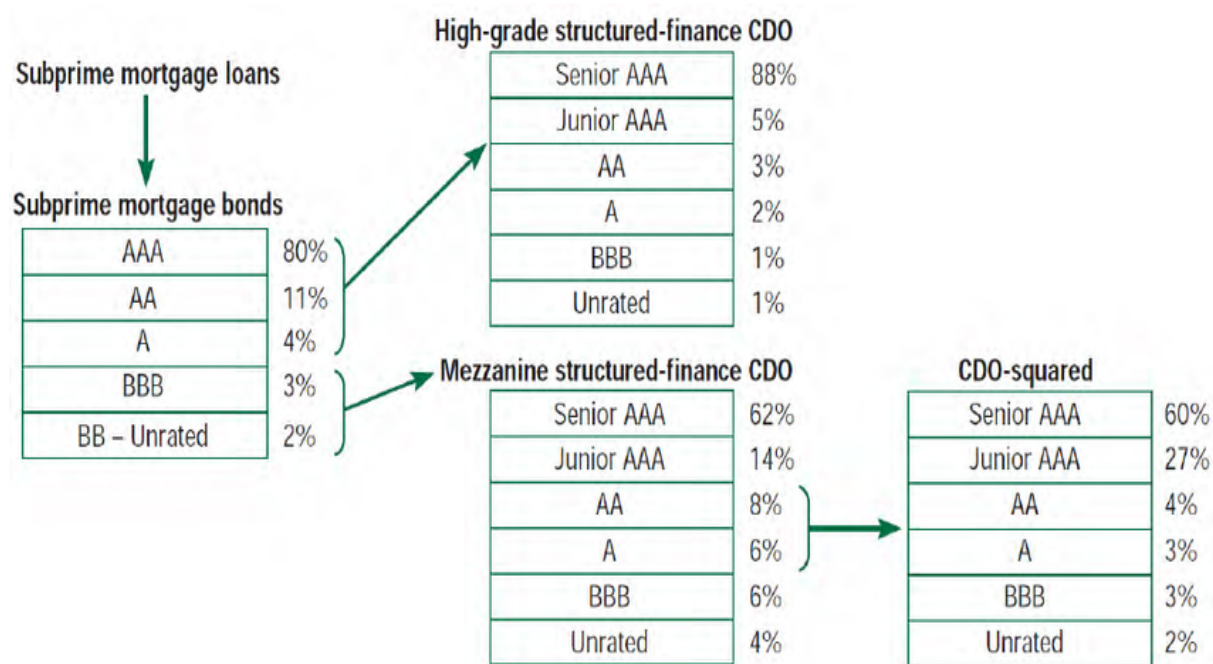
ANNEXES

Annexe 1. – Grille de cotation des trois principales agences de notation de la dette.

Agences			Signification des notes
Standard & Poor's	Moody's	Fitch Ratings	
Catégorie « investissement »			
AAA	Aaa	AAA	Valeurs de premier ordre
AA+	Aa1	AA+	Qualité haute
AA	Aa2	AA	
AA-	Aa3	AA-	
A+	A1	A+	Qualité moyenne
A	A2	A	
A-	A3	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	Qualité moyenne inférieure
BBB	Baa2	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	
Catégorie spéculative			
BB+	Ba1	BB+	Éléments spéculatifs
BB	Ba2	BB	
BB-	Ba3	BB-	
B+	B1	B+	Hautement spéculatif
B	B2	B	
B-	B3	B-	
CCC+	Caa1	CCC+	Risques élevés
CCC	Caa2	CCC	
CCC-	Caa3	CCC-	
CC	Ca	CC	Ultra spéculatif
C	C	C	Faibles perspectives
SD et D	/	RD et D	En défaut

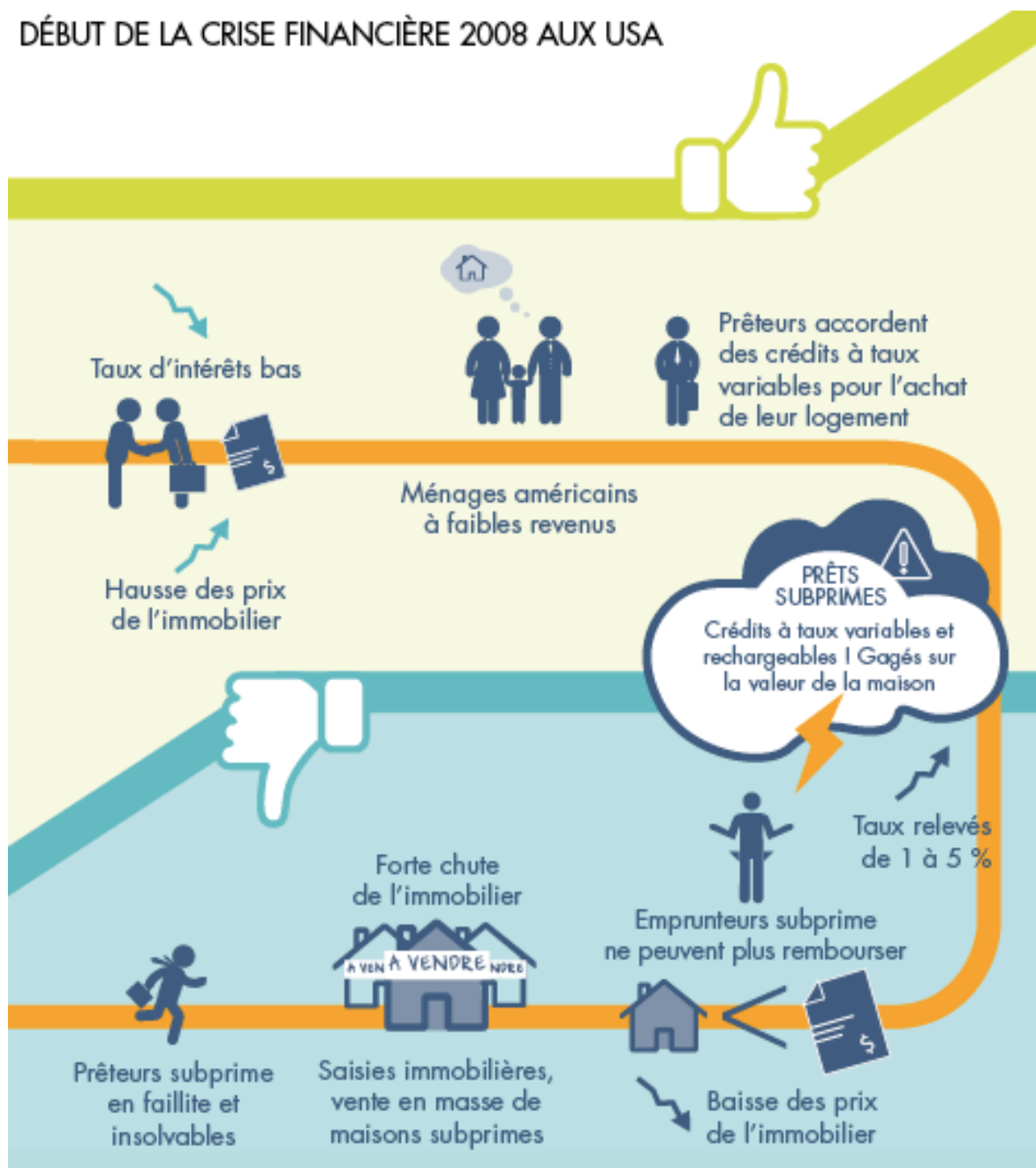
Extrait du livre « Les agences de notation » (Collard, 2012)

Annexe 2. – Représentation de la structure des CDOs et CDOs au carré



Extrait du papier de recherche « Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I The Evolution of Securitization » (Tymoigne, 2009)

Annexe 3. – Schéma explicatif du déclenchement la crise des subprimes



Extrait du site « La finance pour tous » :

<http://www.lafinancepourtous.com/Decryptages/Dossiers/Crise-financiere/Comment-la-crise-de-2008-a-t-elle-commence>

Annexe 4. – Tableaux représentant les dévaluations de produits titrisés réalisées par S&P, Moody's et Fitch durant la crise.

Matrices de transitions à deux ans pour l'ensemble des produits de financement structuré notés par Standard & Poor's au 1^{er} janvier 2008

Notation début 2008	Nombre de tranches	Notation à fin 2009										
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	D	NR
AAA	15 718	40,9	5,0	3,6	4,4	3,4	3,7	12,0	2,7	0,0	2,6	21,7
AA	16 771	0,9	32,7	4,7	3,9	4,1	5,4	17,1	11,0	0,0	10,9	9,2
A	14 490	0,2	1,6	29,3	5,2	4,7	6,9	13,7	13,8	0,0	17,1	7,5
BBB	14 510	0,2	0,1	1,1	26,4	5,5	6,4	12,6	17,7	0,0	22,9	7,2
BB	7 852	0,0	0,0	0,1	0,7	23,5	6,5	14,1	17,2	0,0	33,4	4,5
B	5 364	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	16,8	12,4	18,6	0,0	50,0	1,8
CCC	2 577	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,8	14,8	0,0	78,4	0,9
CC/C	164	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	58,5	0,0	35,4	6,1

Source : Standard & Poor's

Instabilité des notations de l'agence Moody's selon les zones géographiques

	Taux de dégradation			Taux de rehaussement		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Amérique du Nord	8,1 %	38,1 %	58,6 %	2,0 %	0,6 %	0,6 %
EMEA	2,7 %	18,9 %	39,7 %	3,0 %	1,0 %	1,0 %
Asie-Pacifique	0,9 %	7,7 %	25,4 %	4,6 %	2,5 %	1,5 %
Amérique latine	1,0 %	18,0 %	17,0 %	13,3 %	3,1 %	0,7 %
Total	7,4 %	35,6 %	56,0 %	2,2 %	0,7 %	0,6 %

Source Moody's

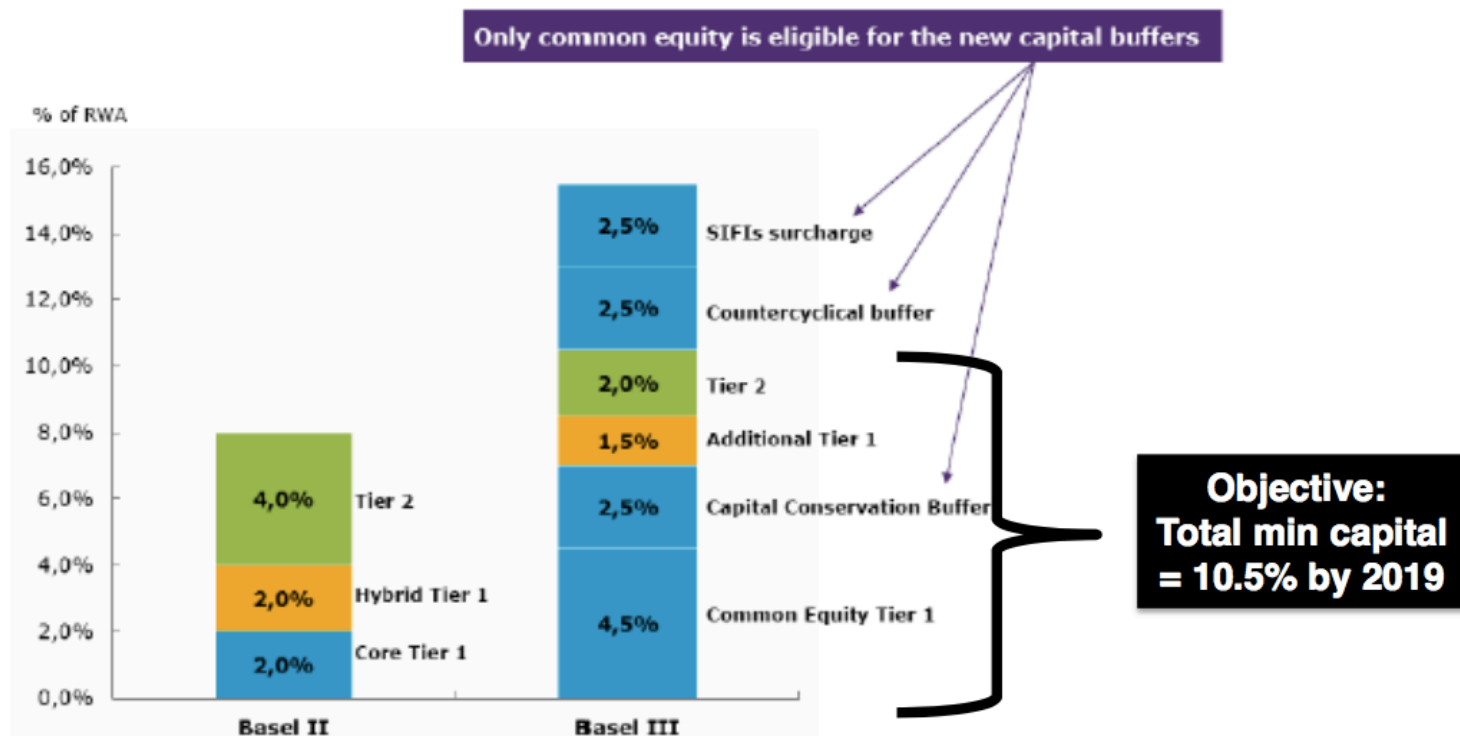
Taux de dégradation de l'agence Fitch selon les segments de marché au niveau mondial

	2007	2008	2009
ABS	3,0 %	6,2 %	10,1 %
CDO	18,6 %	31,8 %	69,9 %
CMBS	1,4 %	6,4 %	39,8 %
RMBS	6,2 %	51,4 %	62,8 %
Total	14,1 %	38,5 %	54,3 %

Source : Fitch

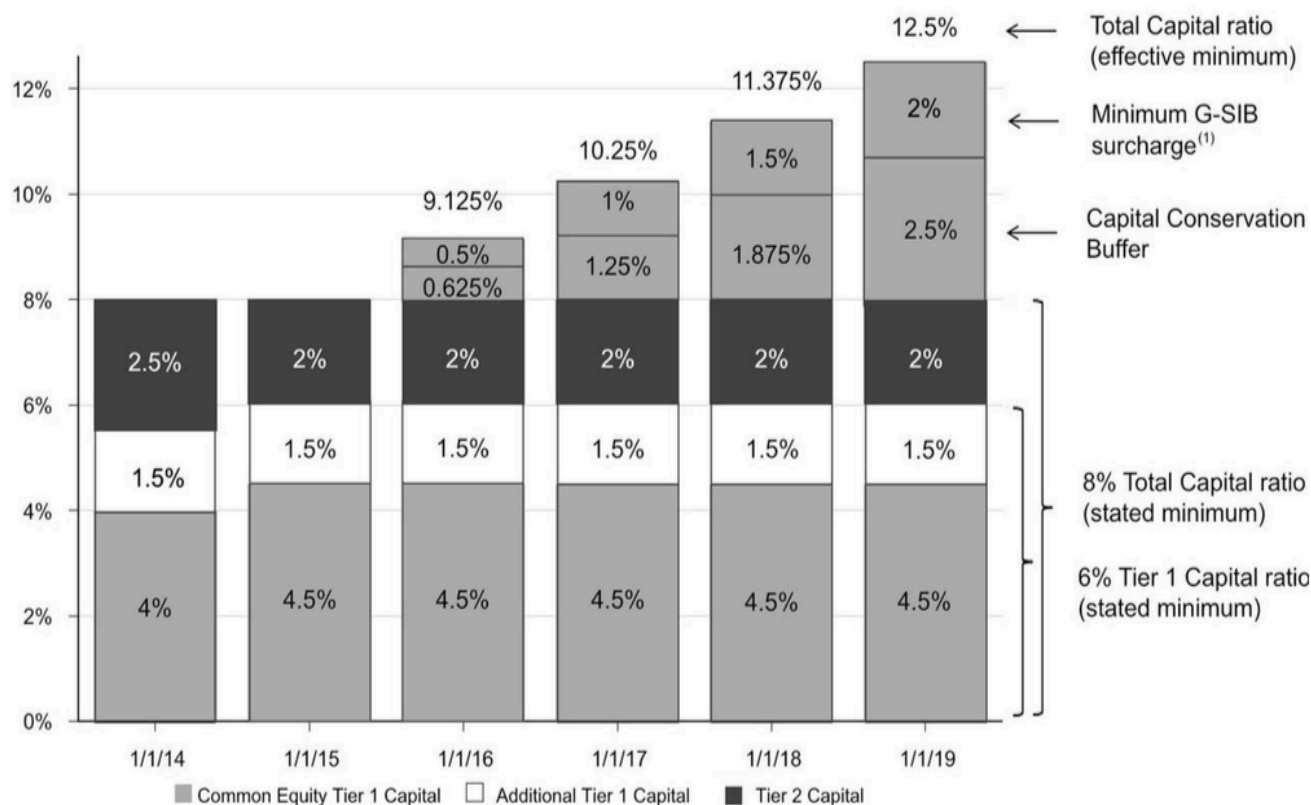
Extrait du rapport réalisé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) en 2009 sur les agences de notation. (Autorité des marchés financiers, 2010)

Annexe 5. – Exigences réglementaires en matière de capital : comparaison entre Bâle II et Bâle III.



1.5.Extrait du cours « Banking and Insurance » donné par Mr. George Hübner à HEC aux étudiants de premier master à finalité « Banking and Asset Management ».

Annexe 6. – Evolution des exigences réglementaires de Bâle III en matière de capital à horizon 2019.



Extrait du cours « Banking and Insurance » donné par Mr. George Hübner à HEC aux étudiants de premier master à finalité « Banking and Asset Management ».

Annexe 7. – Liste des 30 banques mondiales d’importance systémique et de la surcharge de capital qui leur est imposée.

Bucket¹⁰	G-SIBs in alphabetical order within each bucket
5 (3.5%)	(Empty)
4 (2.5%)	Citigroup JP Morgan Chase
3 (2.0%)	Bank of America BNP Paribas Deutsche Bank HSBC
2 (1.5%)	Barclays Credit Suisse Goldman Sachs Industrial and Commercial Bank of China Limited Mitsubishi UFJ FG Wells Fargo
1 (1.0%)	Agricultural Bank of China Bank of China Bank of New York Mellon China Construction Bank Groupe BPCE Groupe Crédit Agricole ING Bank Mizuho FG Morgan Stanley Nordea Royal Bank of Scotland Santander Société Générale Standard Chartered State Street Sumitomo Mitsui FG UBS Unicredit Group

Extrait de l’identification officielle des 30 banques mondiales d’importance systémique¹⁷⁷ réalisée conjointement entre le conseil de stabilité financière¹⁷⁸, le comité de la supervision bancaire de Bâle et les autorités nationales. (Financial Stability Board, 2016)

¹⁷⁷ G-SIBs (global systemically important banks)

¹⁷⁸ FSB (financial stability board). Créé à Londres en Avril 2009, il regroupe 26 autorités financières nationales (banques centrales, ministères des finances, ...), plusieurs organisations internationales, et est en charge de la supervision des institutions financières.

Annexe 8. – Tableau récapitulatif des différents piliers de Bâle III.

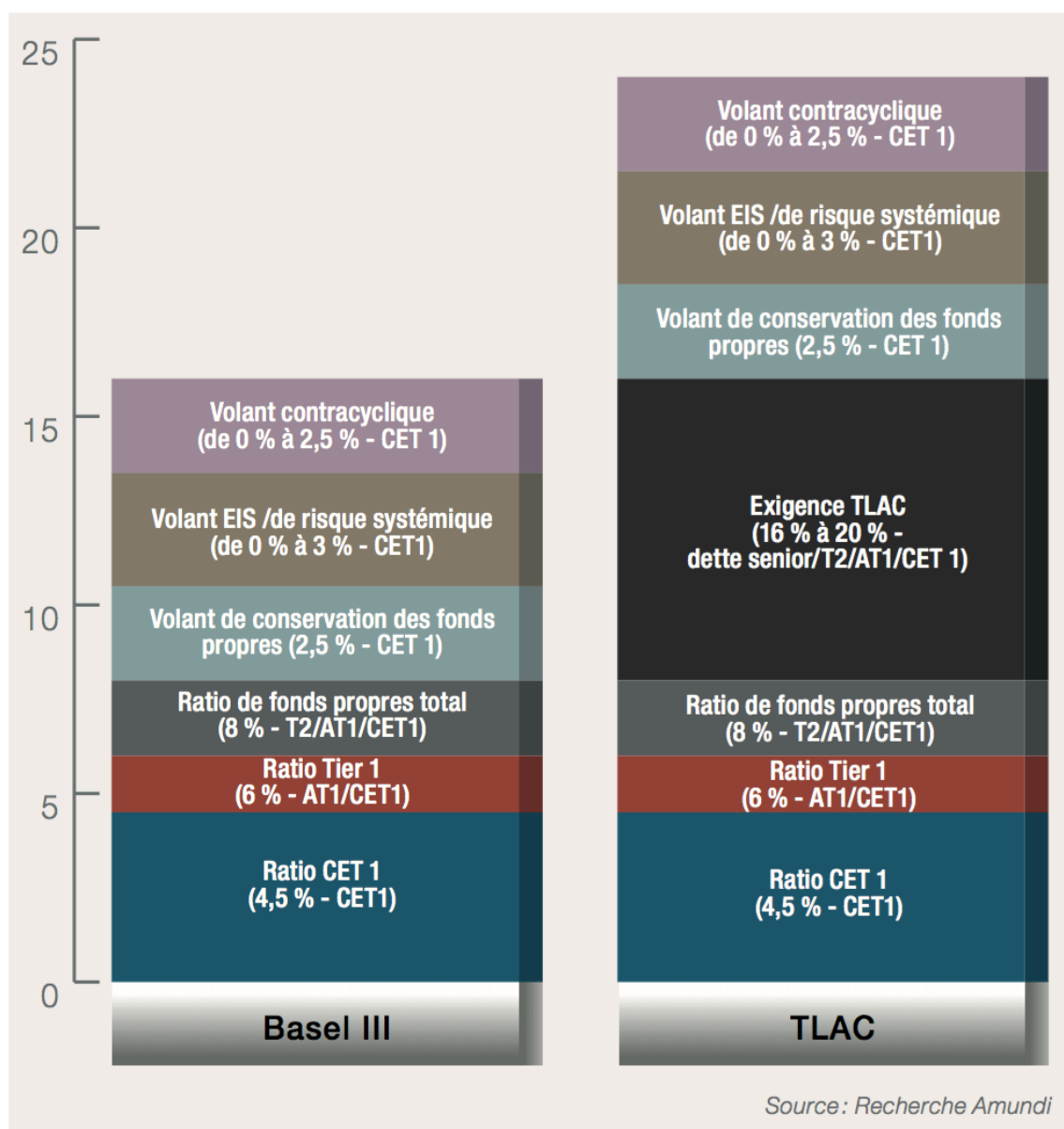
Comité de Bâle sur le contrôle bancaire: les réformes de Bâle III

Bâle III renforce la réglementation microprudentielle et y ajoute une dimension macroprudentielle, notamment par le biais de volants de fonds propres.

Fonds propres					Liquidité	
1 ^{er} pilier		2 ^e pilier	3 ^e pilier		Normes mondiales de liquidité et suivi prudentiel	
Fonds propres	Couverture des risques	Encadrement de l'effet de levier	Gestion et surveillance des risques	Discipline de marché		
Toutes les banques	<p>Qualité et niveau des fonds propres L'accent est mis sur les actions ordinaires, dont le niveau minimal est porté à 4,5 % des actifs pondérés des risques (APR), après déductions.</p> <p>Absorption des pertes par les fonds propres au point de non-viabilité Dans leurs conditions contractuelles, les instruments de fonds propres comprendront une clause permettant – à la discrétion de l'autorité compétente – de les annuler ou de les convertir en actions ordinaires si la banque est jugée non viable. Ce principe accroît la participation du secteur privé à la résolution des futures crises bancaires, et réduit, ce faisant, le risque subjectif (ou aléa moral).</p> <p>Volant de conservation des fonds propres Constitué d'actions ordinaires à hauteur de 2,5 % des APR, ce volant porte à 7 % le niveau total des fonds propres de cette qualité. Des restrictions s'appliquent aux distributions discrétionnaires si l'exigence de 7 % n'est plus respectée.</p> <p>Volant contracyclique Compris dans une fourchette de 0–2,5 % et constitué d'actions ordinaires, ce volant est imposé par les autorités lorsqu'elles jugent que la croissance du crédit entraîne une augmentation inacceptable du risque systémique.</p>	<p>Titrisations Renforcement de la couverture en fonds propres de certaines titrisations complexes. Exigence, pour les banques, d'analyser plus rigoureusement la qualité de crédit de leurs expositions de titrisation notées par un organisme externe.</p> <p>Portefeuille de négociation Relèvement notable des fonds propres au regard des activités de négociation et sur dérivés, ainsi que des titrisations complexes dans le portefeuille de négociation. Création d'une exigence sur la valeur en risque en période de tensions, pour aider à atténuer la procyclicité. Exigence de fonds propres supplémentaire au regard des risques estimés de défaut et de migration de notation sur expositions à des produits de crédit non titrisés, prenant aussi en compte la liquidité.</p> <p>Risque de contrepartie Renforcement substantiel du traitement du risque de contrepartie: mesure plus rigoureuse des expositions; incitation, pour les banques, par le coefficient de fonds propres, à recourir aux contreparties centrales pour leurs opérations sur dérivés; surpondération des expositions entre institutions financières.</p> <p>Expositions envers les contreparties centrales (CCP) Proposition du Comité d'affecter une pondération de 2 % aux expositions envers une CCP agréée et de calculer, en fonction du risque (par une estimation simple et uniforme), l'exigence de fonds propres au regard des expositions sur les fonds de garantie des CCP.</p>	<p>Ratio de levier Un ratio de levier indépendant du risque, et incluant le hors-bilan, complète les mesures de fonds propres fondées sur le risque et limite le recours à l'effet de levier au sein du système bancaire.</p>	<p>Exigences supplémentaires Traitement de la gouvernance et de la gestion des risques au niveau de l'établissement; prise en compte du risque lié aux expositions hors bilan et aux titrisations; gestion de la concentration des risques; incitations à une meilleure gestion des risques et rendements sur le long terme; saines pratiques de rémunération; pratiques de valorisation; tests de résistance; normes comptables applicables aux instruments financiers; gouvernance d'entreprise; collèges prudentiels.</p>	<p>Révision des exigences de communication financière Instauration d'exigences sur les expositions de titrisation et sur la responsabilité directe des véhicules hors bilan. Communication financière plus détaillée concernant les composantes des fonds propres réglementaires et leur rapprochement avec les comptes publiés, fournissant une explication complète du mode de calcul des ratios de fonds propres réglementaires.</p>	<p>Ratio de liquidité à court terme Le ratio de liquidité à court terme (<i>Liquidity Coverage Ratio</i>, LCR) impose aux banques de détenir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour résister à une pénurie de financement de 30 jours, sur la base d'un scénario défini par les responsables prudentiels.</p> <p>Ratio de liquidité à long terme Le ratio de liquidité à long terme (<i>Net Stable Funding Ratio</i>, NSFR) est un indicateur structurel conçu pour corriger les asymétries de liquidité. Il couvre la totalité du bilan et incite les banques à recourir à des sources de financement stables.</p> <p>Principes de saine gestion et de surveillance du risque de liquidité En 2008, le Comité, tirant les enseignements de la crise, a publié les <i>Principes de saine gestion et de surveillance du risque de liquidité</i>, ensemble de recommandations établi à partir d'une révision en profondeur des saines pratiques de gestion du risque de liquidité dans les organisations bancaires.</p> <p>Suivi prudentiel Le dispositif de liquidité comprend un ensemble d'indicateurs universels conçus pour aider les autorités de contrôle à identifier et analyser les tendances affichées par le risque de liquidité tant au niveau des établissements qu'au sein du système tout entier.</p>
	EFIS	<p>Compte tenu du plus haut degré de risque qu'ils présentent pour le système financier, les établissements financiers ayant une importance systémique mondiale (EFISSM) doivent se conformer à toutes les exigences de Bâle III et disposer, en outre, d'une plus grande capacité d'absorption des pertes. Le Comité a élaboré une méthodologie fondée sur des indicateurs quantitatifs et qualitatifs afin d'identifier les établissements bancaires concernés (EBISSM). Des exigences supplémentaires, en actions ordinaires et assimilées de T1 (CET1), dans une fourchette de 1 % à 2,5 %, leur sont appliquées. De plus, une exigence additionnelle d'absorption des pertes de 1 % peut être appliquée aux banques soumises à la surpondération maximale (2,5 %), afin de les dissuader d'accroître encore leur importance systémique mondiale de manière significative. Ces règles ont été établies par le Comité en collaboration avec le Conseil de stabilité financière, lequel coordonne l'ensemble des mesures visant à réduire le risque subjectif (ou aléa moral) encouru du fait des EFISSM.</p>				

Extrait du site de la banque des règlements internationaux (Bank for International Settlements) : http://www.bis.org/bcbs/basel3/b3summarytable_fr.pdf

Annexe 9. – Tableau de comparaison entre les exigences de fonds propres de Bâle III et de TLAC



Extrait du papier d'analyse du projet de loi TLAC : (Amundi, 2015)

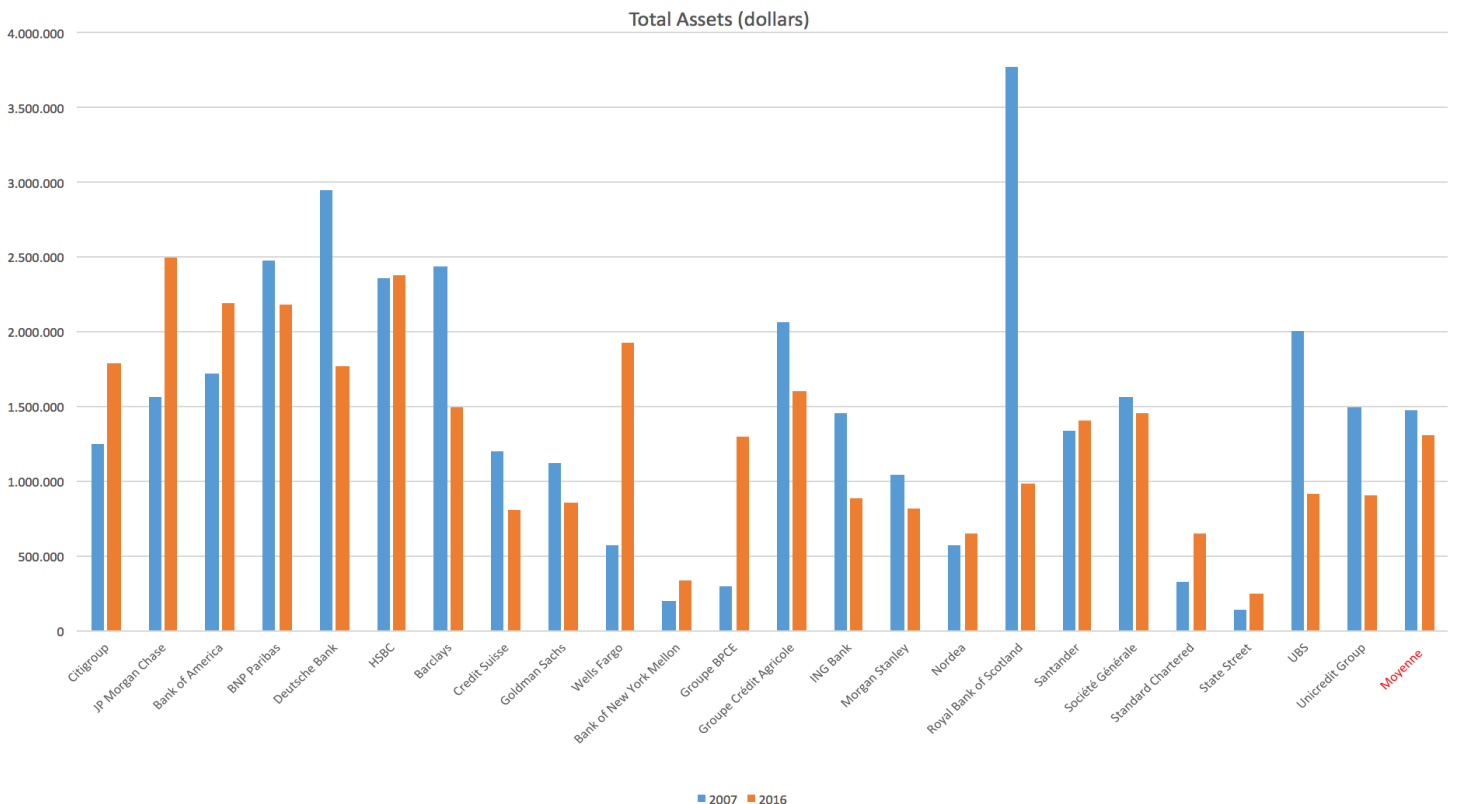
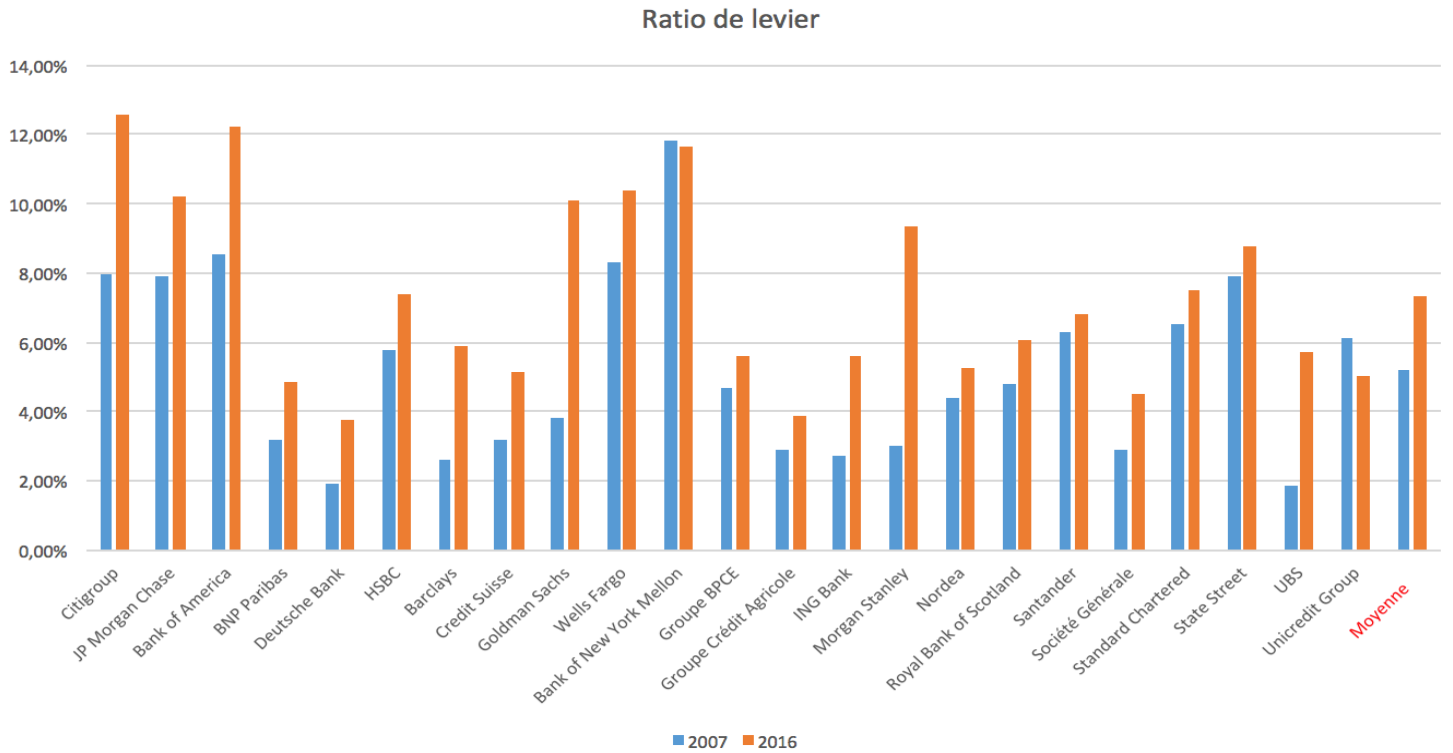
Annexe 10. – Méthodologie d'évaluation de l'importance systémique des G-SIBs

Catégorie (et le coefficient de pondération qui lui est appliqué)	Indicateur	Coefficient de pondération appliqué à l'indicateur
Activité transfrontière (20 %)	Créances transfrontières	10 %
	Engagements transfrontières	10 %
Taille (20 %)	Expositions totales telles que définies pour le calcul du ratio de levier de Bâle III	20 %
Interdépendance (20 %)	Actifs dans le système financier	6,67 %
	Passifs dans le système financier	6,67 %
	Encours de titres	6,67 %
Substituabilité/infrastructure financière (20 %)	Actifs sous conservation	6,67 %
	Activités de paiement	6,67 %
	Prises fermes sur les marchés obligataires et boursiers	6,67 %
Complexité (20 %)	Montant notionnel des instruments dérivés négociés de gré à gré	6,67 %
	Actifs de niveau 3	6,67 %
	Titres détenus à des fins de négociation et disponibles à la vente	6,67 %

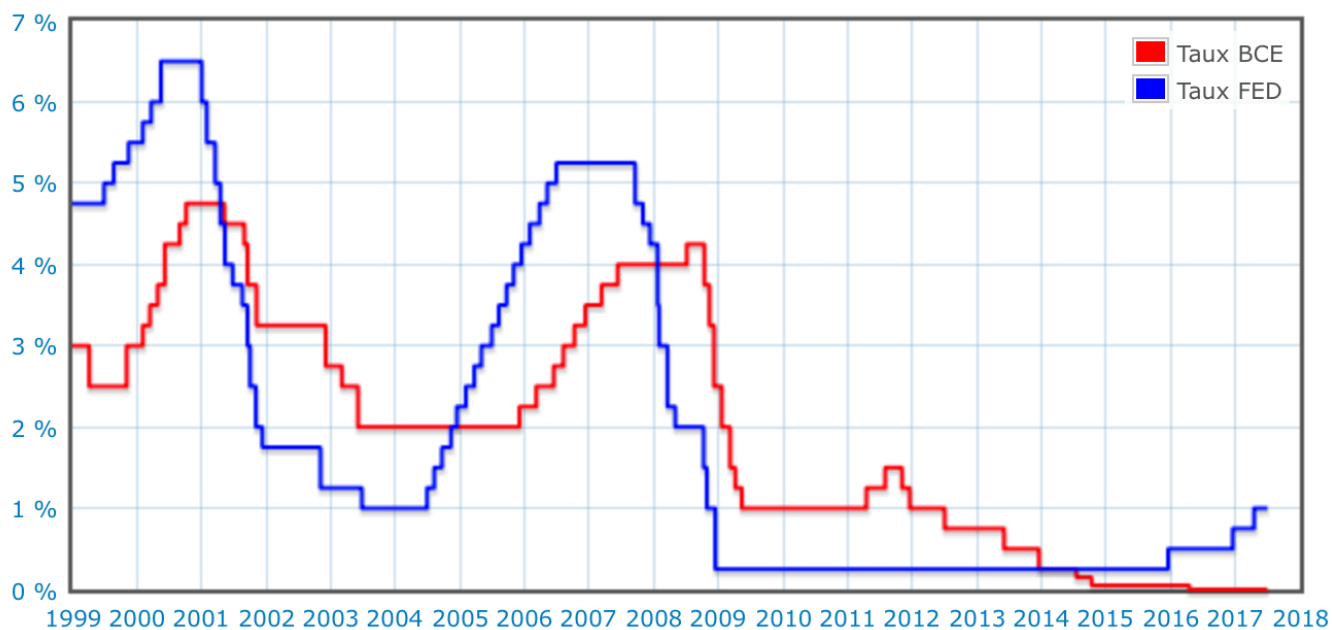
Extrait du site de la Banque des règlements internationaux :

http://www.bis.org/publ/bcbs255_fr.pdf

Annexe 11. – Evolution du ratio de levier et de la valeur totale du bilan des 23 G-SIBs occidentales entre 2007 et 2016



Annexe 12. – Evolution des taux directeurs de la BCE et la FED depuis janvier 1999



Extrait du site (France-Inflation) :

<http://france-inflation.com/taux-directeurs-bce-fed.php>

Annexe 13. – Questionnaire à destination de Mr. Eric Hermann, Chief Risk Officer de la banque Belfius¹⁷⁹.

1. Impact général et efficacité des nouvelles régulations sur la gestion des risques.

1.1. -Pourriez-vous expliquer en détail comment les régulations postérieures à la crise des subprimes ont affecté votre politique d'investissement et votre manière de gérer les risques ? (comparaison avant/après crise)

Il serait impossible de détailler toutes ces régulations en si peu de temps, il y a eu des dizaines de réformes qui nous ont affectées à ce niveau. Le dispositif mis en place depuis 2008 est extrêmement complet au niveau :

1. Des causes : concentration de risque sur un acteur.
2. Des manières : comment traiter une crise quand elle apparaît : c'est-à-dire la détecter et la résoudre. Il y a maintenant tout un tas de régulations telles que les « recovery plans » et les « resolution plans »

Nous avons dû allouer des moyens importants en terme de risk management de banque pour pouvoir absorber toutes ces régulations. Tout cela a un coût d'implémentation qui est assez élevé. Nos activités sont depuis une dizaine d'années fortement contraintes par le régulateur.

Le régulateur à travers des régulations telles que le supervisory process nous oblige à détenir un capital au-delà du capital minimum en fonction des risques que nous prenons. Toutes ces régulations-là prennent beaucoup de temps à mettre en place.

-Quelles sont les régulations qui ont le plus affecté votre politique d'investissement ?

D'une part, les directives européennes et leur traduction dans la nouvelle loi bancaire de 2014 en Belgique ont forcé les banques à réduire leurs activités de manière assez forte, notamment en matière de trading. Les activités de trading qui consistent à

¹⁷⁹ Monsieur Hermann a ici répondu aux questions de manière tout à fait personnelle. Son opinion n'engage en aucun cas la banque.

prendre des positions pour faire du profit à court terme sont encore conduites pour desservir un client mais plus pour compte propre en spéculation.

D'autre part, les établissements financiers doivent désormais travailler entre eux à travers des CSA (credit support annex) lorsqu'ils s'échangent des produits dérivés sur le marché de gré à gré. Suite à la crise, il y a eu une collétarisation généralisée des produits dérivés : leur valeur est revue journalièrement et les différences de valeur sont échangées entre les acteurs. Puisqu'elles ont lieu sur le marché de gré à gré, elles ne sont pas cotées par le marché. Ce sont les deux parties qui décident comment elles vont les valoriser.

1.2. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque au niveau de Belfius dans l'hypothèse d'un événement d'ordre systémique ?

C'est difficile à dire car il n'y a pas eu de risque systémique qui s'est présenté depuis lors. Mais il est clair que si un acteur du marché devait s'effondrer, il y a plus de coupe-circuits et de filtres qu'auparavant. La complexité du système reste néanmoins très forte.

Des risques ont été transférés notamment vers des organismes de clearing, tels que la « London Clearing House » qui ont énormément concentré les flux des contreparties qui sont de moins en moins bilatérales mais qui passent par un intermédiaire officiel. Il y a des dépôts de marge initiale, les choses sont faites pour qu'en cas de faillite d'un des acteurs, on connaisse ses positions et la clearing house va assurer la liquidité du marché en absorbant la faillite grâce aux dépôts initiaux. La position nette du client est donc généralement couverte par la clearing house.

Lehman Brothers avait des positions bilatérales avec toute la planète sans normalisation, ce qui rendait la résolution très compliquée après sa faillite, il fallait retrouver tous les contrats...

Maintenant, les contrats isdas etc les rendent plus standardisés, les résolutions sont faites pour être exécutées en 1 week-end.

Au niveau de l'efficacité de ces mesures, je pense que ce sera beaucoup plus efficace que ça ne l'était avant mais ça n'a pas encore été vraiment testé et le diable est dans les détails.

1.3. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque systémique au niveau macroéconomique ?

J'ai du mal à croire que si un événement majeur devait arriver et que ça impactait les marchés financiers, il n'y aurait pas des conséquences au niveau macroéconomique et des conséquences de transmission ne fût-ce que par un élément insaisissable qui est la confiance des acteurs.

2. En tant que gestionnaire des risques, recommanderiez-vous des régulations supplémentaires/plus strictes dans le but de mieux vous protéger du risque systémique ?

2.1. Si oui : -A quel niveau ? (Effet de levier, produits dérivés..)

-Quelles sont celles qui devraient être plus strictes ?

Il y a une grosse régulation qui manque, c'est celle du Shadow Banking. Un des effets des régulations est le transfert des risques vers les organismes non-régulés tels que les Hedge Funds. Le Shadow Banking représente le point d'interrogation en cas de risque systémique.

2.2. Si non, pourriez-vous citer les mesures qui sont les plus efficaces à vos yeux ?

Non car l'ensemble a été fait au niveau des banques et le plus important est maintenant de stabiliser le système et l'aider à ingurgiter toutes les régulations.

3. La Deutsche Bank a récemment été le sujet de nombreuses appréhensions concernant le risque systémique qu'elle représenterait. Certains médias n'ont pas hésité à comparer la situation de cette banque à la faillite de Lehman Brothers. Quel est votre avis sur le sujet ?

Nous sommes désormais dans un monde régulé mais c'est très difficile de savoir si Il n'y a pas un petit bout quelque part qui pourrait déstabiliser l'ensemble. C'est ça la caractéristique du risque systémique : vous vous dites que s'il y avait un problème majeur sur la Deutsche Bank, il y aurait les coupes-circuit suffisants mais on ne sait jamais comment eux ont traité la chose.

A priori, avec toutes les régulations qui ont été mises en place, le système doit résoudre ce genre de problème par lui-même, ce qui signifie que les banques et les prêteurs des banques absorbent les pertes pour que les autorités publiques n'interviennent pas. Et si ce n'était pas suffisant, il faudrait encore voir si l'Etat allemand laisserait tomber la banque.

4. Quelle est le pourcentage de produits que vous tradez sur le marché de gré à gré? Quel pourcentage pendant la crise ? Quelle évolution depuis les accords de Bâle III ?

Comme la plupart des banques, le pourcentage est resté très élevé mais un marché de gré à gré n'est pas un contrat non-régulé. Comme dit précédemment, les contrats isdas et les collaterals échangés restent un élément de garantie et de meilleure protection qu'avant.

On essaie de passer de plus en plus vers le marché organisé quand les besoins y sont retransmis. Lorsqu'il y a une innovation sur le marché organisé, beaucoup de banques travaillent sur celui-là. Le problème c'est que beaucoup de besoins sont des besoins de couverture de positions spécifiques.

5. Les « actifs pondérés par risques » (risk-weighted assets) sur base desquels sont calculées les exigences en fonds propres des banques sont-ils toujours fixés par des modèles internes des banques ? Si oui, théoriquement les banques peuvent toujours calibrer leurs modèles dans le but de minimiser leurs exigences en matière de Fonds propres.

Quant au ratio de levier, il s'élève seulement à 3%, soit le ratio qui était utilisé par Lehman Brothers, Bear Stearns et Morgan Stanley pendant la crise.

Que préconiserez-vous pour renforcer le niveau de fonds propres des banques?

Dans le cas de Belfius, qui est aussi celui de beaucoup de banques, nous utilisons les méthodes dites avancées au niveau de Bâle, ce qui nous permet d'avoir nos modèles internes. Ce sont des modèles bancaires dont les paramètres d'entrée sont déterminés par le régulateur et ensuite modélisables par les banques.

Dans le cas de Belfius, 85% du calcul de risque de crédit est calculé par moi-même. Mais il y a un dispositif autour énorme quant à la fiabilité du calcul à deux niveaux :

1. Est-ce que tous les assets rentrent bien dedans et est-ce que les expositions sont bien reprises dans mon calcul? Cela a fait l'objet en 2014 de l'« Asset Quality Review » faite par la BCE quand elle a repris la main sur la supervision européenne.
2. Partie modèle réalisée actuellement: le TRIM (targeted review of internal model). Il s'agit du « model quality review ». Des régulateurs de la BCE et de la banque nationale sont là pour examiner des modèles sélectionnés. Sur les 130 plus grosses banques européennes qui sont contrôlées, il existe 7000 modèles. Est-ce qu'ils doivent tous être repris par le régulateur ? Non. Est-ce qu'ils doivent être contrôlés ? Oui. Le TRIM représente donc la supervision de la partie exposition, là où l'AQR était la partie data des assets. Le TRIM va fixer de nouvelles normes de gouvernance qui vont être harmonisées dans leur implémentation au niveau de l'ensemble des banques européennes. Ce processus va s'étaler sur 3 ans.

La calibration est donc très loin d'être libre. Chaque modèle a fait l'objet d'une homologation et maintenant ça fait l'objet de review sur les modèles les plus importants et d'une standardisation des approches. Des back-tests et stress-tests doivent être faits pour prouver chaque année au régulateur que le modèle est encore sain.

Faut-il du capital supplémentaire ? A notre avis non et à l'avis du régulateur non plus. Madame Louis, la plus grande autorité du SSM (single supervisory mechanism) basé à Francfort, a clairement dit depuis 2,3 ans qu'il y avait assez de capitaux dans le système bancaire mais qu'il fallait s'assurer que toutes les méthodes sont correctement appliquées. La moyenne européenne de « core equity tier 1 ratio » est passée de 10,5% à plus de 13% avec des risques qui sont calculés de manière plus forte. Et il faut encore rajouter les différents coussins. Quand on dit que le ratio de levier est le même

que celui de Lehman, en réalité il est beaucoup plus haut, la plupart des banques sont entre 5 et 6.

6. -Que pensez-vous du projet européen de taxation des transactions financières internationales ? Si vous êtes favorable à ce projet, quelles transactions devraient être taxées et à quel taux ?

-Même question pour une taxe pigouvienne (dont l'assiette de taxation serait égale à la valorisation du portefeuille de produits dérivés des banques) qui viserait à internaliser le coût social des activités financières en intégrant au marché des produits dérivés les externalités négatives que représentent ses activités (Dans ce cas, il s'agirait du risque systémique).

Ce n'est pas la bonne façon de le faire. La spéculation a été fortement réduite au niveau des banques. Il conviendrait peut-être de réguler Shadow Banking à ce niveau mais la spéculation des banques est très limitée de nos jours. D'autre part, au niveau de l'exposition nette des banques, le nécessaire a été fait pour qu'il n'y ait pas de volume trop important.

7. Au niveau des institutions dites « too big to fail » :

7.1. La règle du risk-fencing est-elle suffisante ? Certains pensent qu'il faudrait revenir à une séparation complète entre banques commerciales et banques d'investissement (Glass-Steagal Act) de manière à ce que le risque propre aux activités de marché soit contrôlé de manière plus responsable.

C'est plus du cas par cas. Les cas sont très individuels et lorsque les activités d'investissement de certains groupes prennent des proportions très importantes, il faut examiner et c'est ce qui a été fait mais ne le faire de façon systématique n'a pas de sens. Au niveau de Belfius par exemple, l'activité d'investissement consiste essentiellement à accompagner des petits clients sur les marchés. C'est une activité très marginale, assez faible et qui doit exister. Dans des proportions contrôlées, ces activités sont un complément à l'aide du développement macroéconomique.

7.2. « Plus de bail-in pour moins de bail-out » ? Quel est votre avis ?

Le but est d'y arriver et ça se met en place mais de façon lente.

Il y a néanmoins des fonds européens qui se mettent en place pour aider à compléter les faillites de banques. L'objectif est d'atteindre 55 milliards d'ici 2021. Quand on sait que les besoins en fonds propres de certaines banques italiennes qu'on a vu après les stress test sont pour Monte Paschi entre 8 et 15 milliards, et pour la Deutsche Bank le montant est estimé à 20 milliards, ces 55 milliards pourraient être absorbés par une poignée de faillites. Pour mettre ces fonds européens en place, des taxes sur les dépôts sont soumis aux banques en fonction de leur taille.

8. Comment voyez-vous la part importante d'obligations d'Etats dans le bilan des banques ? Cela expose les banques au risque de taux d'intérêt, voire pour les obligations d'Etats tels que l'Espagne, l'Italie ou le Portugal, au risque de crédit, et pourrait laisser craindre l'occurrence d'un nouveau choc systémique.

Au niveau du risque de taux d'intérêt, ce n'est pas automatique et ce risque de taux d'intérêt est repris au niveau de l'interest rate risk dans le banking book, ce qui permet de prendre des obligations de taux jusqu'à un certain niveau. Le risque de taux d'intérêt pur est le même qu'il vienne d'une obligation d'Etat, d'un loan ou d'un prêt hypothécaire.

Au niveau du risque de crédit par contre, c'est vraiment le problème le plus important parce-que les spreads varient en fonction des situations de crédit d'Etats comme l'Espagne, l'Italie, le Portugal, voire la Belgique ou L'Allemagne. Le risque de spread peut donc être très important car il bouge constamment en fonction du marché. Y-a-t-il un besoin de régulation à ce niveau ? Il y a de nombreux débats sur la nécessité de limiter les expositions aux Etats dans les bilans de banques mais pas encore d'accord trouvé. Les allemands, les français, les italiens sont contre la mise en place de limitations plus fortes car il y aurait des problèmes massifs de financement des Etats si les établissements n'en prenaient pas une partie. Le problème est donc plus au niveau des Etats qu'au niveau des banques elles-mêmes. C'est un problème qui peut être sensible pour Belfius puisqu'elle est fortement spécialisée dans le domaine public. Il y a un dialogue avec le secteur public pour voir s'il n'y aurait pas d'autres moyens de financer les besoins du secteur public que par des loans ou des obligations d'Etat.

L'idée serait de titriser afin de rendre ces dettes beaucoup plus facilement échangeables et ainsi assurer une certaine liquidité. Il y a un appétit pour ce type de dette donc c'est un marché qui va évoluer. Le problème est plus au niveau du niveau d'endettement de ces Etats par rapport à leur PIB qu'au niveau des banques.

Est-ce qu'il y a un risque systémique si les banques devaient faire face à une situation pragmatique d'un pays? Oui.

Les régulateurs pensent à mettre des Risk-weighted Assets progressifs en fonction de la taille de l'exposition par rapport aux fonds propres. Il y aurait un volume progressif qui n'empêcherait pas les banques de soutenir la dette de leur Etat mais le rendrait de plus en plus cher en fonction de leur exposition.

Annexe 14. – Questionnaire à destination de Mr. Alexandre Gauthy, membre du département « Recherche macroéconomique » de la banque Degroof Petercam Luxembourg S.A¹⁸⁰.

1. Impact général et efficacité des nouvelles régulations sur la gestion des risques.

1.1. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque au niveau de Degroof Petercam dans l'hypothèse d'un événement d'ordre systémique ?

Je pense que les régulations vont dans le bon sens mais je ne connais pas assez les positions de la banque pour répondre à cette question.

1.2. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque systémique au niveau macroéconomique ?

Ça va dans le bon sens du point de vue systémique pour empêcher une nouvelle crise mais ça a freiné le crédit bancaire. Par exemple, les petites entreprises n'ayant pas de rating apparent, elles sont considérées par les régulations comme des investissements plus risqués et n'ont donc pas accès au crédit aussi facilement que les grosses sociétés ou les Etats. En raison du ratio de capital basé sur les actifs pondérés par les risques, ça coûte plus cher aux banques en terme de capital de prêter à ces petites entreprises qui ne disposent pas de rating et sont donc considérées comme risquées. De plus ces petites sociétés n'ont pas accès au marché obligataire. Cela a, d'après moi, un peu freiné la reprise du crédit en zone européenne.

En résumé, ces régulations ont freiné l'économie même si elles sont efficaces au niveau de la prévention du risque systémique.

2. Recommanderiez-vous des régulations supplémentaires/plus strictes dans le but de mieux protéger les banques du risque systémique ?

2.1. Si oui : -A quel niveau ? (Effet de levier, produits dérivés..)

¹⁸⁰ Monsieur Gauthy a ici répondu aux questions de manière tout à fait personnelle. Son opinion n'engage en aucun cas la banque.

Oui, au niveau des produits dérivés car le niveau notionnel des produits dérivés est beaucoup plus important qu'avant la crise. De plus, les établissements qualifiés de « too big to fail » sont encore devenus plus grands au niveau de leurs actifs. Il conviendrait donc d'agir également au niveau de la taille des institutions pour protéger l'économie du risque systémique.

-Quelles sont celles qui devraient être plus strictes ?

La plupart des banques détiennent beaucoup d'obligations d'Etat, notamment les italiennes. Cela est dû en partie aux régulations de Bâle sur le capital et la liquidité. Il faudrait peut-être que le régulateur mette une limite à l'exposition des banques à la dette souveraine. Il faudrait cependant agir prudemment car ces obligations permettent aux Etats de se financer à moindre coût.

2.2. Si non, pourriez-vous citer les mesures qui sont les plus efficaces à vos yeux ?

3. -Que pensez-vous du projet européen de taxation des transactions financières internationales ? Si vous êtes favorable à ce projet, quelles transactions devraient être taxées et à quel taux ?

C'est toujours difficile de distinguer ce qui est spéculatif de ce qui est investissement. On a eu l'exemple en Belgique avec la taxation des plus-values spéculatives et ça a été vite jeté à l'eau car c'est très compliqué à mettre en place. Cela entrainerait également un frein sur les transactions financières et ne favoriserait donc pas l'investissement.

-Même question pour une taxe pigouvienne (dont l'assiette de taxation serait égale à la valorisation du portefeuille de produits dérivés des banques) qui viserait à internaliser le coût social des activités financières en intégrant au marché des produits dérivés les externalités négatives que représentent ses activités (Dans ce cas, il s'agirait du risque systémique).

Si ce genre de taxe touchait également le hedging, ça enlèverait de l'efficacité dans les marchés. Par contre si on trouvait un moyen de taxer une prise de levier supplémentaire de certains acteurs sur les marchés j'y serais favorable.

4. Au niveau des institutions dites « too big to fail » :

4.1. La règle du risk-fencing est-elle suffisante ? Certains pensent qu'il faudrait revenir à une séparation complète entre banques commerciales et banques d'investissement (Glass-Steagal Act) de manière à ce que le risque propre aux activités de marché soit contrôlé de manière plus responsable.

4.2. « Plus de bail-in pour moins de bail-out » ? Quel est votre avis ?

Le bail-out est de plus en plus rejeté par le contribuable qui ne veut plus payer pour le mis-management des banques. Il y a déjà eu un exemple de bail-in à chypre en 2013 pour recapitaliser les banques. Les déposants ayant plus de 100.000 euros ont vu la partie de leur capital dépassant ce montant être utilisée pour recapitaliser les banques.

L'idée serait que ce soient en premier lieu les actionnaires qui recapitalisent, puis les obligataires et enfin les déposants lorsque les deux premiers ne suffisent pas.

En Italie on est par contre en train de se diriger vers un Bail-out. Il y a eu des augmentations de capitaux dans certaines banques mais il y a des négociations avec l'Etat italien pour que celui-ci y mette du sien. Un fond public a été créé en Italie pour recapitaliser mais l'Union Européenne est contre.

D'un point de vue personnel, je serais pour du bail-in tout en ayant une protection de l'épargne. Il faudrait, comme expliqué ci-dessus que les actionnaires soient les premiers impactés, suivis par les obligataires mais pour les déposants, ça serait bien qu'il y ait un accord de fonds communs pour tous les pays de la zone euro qui permettrait d'assurer à tous les déposants européens qu'on ne touchera pas à la partie de leur épargne inférieure à 100.000 euros. Ce serait bien d'utiliser les fonds pour ça plutôt que pour du bail out. En Belgique il y a déjà cette assurance mais il faudrait que ce soit au niveau européen pour éviter la fuite des capitaux de banques en difficulté de certains pays vers des pays dont les dépôts sont assurés.

5. Comment voyez-vous la part importante d'obligations d'Etats dans le bilan des banques ? Cela expose les banques au risque de taux d'intérêt, voire pour les

obligations d'Etats tels que l'Espagne, l'Italie ou le Portugal, au risque de crédit, et pourrait laisser craindre l'occurrence d'un nouveau choc systémique.

A cause des nouveaux accords de Bâle, les banques sont de plus en plus contraintes de financer les Etats. C'est bon pour la macro et pour ces Etats car ça leur permet de se financer à des taux très bas mais le revers de la médaille c'est que les banques sont de plus en plus exposées au risque obligataire souverain.

6. -Innovations bancaires et notations inadaptées pourraient-elles de nouveau permettre aux banques de contourner les régulations ?

Le privé est aujourd'hui beaucoup plus encadré, le régulateur est plus strict sur ce que l'investisseur privé (retail) peut acheter.

-Avez-vous remarqué un changement au niveau de la supervision des activités conduites par les agences de notation depuis la crise ?

Elles prennent de moins en moins d'importance aujourd'hui. Les dévaluations ont eu moins d'effet que lors de la crise des subprimes. Les gens se détournent un peu des agences de notation et en tiennent moins compte qu'avant.

Les money market funds par exemple sont obligés d'avoir un crédit de rating interne.

Annexe 15. – Questionnaire à destination de Mr. Luc Dalle, Head of Market Risk de la banque ING Belgium¹⁸¹.

1. Impact général et efficacité des nouvelles régulations sur la gestion des risques.

1.1. -Pourriez-vous expliquer en détail comment les régulations postérieures à la crise des subprimes ont affecté votre politique d'investissement et votre manière de gérer les risques ? (comparaison avant/après crise)

La manière de gérer les risques a fortement évolué au niveau trading. Avant, nous avions le « Value at Risk », après la crise de 2008 nous avons eu le « Stress Value at Risk ». Nous avons également eu tout ce qui est IRC, qui concerne les bonds et les crédits. Et maintenant on parle de FRTB (fundamental review of the trading book) au niveau du comité de Bâle mais ce n'est pas encore en application. Ce ne sera pas mis en place avant 2020 mais ça mettra tout ce que nous avons à la poubelle pour recommencer avec quelque chose de totalement nouveau. On ne parlera plus de Value at Risk mais d'«expected shortfall ». Les demandes en matière de fonds propres seront encore nettement plus importantes qu'actuellement.

Au niveau des activités d'ING, depuis la crise on a fait un move « back to basics », on n'utilise presque plus de produits complexes. On met plus l'accent sur le besoin du client. Les produits que nous proposons aux clients autres que les institutions financières, que ce soit au niveau du hedging ou de l'investissement, sont relativement simples.

Le trading pour compte propre n'est plus autorisé en Belgique depuis le 1^{er} janvier 2015 (arrêté royal du 1^{er} avril 2014 relatif à l'activité de négociation pour compte propre). Ces activités ont donc été déplacées dans les autres pays, la Belgique étant le seul membre de l'UE à avoir cette loi.

Nos activités se résument donc essentiellement à des portefeuilles à LT et de services clients.

¹⁸¹ Monsieur Dalle a ici répondu aux questions de manière tout à fait personnelle. Son opinion n'engage en aucun cas la banque.

Il faut savoir qu'il y a un binôme de régulateurs en Belgique :

1. Le FSMA qui chapeaute le marché des capitaux à l'intérieur de la Belgique
2. La banque centrale qui est en charge du contrôle prudentiel et du « capital requirement » sous la tutelle de la BCE.

On classe les investisseurs selon trois catégories :

1. « Retail » qui correspond aux particuliers et aux PME
2. « Professionnel » qui correspond aux entreprises
3. « Eligible » qui correspond aux institutions financières

-Quelles sont les régulations qui ont le plus affecté votre politique d'investissement ?

Le FSMA interdit tous les produits complexes pour la catégorie retail. Les professionnels, quant à eux, doivent remplir des questionnaires pour prouver qu'ils comprennent les produits dans lesquels ils veulent investir.

En tout cas ça pèse très lourd sur les activités classiques d'une banque, notamment au niveau des activités demandées par la clientèle. Les exigences fonds propres vont finir par nous obliger à choisir quels contrats accepter car même lorsqu'on se couvre dans le marché on doit se protéger.

1.2. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque au niveau d'ING dans l'hypothèse d'un événement d'ordre systémique ?

C'est difficile à dire car on n'a pas encore eu l'occasion de réellement tester ces mesures.

1.3. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque systémique au niveau macroéconomique ?

Il y a du pour et du contre, un point positif c'est l'augmentation des transactions qui passent par un clearing house de sorte que le risque de contrepartie soit fortement diminué. Le risque qui reste, ce serait que la clearing house soit en difficulté.

Par contre, toutes ces mesures mettent la rentabilité des banques en difficulté. Beaucoup de taxation en Belgique et de déséquilibres entre pays. Déséquilibres également entre d'un côté les petites banques qui se voient contraintes de diminuer leurs activités et de l'autre, les grandes banques qui ont plus de moyens technologiques et plus les moyens de contourner certaines régulations en transférant certaines activités dans les pays moins taxés.

Si on continue à pousser ce genre de réglementations, il y a de plus en plus de banques qui vont mettre la clé sous la porte alors que le besoin des clients reste là. On va donc avoir une concentration des activités bancaires dans une poignée de banques. Au lieu de partager les risques de manière plus équilibrée, ça risque de concentrer ces risques dans quelques institutions et donc augmenter le risque systémique.

Le risque est donc que si on continue à étrangler les banques, ça produise l'effet inverse que celui escompté, c'est à dire que les activités soient concentrées dans les grosses banques.

2. En tant que gestionnaire des risques, recommanderiez-vous des régulations supplémentaires/plus strictes dans le but de mieux vous protéger du risque systémique ?

2.1. Si oui : -A quel niveau ? (Effet de levier, produits dérivés..)

-Quelles sont celles qui devraient être plus strictes ?

2.2. Si non, pourriez-vous citer les mesures qui sont les plus efficaces à vos yeux ?

Non, car comme expliqué ci-dessus on risque d'étrangler les petites et moyennes banques avec trop de régulations.

La Clearing house, qui diminue fortement le risque de contrepartie.

3. La Deutsche Bank a récemment été le sujet de nombreuses appréhensions concernant le risque systémique qu'elle représenterait. Certains médias n'ont pas

hésité à comparer la situation de cette banque à la faillite de Lehman Brothers. Quel est votre avis sur le sujet ?

Enorme banque, énormément de transactions alors que les autres réduisent certaines activités à cause de la rentabilité. De plus en plus, cette banque devient incontournable pour certaines activités. Si elle est en difficulté, ça devient un problème qui peut avoir des conséquences énormes.

Ils ont probablement dû trouver le moyen de réduire le coût en capital de leurs activités et ils sont suffisamment larges pour pouvoir investir en IT, ce qui leur permet sans doute de maximiser leurs profits en gardant un grand nombre d'activités tout en respectant les régulations.

4. Quelle est le pourcentage de produits que vous tradez sur le marché de gré à gré? Quel pourcentage pendant la crise ? Quelle évolution depuis les accords de Bâle III ?

Pas forcément de changement dans ce changement mais on a vu une évolution dans les volumes et les sortes de transactions (back to basics). Et comme dit plus haut le marché de gré à gré n'est plus aussi risqué qu'avant puisque la plupart des transactions passent pas une clearing house.

5. Les « actifs pondérés par risques » (risk-weighted assets) sur base desquels sont calculées les exigences en fonds propres des banques sont-ils toujours fixés par des modèles internes des banques ? Si oui, théoriquement les banques peuvent toujours calibrer leurs modèles dans le but de minimiser leurs exigences en matière de Fonds propres.

Quant au ratio de levier, il s'élève seulement à 3%, soit le ratio qui était utilisé par Lehman Brothers, Bear Stearns et Morgan Stanley pendant la crise.

Que préconiseriez-vous pour renforcer le niveau de fonds propres des banques?

Il y a énormément de régulateurs depuis Bâle III, par contre on peut analyser et calculer pour être plus efficace, regarder quelles activités enlever. La titrisation permet par exemple de faire sortir du bilan des actifs non-liquides et donc d'avoir moins d'exigences fonds propres.

6. -Innovations bancaires et notations inadaptées pourraient-elles de nouveau permettre aux banques de contourner les régulations ?

Contourner non, mais comme dit précédemment, plus les banques ont de gros moyens technologiques, plus il leur est accessible de minimiser leurs besoins de fonds propres et de maintenir un volume important de transactions tout en respectant les régulations que ce soit par la titrisation ou d'autres mécanismes.

7. Avez-vous remarqué un changement au niveau de la supervision des activités conduites par les agences de notation depuis la crise ?

Pas vu d'évolution personnellement. Le fait de savoir si les agences de notation ont commis une erreur me semble déjà être une question difficile.

8. Que pensez-vous de l'idée d'obliger les banques à maintenir un certain pourcentage des produits titrisés qu'ils vendent à leurs clients pour garantir la qualité de ces produits ?

Il y a eu énormément d'amendes envers les banques ces dernières années pour mauvaise conduite. Maintenant, la compliance veille à ce que la banque soit dans les bonnes lignes de la réglementation.

Annexe 16. – Questionnaire à destination de Mr. Pascal Philippart, Head of Capital Management de la banque ING Belgium¹⁸².

1. Impact général et efficacité des nouvelles régulations sur la gestion des risques.

1.1. -Pourriez-vous expliquer en détail comment les régulations postérieures à la crise des subprimes ont affecté votre politique d'investissement et votre manière de gérer les risques ? (comparaison avant/après crise)

On a beaucoup plus de limites par catégorie d'actifs, par institutions, par pays. On est beaucoup plus contraint en terme d'exposition par les régulateurs au niveau du pilier II de Bâle III qui a pris beaucoup plus d'importance que sous Bâle II. On mesure aussi le capital économique dans le pilier II en plus des risk-weighted assets du pilier I et lorsqu'il faut, le régulateur intervient.

Les pondérations de risque sont également plus strictes, notamment au niveau de la titrisation. Maintenant on doit aussi pondérer le risque souverain, avant pas donc ça consomme du capital. Si on avait encore des obligations de la Grèce, le capital devrait être plus important.

Il y a également nettement plus de méfiance qu'avant au niveau de certains produits. Aux Pays-Bas, il n'y a pas d'amortissement des crédits hypothécaires, les gens remboursent tout à la fin souvent avec des assurances-vie. Suite à la crise, on s'est rendu compte du danger de ce système. On a un énorme paquet de produits hypothécaires en Hollande. Maintenant on limite l'exposition par catégorie d'actif.

Au niveau du leverage aussi, avant la crise ING avait 1500 milliards d'actifs pour 30 milliards de capital donc 2% de leverage. Il a fallu liquider des actifs du bilan par des ventes d'actif pour satisfaire les 3% de Bâle. C'est juste un effet de volume, il n'y a pas de notion de risque.

¹⁸² Monsieur Philippart a ici répondu aux questions de manière tout à fait personnelle. Son opinion n'engage en aucun cas la banque.

Les ratios de liquidité ont également un rôle, d'autant plus que beaucoup d'actifs ne sont plus considérés comme liquides d'un point de vue réglementaire alors qu'ils le sont d'un point de vue économique, comme les produits titrisés. Le NSFR en tant que ratio de funding sur le long terme et le LCR sur le court terme.

-Quelles sont les régulations qui ont le plus affecté votre politique d'investissement ?

Le leverage à appliquer même si les activités sont non risquées, il a fallu beaucoup de ventes pour ajuster. C'est sur un effet de volume, rien avoir avec le risque, mais qu'est ce qui est risqué ? Tout est risqué maintenant donc il est justifié. Mais il devrait être plus adapté car ici beaucoup de choses sont dans le bilan. Ce n'est pas très juste au niveau international car par exemple aux USA les banques ont beaucoup d'actifs qui ne sont pas retranscrites dans leur bilan, comme avec le système des SPV par exemple donc leurs ratios de leverage sont plus faciles à maintenir.

On revient beaucoup comme avec le leverage à des minimums imposés et moins adaptés.

1.2. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque au niveau d'ING dans l'hypothèse d'un événement d'ordre systémique ?

Tout ce dont on a parlé est efficace oui, c'est en amélioration. Surtout lorsqu'on combine ces régulations avec les plans de rétablissement obligatoires depuis 2015 (BRRD). Mais au niveau de ING on avait déjà mis en place un plan de ce type depuis 2012.

Le monitoring du risque prouve aussi son efficacité : celui-ci a lieu tous les mois pour vérifier que la situation ne se détériore pas. Si c'est le cas, on met en œuvre des actions sur le capital, sur la liquidité => le risque est mieux suivi dans son évolution.

Quand on met ensemble les mesures du pilier 1 et la supervision, le monitoring et le plan de rétablissement, c'est déjà bien. C'est plus solide qu'avant, ce le sera encore plus quand tout sera effectif en 2019 mais ça n'évite évidemment pas tous les risques.

1.3. Que pensez vous de l'efficacité de ces mesures sur la prévention du risque systémique au niveau macroéconomique ?

Difficile de savoir si ça suffirait en cas de choc économique majeur. On ferme des portes mais d'où viendra la prochaine crise ? C'est la question, on ne peut pas être rassuré surtout dans une période d'instabilité comme maintenant.

On ne sait pas garantir qu'il n'y aura pas une crise future provenant d'une chose à laquelle on n'aura pas pensé.

Un éclatement de la zone euro provoquerait également une crise très importante et ça ça dépasse le niveau de prévention de régulations telles que Bâle 3 ou Bâle 4.

Attention quand même à ne pas revenir trop dans un modèle archaïque avec toutes ces régulations.

2. En tant que gestionnaire des risques, recommanderiez-vous des régulations supplémentaires/plus strictes dans le but de mieux vous protéger du risque systémique ?

Non, il faudrait déjà bien mettre en place tout ce qui a été défini.

2.1. Si oui : -A quel niveau ? (Effet de levier, produits dérivés..)

-Quelles sont celles qui devraient être plus strictes ?

2.2. Si non, pourriez-vous citer les mesures qui sont les plus efficaces à vos yeux ?

La supervision unique. Avant il y avait des affinités entre les régulateurs et les banquiers qui se connaissaient. Maintenant les régulateurs doivent reporter à la BCE qui prend ensuite les décisions. Il y a plus d'impartialité et moins de confiance du régulateur envers la banque. C'est plus équitable et plus efficace. Le régulateur ne décide plus de rien tout seul, tout se fait en collège au sein de la BCE.

La supervision du pilier 2 sur ce qui est régulations internes. Le régulateur a quasi plein pouvoir maintenant.

Stress tests : pas de conséquence directe dans la loi. On ne va pas fermer une banque qui a raté le test mais il y a des plans d'actions par après et le public est au courant des résultats.

Asset quality review (discussion, pas encore implémentée) : Réévaluation des garanties, par exemple quand on fait un crédit hypothécaire, on doit évaluer la qualité du crédit au moment où il est contracté. Avec cette réforme, on devrait le réévaluer tous les ans. On pourrait le faire en suivant des indices immobiliers plutôt que de tout réévaluer, ce qui prendrait énormément de temps et coûterait cher.

3. La Deutsche Bank a récemment été le sujet de nombreuses appréhensions concernant le risque systémique qu'elle représenterait. Certains médias n'ont pas hésité à comparer la situation de cette banque à la faillite de Lehman Brothers. Quel est votre avis sur le sujet ?

Je ne suis pas un spécialiste mais ça me semble moins grave, c'est plus à cause de l'amende des Etats-Unis. Le problème en 2008 c'est que tout le monde était exposé en même temps. Le problème de Deutsche Bank est plus circonscrit. Comme l'histoire du Crédit Lyonnais en France il y a plusieurs années, ça n'a pas entraîné de contagion.

Et les banques sont mieux préparées qu'avant, en plus de ne pas être plus exposées. Il pourrait certes y avoir une contagion en cas de chute d'une grande institution mais ça me paraît moins grave car le problème est plus spécifique. On peut anticiper tant que ça ne concerne pas l'ensemble du système. Il faut être vigilant.

4. Quelle est le pourcentage de produits que vous tradez sur le marché de gré à gré? Quel pourcentage pendant la crise ? Quelle évolution depuis les accords de Bâle III ?

On ne fait plus de trading pour compte propre en Belgique. Cette activité a été transférée dans une branch qui n'est pas en Belgique.

5. Les « actifs pondérés par risques » (risk-weighted assets) sur base desquels sont calculées les exigences en fonds propres des banques sont-ils toujours fixés par des modèles internes des banques ? Si oui, théoriquement les banques peuvent toujours calibrer leurs modèles dans le but de minimiser leurs exigences en matière de Fonds propres.

Quant au ratio de levier, il s'élève seulement à 3%, soit le ratio qui était utilisé par Lehman Brothers, Bear Stearns et Morgan Stanley pendant la crise.

Que préconiserez-vous pour renforcer le niveau de fonds propres des banques?

Non, ça c'est théorique car en pratique les régulateurs imposent certains paramètres et interviennent si les modèles sont trop opportunistes.

Il y a également le calcul du capital économique, mentionné précédemment, qui est censé calculer votre perte maximum sur un certain horizon de temps avec un intervalle de confiance. C'est similaire à la Value at risk sur les activités de trading mais en plus général. Le pilier 2 représente la partie des régulations imposées par les régulateurs sans que ce soit transposé dans les accords car ça passe par l'appréciation des régulateurs.

Dans le pilier 2, il y a 4 sous-piliers :

- Capital
- Liquidity and funding
- Risk-management
- Business model.

6. -Que pensez-vous du projet européen de taxation des transactions financières internationales ? Si vous êtes favorable à ce projet, quelles transactions devraient être taxées et à quel taux ?

Niveau fiscal et coussin de risque : Non car il y a déjà assez de taxes opérées sur le secteur bancaire actuellement. Depuis la crise, il y a beaucoup de nouvelles taxes bancaires telles que la garantie des dépôts, le « single resolution fund », les cotisations de stabilité financière. ING est un des plus gros payeurs d'impôts par taxes bancaires. Mais ça tombe dans la masse des recettes fiscales en Belgique, c'est donc une façon d'augmenter les recettes fiscales du pays. Il y a également les taxes sur opérations de Bourse, précompte sur opérations mobilières des clients... On voit plus de la moitié du cash flow brut partir en impôts en Belgique. Il faut quand même que les banques restent rentables.

Niveau dissuasion : ce serait difficile à mettre en place. Même si ça marche, ça diminuera la liquidité et l'efficacité des marchés financiers en diminuant le nombre de transactions. Cela rendrait les couvertures de risque plus difficiles, ce qu'on a déjà expérimenté durant la crise. Il y a déjà moins de contreparties pour faire des couvertures qu'avant.

Taxe de spéculation pure : Pas bon car ça s'appliquerait au Hedging également. Il faut bien qu'il y ait un teneur de marché qui prenne des positions de spéculation pour permettre à des plus petites banques de se hedger.

-Même question pour une taxe pigouvienne (dont l'assiette de taxation serait égale à la valorisation du portefeuille de produits dérivés des banques) qui viserait à internaliser le coût social des activités financières en intégrant au marché des produits dérivés les externalités négatives que représentent ses activités (Dans ce cas, il s'agirait du risque systémique).

On finance déjà des fonds de stabilité financière. Cela reviendrait à rajouter une taxe pour couvrir le même objet.

Au niveau international, on est déjà en train d'arriver vers une convergence d'accords internationaux pour avoir les mêmes taxes partout.

Ca ne sert à rien de mettre la corde au cou non plus. D'autant plus que la gestion des taxes compliquées coûte autant que ce que ça ne rapporte.

Une autre conséquence négative de ce genre de taxe : cela déplacerait encore plus d'activités vers des secteurs non réglementés comme le shadow banking. Le jour où il y aura des accidents dans cette activité parallèle non-réglémentée ça cassera aussi. Les risques sont toujours là, on les déplace mais on ne les élimine pas entièrement. Il y a un équilibre à trouver au niveau des taxes.

7. Au niveau des institutions dites « too big to fail » :

-La règle du risk-fencing est-elle suffisante ? Certains pensent qu'il faudrait revenir à une séparation complète entre banques commerciales et banques d'investissement (Glass-Steagal Act) de manière à ce que le risque propre aux activités de marché soit contrôlé de manière plus responsable.

Si on sépare tout, les banques d'investissement n'auront que des actifs et les banques commerciales que des passifs. Au bout du compte, les secondes devront financer les premières. Dès qu'on fait ça, qu'on le veuille ou non il y a transfert de risque. Si les

banques d'investissement sont financées par des investisseurs, ça redevient des banque de dépôts.

Qui va apporter les fonds aux banques d'investissement ?

Au niveau des banques commerciales, la demande de crédit n'est pas illimitée. Avant on achetait de la dette publique avec l'excédent, maintenant on ne peut plus le faire puisque la limite qu'on peut avoir est plus petite qu'avant, les dettes souveraines ne sont plus considérées sans risque.

Il y aura quand même un équilibre dans le marché moderne qui se fera, les risques suivront le même chemin. La question est de savoir vers qui on veut diriger les risques.

On a déjà beaucoup moins d'activités d'investissement qu'avant. Ça coûte beaucoup plus cher aux banques en terme de capital. On a moins d'activités tel que du private equity et des activités risquées. D'autres réglementations peuvent trouver des solutions efficaces.

Si on veut empêcher de faire ça avec les banques, le rôle d'intermédiation se fera autrement ou on reviendra à un modèle de société archaïque.

- « Plus de bail-in pour moins de bail-out » ? Quel est votre avis ?

C'est déjà mis en place. L'idée est bien. Déjà la capacité de bail-in augmente avec le capital qui est plus élevé qu'avant.

Loss-absorbing (TLAC) : idée de départ : définir une capacité d'absorption de perte qui soit suffisante. Il faudrait presque avoir 200% de capital si on pensait que toutes activités sont critiques, 100% pour apurer les pertes et le reste pour redémarrer l'activité sur de bonnes bases. 100% de capital effectif et 100% de capital latent qui permet d'absorber des pertes pour redémarrer l'activité par après.

8. Comment voyez-vous la part importante d'obligations d'Etats dans le bilan des banques ? Cela expose les banques au risque de taux d'intérêt, voire pour les obligations d'Etats tels que l'Espagne, l'Italie ou le Portugal, au risque de crédit, et pourrait laisser craindre l'occurrence d'un nouveau choc systémique.

C'est normal que les établissements bancaires soutiennent leur économie. Cela représente évidemment un risque mais le risque souverain doit maintenant être pondéré, ce qui n'était pas le cas avant. Cela requiert donc du capital. Les régulations tentent de limiter l'exposition des banques.

Le plus bel exemple c'est la Grèce. Pour le moment la BCE prend des risques pour maintenir les taux bas et assurer la liquidité de la dette. Mais si un jour il se passe quelque chose comme l'explosion de la zone euro, la BCE redirigera ses pertes vers les banques centrales des pays de la zone euro qui devront à leur tour émettre beaucoup de dette pour se financer. S'il y a des pertes ça va se répercuter dans l'économie et le contribuable devra les absorber.

9. - « Bespoke tranche opportunity » = « collateral debt obligations » ? D'après vous, quel risque représente ce nouveau produit financier ?

Ca dépend des actifs qu'on met dedans. Tout ce qui fait la subtilité de ces produits c'est la répartition des pertes entre les tranches (senior, mezzanine, equity). Lorsqu'on sélectionne bien les actifs les tranches seniors n'ont quasiment pas de perte.

C'est la panique qui a fait que les CDO ne valaient plus rien. En terme de pertes de performances directes ça allait encore pendant la crise, les plus grosses pertes ont été réalisées suite aux dévaluations du marché. En « fair value » il y a eu de grandes pertes mais en terme de performance réelle de ces produits, les pertes n'ont pas été si catastrophiques.

Existe-t-il des réglementations en Europe concernant la part d'investissement des banques dans les hedge funds et autres membres du shadow banking ?

Non mais faut passer par le régulateur et son approbation. Les règles de base s'appliqueraient (concentration de risque, large exposure..) Il faut se limiter à 25% du capital par exposition maximum.

Même question pour la conservation d'un pourcentage des produits titrisés.

Rien n'empêche de vendre des actifs à une SPV qui n'est pas dans le périmètre de consolidation et qui les vend à son tour.

En Belgique, il faut déjà pouvoir prouver que les crédits vendus ont les mêmes caractéristiques que ceux gardés. On ne peut pas avoir des critères différents pour la production qu'on vend par rapport à celle qu'on garde.

BIBLIOGRAPHIE

- A, G., & Calvo. (1999, 5 2). Contagion in emerging markets: When Wall Street is a carrier.
- ACPR Banque de France. (s.d.). *Bâle III*. Consulté le 04 30, 2017, sur acpr.banque-france.fr: <https://acpr.banque-france.fr/international/les-grands-enjeux/les-accords-de-bale/bale-iii.html>
- ACPR Banque de France. (2014, 06). *Le marché de la titrisation en Europe : caractéristiques et perspectives*. Consulté le 05 03, 2017, sur acpr.banque-france.fr: https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/analyses-syntheses/20140701-Marche-titrisation-en-Europe-caracteristiques-et-perspectives.pdf
- ACPR Banque de France. (s.d.). *Total Loss Absorbing Capacity : les propositions du FSB adoptées par le G20*. Consulté le 05 16, 2017, sur acpr.banque-france.fr: <https://acpr.banque-france.fr/publications/revue-de-lacpr/revue-de-lacpr-n25-sommaire/supervision-bancaire/total-loss-absorbing-capacity-les-propositions-du-fsb-adoptees-par-le-g20.html>
- Amundi. (2015, 01). Le ratio de capital d'absorption des pertes du Conseil de stabilité financière : plus de peur que de mal pour les banques européennes? Paris.
- Artige, L. (2010, 03). *La crise financière 2007-2008*. Consulté le 04 29, 2017, sur crep.ulg.ac.be: http://www.crep.ulg.ac.be/profiles/artige/documents/Lacrisefinanciere2007-2008_002.pdf
- Artus, P. (2008). *La crise financière : causes, effets et réformes nécessaires*. Puf.
- Asselain, J.-C. (1989, 10 23). Il y a 60 ans, le crash de Wall Street. *Le Monde* .
- Autorité des marchés financiers. (2010). *Rapport 2009 de l'AMF sur les agences de notation*. Paris.
- Autret, F. (2015, 06 18). *Résolution bancaire, tout est prêt et tout reste à faire*. Consulté le 05 22, 2017, sur agefi.fr: <http://www.agefi.fr/banque-assurance/actualites/hebdo/20160210/resolution-bancaire-tout-est-pret-tout-reste-a-158215>
- Bank for International Settlements. (s.d.). *Comité de Bâle sur le contrôle bancaire : les réformes de Bâle III*. Consulté le 04 28, 2017, sur bis.org: http://www.bis.org/bcbs/basel3/b3summarytable_fr.pdf

- Bank for International Settlements. (2013, 07). *Global systemically important banks : updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*. Consulté le 05 08, 2017, sur bis.org: <http://www.bis.org/publ/bcbs255.pdf>
- Bank for International Settlements. (2011, 12 01). *Macroprudential regulation and policy*. Consulté le 05 18, 2017, sur ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2002653
- Bank, E. C. (2017, 04 03). *List of supervised entities*. Consulté le 05 15, 2017, sur bankingsupervision.europa.eu:
https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/list_of_supervised_entities_201701.en.pdf?fa67031bce20d0ce07da37a4c0685435
- Banque centrale européenne. (2017). *L'union bancaire*. Consulté le 05 15, 2017, sur bankingsupervision.europa.eu:
<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/bankingunion/html/index.fr.html>
- Banque des Règlements Internationaux. (2013, 07). *Banques d'importance systémique mondiale : méthodologie révisée d'évaluation et exigence additionnelle de capacité d'absorption*. Consulté le 05 14, 2017, sur bis.org: http://www.bis.org/publ/bcbs255_fr.pdf
- BBC. (2008, 08 05). *Timeline: Northern Rock bank crisis*. Consulté le 04 30, 2017, sur news.bbc.co.uk: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7007076.stm>
- Bertrand Jacquillat, L.-G. (2011). *Les 100 mots de la crise financière*. Paris: Puf.
- BiiiCPA. (s.d.). *basel-iii-agreement.com*. Récupéré sur The basel iii accord: <http://www.basel-iii-agreement.com>
- Café de la bourse. (2015, 05 14). *Etude de cas: la chute de Lehman Brothers*. Consulté le 04 27, 2017, sur Café de la bourse: <https://www.cafedelabourse.com/dossiers/article/etude-de-cas-la-chute-de-lehman-brothers>
- Carlozo, L. (2016, 05 23). *Ghost of "The Big Short" haunts Wall Street*. Consulté le 05 02, 2017, sur money.usnews.com: <http://money.usnews.com/investing/articles/2016-05-23/what-is-a-bespoke-tranche-opportunity>
- Christan Brownlees, R. E. (2016, 04 4). *SRISK: A conditional capital shortfall measure of Systemic Risk*. Consulté le 04 20, 2017, sur ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1611229
- Collard, F. (2012). *Les agences de notation*. *Crisp* .

- Coussey-Soubeyran, J. (2013, 04). *Les réformes de la régulation bancaire*. Consulté le 05 01, 2017, sur cairn.info: <https://www.cairn.info/revue-idees-economiques-et-sociales-2013-4-page-26.htm>
- Cypel, S. (2011, 12 06). 99% contre 1%, idée de génie. *Le Monde* .
- David A. Skeel, J. (2010, 10 28). *The New Financial Deal : Understanding the Dodd-Frank Act And its (Unintended) Consequences*. Consulté le 05 01, 2017, sur ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1690979
- Delhommais, P.-A. (1997, 10 30). Neuf questions sur la crise boursière et ses répercussions. *Le Monde* .
- Delimatsis, P. (2012, 04 23). *Financial Innovation and Prudential Regulation- The New Basel III Rules*. Consulté le 05 02, 2017, sur ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2044694
- Dowd, K. (2008). *Moral Hazard and the Financial Crisis*. Consulté le 05 04, 2017, sur www.nottingham.ac.uk: <https://www.nottingham.ac.uk/business/businesscentres/crbfs/documents/cris-reports/cris-paper-2008-6.pdf>
- Drazen, A. (1998, 3). Political contagion in currency crisis. Maryland.
- Enjalbert, J. (2012, 12 20). *Le secteur bancaire espagnol en phase de recapitalisation et d'assainissement*. Consulté le 05 26, 2017, sur bnpparibas.com: <http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=21455>
- EUR-Lex. (2015, 10 26). *Comité européen du risque systémique*. Consulté le 05 16, 2017, sur eur-lex.europa.eu: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=LEGISSUM:mi0068>
- European Commission. (s.d.). *Derivatives / EMIR*. Consulté le 05 16, 2017, sur ec.europa.eu: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/post-trade-services/derivatives-emir_en
- European Systemic Risk Board. (2017). *La création du CERS*. Consulté le 05 17, 2017, sur esrb.europa.eu: <https://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.fr.html>
- Ferguson, C. (Réalisateur). (2010). *Inside Job* [Film].
- Finance Watch. (2014, 09). *Publication de Finance Watch : "Le problème du too-big-to-fail (tbtf) dans l'UE"*. Consulté le 05 16, 2017, sur [finance-watch.org](http://www.finance-watch.org): <http://www.finance-watch.org/press/press-releases/83-topics/banks/913-tbtf-note-fw-fr>

- Financial Stability Board. (2016, 11 21). *2016 list of global systemically important institutions (G-SIBs)*. Consulté le 05 08, 2017, sur fsb.org: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2016-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>
- *Financiarisation de l'économie*. (2017, 02 20). Récupéré sur Youtube: <https://www.youtube.com/watch?v=OcNftI9gKHI&feature=youtu.be>
- Focus IFRS. (2017, 01 10). *IFRS 9 - Instruments financiers*. Consulté le 05 15, 2017, sur [focusifrs.com](http://www.focusifrs.com): http://www.focusifrs.com/menu_gauche/normes_et_interpretations/textes_des_normes_et_interpretations/ifrs_9_instruments_financiers
- FocusIFRS. (2010, 01 2017). *IAS 39 "Instruments financiers : comptabilisation et évaluation"*. Consulté le 05 15, 2017, sur [focusifrs.com](http://www.focusifrs.com): http://www.focusifrs.com/menu_gauche/normes_et_interpretations/textes_des_normes_et_interpretations/ias_39_instruments_financiers_comptabilisation_et_evaluation
- Fontan, S. (2014, 03 26). *La "main invisible" d'Adam Smith*. Consulté le 05 03, 2017, sur [leconomiste.eu](http://www.leconomiste.eu): <http://www.leconomiste.eu/decryptage-economie/218-la-main-invisible-d-adam-smith.html>
- Foucaud, I. d. (2013, 03 13). *La taxation des épargnants provoque la colère à Chypre*. Consulté le 05 26, 2017, sur [lefigaro.fr](http://www.lefigaro.fr): <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2013/03/17/20002-20130317ARTFIG00046-la-taxation-des-epargnants-provoque-la-colere-a-chypre.php>
- France-Inflation. (s.d.). *Graphique d'évolution taux directeurs BCE et FED depuis janvier 1999*. Consulté le 05 25, 2017, sur <http://france-inflation.com>: <http://france-inflation.com/taux-directeurs-bce-fed.php>
- Gary H Stern, R. J. (2004). *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Brookings institution press.
- Greenlaw, D. (2013, 04 04). *Stressed Out : Macroprudential Principles for Stress Testing*. Consulté le 05 01, 2017, sur [ssrn.com](http://papers.ssrn.com): https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2004380
- Investopedia. (s.d.). *Lewis Ranieri*. Consulté le 04 27, 2017, sur Investopedia: http://www.investopedia.com/terms/l/lewis_ranieri.asp
- Investopedia. (s.d.). *Systemic Risk*. Consulté le 3 5, 2017, sur Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/s/systemic-risk.asp>
- Jarvis, J. (2011, 01 22). *The crisis of credit visualized*. Consulté le 04 28, 2017, sur Youtube: https://www.youtube.com/watch?gl=BE&v=bx_LWm6_6tA

- Jérôme Méric, F. S. (2011, 08). *La créativité d'experts comme risque opérationnel : contournements et détournements de la régulation bancaire*. Consulté le 05 25, 2017, sur cairn.info: <https://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-8-page-239.htm>
- Kolassa, D. (2017, 03). *Système européen de surveillance financière (SESF)*. Consulté le 05 15, 2017, sur [europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu): http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fr/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html
- Lacombe, C. (2011, 08 12). Les mots de la crise. *Le Monde* .
- Larousse. (s.d.). Consulté le 4 8, 2017, sur [Larousse.fr](http://www.larousse.fr): <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/contagion/18544>
- Le Figaro. (2016, 02 15). *Ces 30 banques géantes qui peuvent faire "sauter" le système*. Consulté le 05 08, 2017, sur [LeFigaro.fr](http://www.lefigaro.fr): <http://www.lefigaro.fr/economie/le-scan-eco/dessous-chiffres/2016/02/12/29006-20160212ARTFIG00280-ces-30-banques-qui-peuvent-faire-sauter-le-systeme.php>
- Le Figaro. (2009, 11 17). Le sauvetage d'AIG aurait coûté trop cher. *Le Figaro* .
- LesEchos. (s.d.). *Dette subordonnée*. Consulté le 05 16, 2017, sur [lesechos.fr](http://www.lesechos.fr): https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_dette-subordonnee.html
- LesEchos. (2015, 12 22). *Un nouveau ratio réglementaire : le TLAC*. Consulté le 05 16, 2017, sur [lesechos.fr](http://www.lesechos.fr): <https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/cercle-146102-un-nouveau-ratio-reglementaire-le-tlac-1186892.php>
- Lo, A. W. (2008, 11 13). *Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008*. Consulté le 01 18, 2017, sur [ssrn.com](http://papers.ssrn.com): https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1301217
- Magnus, M. (2017, 03). *Fiches techniques sur l'Union européenne*. Consulté le 05 16, 2017, sur [europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu): http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fr/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.4.html
- Marais, E. (2003, 12). La contagion financière: une étude empirique sur les causalités de la crise asiatique.
- Markham, j. W. (2010, 11). *Banking Regulation: its history and future*. Consulté le 04 21, 2017, sur [ssrn.com](http://papers.ssrn.com).

- Marteau, D. (2013, 04). *La crise de l'Euro est-elle derrière nous?* Consulté le 05 02, 2017, sur cairn.info: <https://www.cairn.info/revue-idees-economiques-et-sociales-2013-4-page-35.htm>
- Marteau, D. (2016). *Les marchés de capitaux*. Paris: Armand Colin.
- Marti, S. (2013). *Crises du krach de 1929 aux menaces sur l'euro*. Paris: Michel Lefebvre.
- Masson, V. (2015, 12 22). *Les banques en faillite pourront désormais ponctionner les comptes des déposants*. Consulté le 05 24, 2017, sur lefigaro.fr: <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2015/12/22/20002-20151222ARTFIG00003-les-banques-en-faillite-pourront-desormais-ponctionner-les-comptes-des-deposants.php>
- McKay, A. (Réalisateur). (2015). *The Big Short* [Film].
- Noue, A. d. (2015, 10 14). *Les conséquences de Bâle III sur le risque systémique*. Consulté le 04 30, 2017, sur alumneye.fr: <https://www.alumneye.fr/les-consequences-de-bale-iii-sur-le-risque-systemique/>
- PricewaterhouseCoopers. (s.d.). *IFRS 9 Instruments financiers. Vue de plus près.* Consulté le 05 24, 2017, sur pwc.com: <https://www.pwc.com/ca/fr/accounting-advisory-services/publications/pwc-financial-instruments-classification-measurement-2015-02-fr.pdf>
- Rigobon, K. F. (2001). *International Financial Contagion*. Springer.
- Rigot, S. (2017, 02 20). Maitre de conférence en économie à l'université de Paris 13. *Financiarisation de l'économie: Cash misère*. (DataGueule, Intervieweur)
- Rimbart, F. (2015). *Economie approfondie*. Hatier.
- Robert Schuman. (2012, 07 02). *La régulation financière après la crise des "subprimes" : quelles leçons et quelles réformes?* Consulté le 05 01, 2017, sur robert-schuman.eu: <http://www.robert-schuman.eu/fr/questions-d-europe/0246-la-regulation-financiere-apres-la-crise-des-subprimes-queelles-lecons-et-queelles-reformes>
- SAB. (s.d.). *IFRS 9 - Une nouvelle évolution réglementaire en 2018 : êtes-vous prêts?* Consulté le 05 20, 2017, sur www.sab2i.com: <http://www.sab2i.com/blog/fr/ifrs-9-une-nouvelle-evolution-reglementaire-en-2018-etes-vous-prets/>
- Scharfstein, V. I. (2009, 07 31). *Bank lending during the financial crisis of 2008*. Consulté le 04 29, 2017, sur ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297337
- Schwarcz, S. L. (2008, 03). *Systemic Risk*. Récupéré sur ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008326

- Sherman, M. (2009). *A short history of financial deregulation in the United States*. Washington: Center for economic and policy research.
- Spong, K. (2000). *Banking Regulation, its purposes, implementation and effects*. Kansas city: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- T.R.Hurd. (2015). *Contagion! Systemic Risk in Financial Networks*. Hamilton: Springer.
- The Economic Times. (s.d.). *Definition of "Contagion"*. Consulté le 4 8, 2017, sur <http://economictimes.indiatimes.com/definition/contagion>
- Turnbull, M. G. (2016, 06 15). *The Subprime Credit Crisis of 07*. Consulté le 04 26, 2017, sur [ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1112467)
- Tymoigne, E. (2009, 08 22). *Securitization, Deregulation, Economic Stability, and Financial Crisis, Part I The Evolution of Securitization*. Consulté le 04 29, 2017, sur [ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1458408](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1458408)
- Vodarevski, V. (2008, 11 30). *La relance de l'économie*. Récupéré sur Analyse libérale: <http://economie-analyses-actualites-opinions.over-blog.com/article-25319882.html>
- Went, P. (2010, 10 17). *Basel III Accord : Where do we go from here?* Consulté le 04 27, 2017, sur [ssrn.com: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1693622](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1693622)
- Whitehouse, M. (2015, 8 24). *Financial Contagion*. Consulté le 4 11, 2017, sur Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/quicktake/financial-contagion>
- Whiteout Press. (2012, 12 04). *whiteoutpress.com*. Consulté le 05 10, 2017, sur <http://www.whiteoutpress.com/articles/q42012/list-of-goldman-sachs-employees-in-the-white-house/>
- Zacharie, A. (2017, 05 08). *La Belgique sera-t-elle le fossoyeur de la taxe européenne sur les transactions financières?* Consulté le 05 02, 2017, sur [levif.be: http://www.levif.be/actualite/international/la-belgique-sera-t-elle-le-fossoyeur-de-la-taxe-europeenne-sur-les-transactions-financieres/article-opinion-657835.html](http://www.levif.be/actualite/international/la-belgique-sera-t-elle-le-fossoyeur-de-la-taxe-europeenne-sur-les-transactions-financieres/article-opinion-657835.html)

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION	1
CHAPITRE 1– Risque systémique	3
1.1. Explication et définitions.	3
1.1.1. Risques affectant les institutions financières	3
1.1.2. Définitions du risque systémique	4
1.1.3. Concept général de risque systémique	5
1.2. Contagion financière	6
1.2.1. Définitions et concept de contagion financière	6
1.2.2. Différents canaux de contagion	8
1.2.2.1. Théories contingentes aux crises	8
1.2.2.2. Théories non contingentes aux crises	9
1.2.3. Illustration : Crise asiatique de 1997-1998.....	10
1.3. Impacts sur l'économie réelle	12
1.3.1. Faillites d'institutions financières.....	13
1.3.2. Perte de confiance.....	14
Les faillites d'établissements financiers reconnus, ainsi que l'effondrement des cours de bourse qui provoque une crise financière ont tous deux un impact inéluctable sur la confiance des banques prêteuses, des investisseurs, ainsi que des épargnants :	14
1.3.3. Intervention des pouvoirs publics.....	15
1.3.3.1. Dans le cadre du « too big to fail »	15
1.3.3.2. Dans le cadre d'une politique de relance « keynésienne »	16
1.4. Mesure du risque systémique	17
1.4.1. Explication de la démarche	17
1.4.2. Conditional Capital Shortfall.....	18
CHAPITRE 2 – Lien entre l'évolution des régulations bancaires et la crise des subprimes.....	21
2.1. Historique des régulations bancaires et des événements économiques majeurs antérieurs à la crise des subprimes.....	21
2.1.1. Création de la banque centrale américaine : de la BUS à la FED.	21
2.1.2. La grande dépression et le New Deal.	23
2.1.3. Dérégulation et financiarisation de l'économie	25
2.2. Crise des subprimes	28
2.2.1. Création de la bulle immobilière et fragilisation du secteur financier	28
2.2.2. Déclenchement de la crise financière	31

2.2.3. La crise systémique : analyse de la propagation de la crise financière américaine à l'économie mondiale.	33
CHAPITRE 3 – Aléa moral	37
3.1. Les différents acteurs de la chaîne de titrisation	38
3.2. Les agences de notation	39
3.3. Les banques	40
3.4. La sphère politique	42
3.5. L'envers du décor	42
CHAPITRE 4 – Impact des régulations bancaires résultant de la crise sur la prévention du risque systémique	45
4.1. Mesures prises pour réguler le système bancaire après la crise	45
4.1.1. Les accords internationaux de Bâle III.	45
4.1.1.1. Exigences en matière de fonds propres.	46
4.1.1.2. Ratios de liquidité	47
4.1.1.3. Supervision et transparence des activités bancaires	48
4.1.2. Evolution des normes de comptabilisation des actifs financiers : IFRS 9.	48
4.1.3. TLAC	49
4.1.4. En Europe	50
4.1.4.1. L'Union Bancaire Européenne	50
4.1.4.2. Le comité européen de surveillance du risque systémique (CERS)	51
4.1.4.3. European Market Infrastructure Regulation	52
4.1.5. Aux Etats-Unis : le « Dodd-Frank Act »	53
4.2. Lien de causalité entre les régulations bancaires et le risque systémique	54
4.2.1. Au niveau microprudentiel	54
4.2.2. Au niveau macroprudentiel	57
4.3. Analyse de l'efficacité des réformes conséquentes de la crise	58
4.3.1. Au niveau microprudentiel	58
4.3.2. Au niveau macroprudentiel	63
4.3.3. Dangers liés à ces régulations	64
4.4. Analyse de la suffisance de ces réformes	65
4.5. Proposition de mesures supplémentaires	67
CONCLUSION	69
ANNEXES	I
Annexe 1. – Grille de cotation des trois principales agences de notation de la dette.	I
Annexe 2. – Représentation de la structure des CDOs et CDOs au carré	II
Annexe 3. – Schéma explicatif du déclenchement la crise des subprimes	III
Annexe 4. – Tableaux représentant les dévaluations de produits titrisés réalisées par S&P, Moody's et Fitch durant la crise	IV

Annexe 5. – Exigences réglementaires en matière de capital : comparaison entre Bâle II et Bâle III.....	V
Annexe 6. – Evolution des exigences réglementaires de Bâle III en matière de capital à horizon 2019. V	
Annexe 7. – Liste des 30 banques mondiales d’importance systémique et de la surcharge de capital qui leur est imposée.	VII
Annexe 8. – Tableau récapitulatif des différents piliers de Bâle III.	VIII
Annexe 9. – Tableau de comparaison entre les exigences de fonds propres de Bâle III et de TLAC	IX
Annexe 10. – Méthodologie d’évaluation de l’importance systémique des G-SIBs	X
Annexe 11. – Evolution du ratio de levier et de la valeur totale du bilan des 23 G-SIBs occidentales entre 2007 et 2016	XI
Annexe 12. – Evolution des taux directeurs de la BCE et la FED depuis janvier 1999	XII
Annexe 13. – Questionnaire à destination de Mr. Eric Hermann, Chief Risk Officer de la banque Belfius.	XIII
Annexe 14. – Questionnaire à destination de Mr. Alexandre Gauthy, membre du département « Recherche macroéconomique » de la banque Degroof Petercam Luxembourg S.A.	XXI
Annexe 15. – Questionnaire à destination de Mr. Luc Dalle, Head of Market Risk de la banque ING Belgium.	XXV
Annexe 16. – Questionnaire à destination de Mr. Pascal Philippart, Head of Capital Management de la banque ING Belgium.....	XXX

BIBLIOGRAPHIE.....

TABLE DES MATIERES.....

EXECUTIVE SUMMARY

EXECUTIVE SUMMARY

The financial crisis that started ten years ago with the collapse of the American housing market has resulted in one of the most destructive global economic recessions in history. If its origins are not so different from those of previous crises, the speed and extent of its spread are unprecedented.

Globalization has indeed made global economies more connected and more interdependent than ever before. The same applies to financial institutions that have grown in a totally disproportionate way during recent decades and have become incredibly powerful and dangerous. The bankruptcy of Lehman Brothers, that happened almost 10 years ago, has created a new source of uncertainty in financial markets : the risk of a reaction of cumulative losses due to the failure of an institution called « too big to fail ».

This thesis focuses on the evolution of banking regulation, and more specifically on the impact this regulation has on the systemic risk prevention.

After analysing systemic risk and its various components, a synopsis of the banking deregulation policies was reviewed in order to highlight the after-effects of the global financial crisis.

Subsequently, an ethical reflection around the global financial system and its activities was conducted.

With regard to the pragmatic part of this research thesis, an empirical analysis is developed based on both scientific papers and interviews with experts from the banking and economic fields.

The outcome from the applied research is mixed : from a positive point of view it can be concluded that the banking regulations resulting from the crisis had a constructive influence on the systemic risk prevention. Nevertheless, procedures do not appear to be sufficient to fully control this risk which origin is deeply embedded in the current financial system.

Keywords : systemic risk, too big to fail, financial contagion, banking regulations.

