

## LE SHADOW BANKING, APPENDICE OPAQUE DU SYSTÈME BANCAIRE RÉGULÉ

La « banque de l'ombre » a émergé dans les années 1990, dans le sillage de la dérégulation, et aujourd'hui sa taille dépasse celle du système bancaire régulé, auquel elle est étroitement imbriquée. Faut-il la réguler ? Pour Christophe Nijdam, la réponse est clairement oui.

La *shadow banking*, littéralement le « système bancaire de l'ombre », est un terme apparu pour la première fois en 2007<sup>(1)</sup>. Son contour est diffus, mais on peut le définir simplement comme des activités d'intermédiation de crédit procuré par des entités en dehors du système bancaire régulé<sup>(2)</sup>.

Certains banquiers amalgament volontiers le *shadow banking* et la responsabilité de la crise de 2007 à la régulation bancaire<sup>(3)</sup> : cela revient à dire que c'est le gendarme qui crée le voleur et qu'il faut donc supprimer le gendarme pour ne plus avoir de voleurs... Ou comment confondre cause et effet. C'est la dérégulation du système bancaire américain, entamée avec l'abolition de la régulation Q plafonnant les taux d'intérêt en 1980 et parachevée en 1999 avec l'abandon de la séparation entre activités de dépôts et activités de marché (Glass Steagall Act de 1932), qui a entraîné le mouvement de désintermédiation avec l'absence de traçabilité à la source de la crise, et non pas l'inverse. En France,

la déréglementation s'est faite en deux étapes principales, la loi Debré de juin 1966 (déclassement entre banque de dépôts et banque d'affaires) et la loi Bérégovoy de janvier 1984 (désintermédiation financière et déspecialisation des établissements de crédit), ouvrant la voie au modèle de « banque universelle » privilégié par les établissements français.

L'émergence du *shadow banking* date du milieu des années 90 (voir graphique 1, page 34), quand sa taille a commencé à dépasser celle des banques d'intermédiation, pour atteindre un record de 20 000 milliards de dollars au printemps 2008, soit plus d'une fois et demie la taille du système bancaire américain régulé ou encore un tiers du PIB mondial. Le développement excessif des dérivés de crédit, notamment les CDS et les CDPC<sup>(4)</sup>, a été le principal moteur de cette hypertrophie. Malgré la crise financière de 2007, le *shadow banking* pesait encore 16 000 milliards de dollars au printemps 2010, à comparer



**CHRISTOPHE NIJDAM, ANALYSTE SECTEUR BANCAIRE CHEZ ALPHAValue,**

leader européen de la recherche indépendante sur les valeurs paneuropéennes, depuis sa création en 2008. Membre de la SFAF, il a débuté sa carrière en 1979 au Crédit Lyonnais New York comme analyste financier puis *corporate banker*. En 1983, il rejoint le siège du CCF pour cofonder l'activité de dérivés taux et devises, avant de repartir aux États-Unis comme représentant financier de la direction des marchés des capitaux. En 1989, il devient directeur général États-Unis du Crédit du Nord avant d'intégrer l'équipe du *Nouvel Économiste* en 1992, en tant que vice-président du conseil d'administration en charge des affaires financières. Il crée en 1994 CapitalAction, dont il est également associé-gérant. Maître de conférences à Sciences-Po Paris de 1998 à 2008, il continue d'intervenir en *executive master finance* d'entreprise et marchés des capitaux depuis 2001.

Les propos de l'auteur n'engagent que lui et ne sauraient constituer une opinion d'AlphaValue.

aux 13 600 milliards du système bancaire américain.

Alors que le système bancaire traditionnel repose sur la collecte de dépôts au travers d'un réseau de guichets pour se financer (*deposit funded hold to maturity lending*), le *shadow banking* se finance en bout d'une chaîne complexe d'intermédiaires (*originate to distribute lending*) qui émettent des instruments négociables sur le marché monétaire (billets de trésorerie, ABCP/*asset backed commercial paper*, repos/pension livrée, etc.) et sur le marché obligataire (MTN/*medium term notes*, obligations, etc.) placés auprès d'OPCVM, compagnies d'assurance, caisses de retraite, prêteurs sur gages, véhicules de titrisation *ad hoc* (SIV<sup>(5)</sup>), fonds d'investissements à effet de levier (*hedge funds*), etc. (voir schéma 2, page 35).

Conséquence de la dérégulation du financement de l'économie, le *shadow banking* recouvre ainsi un spectre d'acteurs financiers très divers, d'une utilité économique allant du meilleur au moins bon : des OPCVM monétaires qui se financent uniquement sur fonds propres (société d'investissement « à capital variable », ou SICAV) aux *hedge funds*, dont certains ont usé et abusé de l'effet de levier de la dette procurée par le système bancaire régulé. Autant les premiers, résultant d'une spécialisation apportant des bénéfices économiques à l'économie réelle, devraient

## Ce qui était à l'origine une crise d'illiquidité du *shadow banking* s'est propagé au système bancaire régulé en retour de manivelle des lignes de crédit de *back up* consentis par les banques aux SIV : l'arroseur arrosé.

► être plus justement classés sous l'appellation de système bancaire « parallèle », autant les derniers, parasitant la dérégulation, méritent leur appellation de « banquiers de l'ombre ».

Alors que les OPCVM monétaires américaines<sup>(6)</sup> ont enregistré une forte décollecte, passant d'un plus haut de 3 800 milliards de dollars en 2008 à 2 700 milliards d'actifs sous gestion en juin 2011<sup>(7)</sup>, les *hedge funds* sont revenus dès 2010 à des encours supérieurs (2 000 milliards) à ceux d'avant la crise (voir graphique 3, page 35).

Les acteurs bancaires régulés, au travers de leurs organes de représentation auprès des pouvoirs publics comme la FBF, appellent désormais à la régulation du *shadow banking*, mais sans grande conviction. Car, d'une part, la majeure partie du système bancaire « parallèle » (OPCVM, compagnies d'assurance, caisses des retraites) est déjà régulée et, d'autre part, les véritables « banquiers de l'ombre » (SIV, *hedge funds*) sont des appendices à part entière – voire les meilleurs clients – de certains de ces mêmes acteurs bancaires (par exemple, la BNP a racheté les activités de *prime brokerage* à Bank of America pendant la crise, et la Société Générale dédie des équipes de *global coverage* aux *hedge funds*, une clientèle importante pour la rentabilité de sa BFI). Certaines de ces banques ont utilisé toute la panoplie des

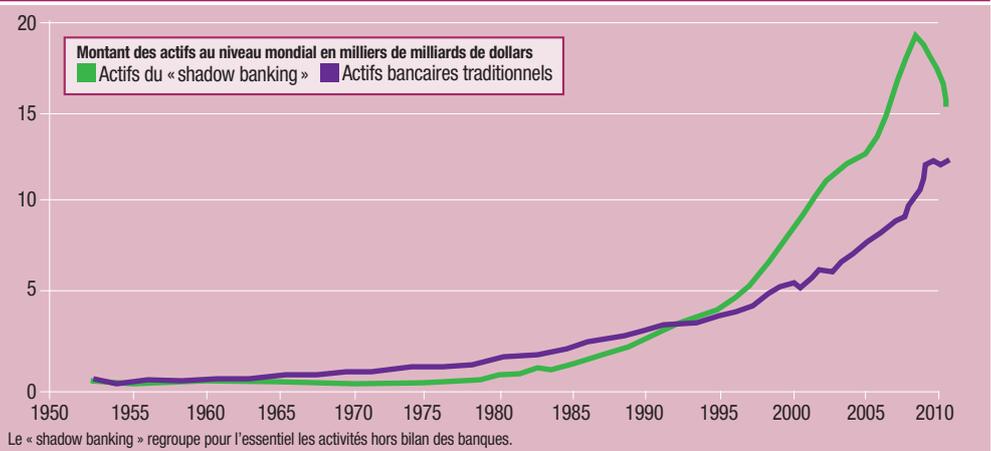
produits « structurés » et des véhicules de titrisation comme outils de transformation débridée pendant la période de montée en crise 2003-2007, tout autant à l'actif qu'au passif, mais de préférence en hors-bilan. Ce qui était à l'origine une crise d'illiquidité du *shadow banking* s'est propagé au système bancaire régulé – en retour de manivelle des lignes de crédit de *back up* consentis par ces mêmes banques aux SIV<sup>(8)</sup> : l'arroseur arrosé.

Alors, faut-il réguler le *shadow banking*, notamment les *hedge funds*? La réponse est clairement oui, mais certains soulignent que ce n'est pas souhaitable car cela ne ferait que délocaliser ailleurs ces activités. Un argument qui, en forçant le trait, revient à dire qu'en réprimant les trafiquants de drogue ici, on ne les élimine pas, on déplace le problème à un autre endroit, autant les gar-

der à l'œil – et au chaud – près de nous... Autre possibilité : éliminer la demande de drogue pour effondrer le besoin d'offre. Traduite à l'univers bancaire régulé, cette solution consiste à couper simplement le cordon ombilical entre les banques et le *shadow banking*.

Écoutons l'économiste Michel Aglietta : « Avec la concentration supplémentaire du secteur financier qui a découlé de la crise, il y a une vingtaine de banques dans le monde interconnectées par leurs relations de contreparties qui comprennent le crédit interbancaire et les positions croisées hors bilan. Ces banques sont étroitement liées aux 200 plus gros *hedge funds* qui pèsent 80 % des actifs sous gestion des 8 000 à 10 000 *hedge funds* qui existent aujourd'hui. Soit les banques d'affaires les détiennent, soit elles en sont les « sponsors », soit elles sont leurs *prime brokers* et leur fournissent la liquidité,

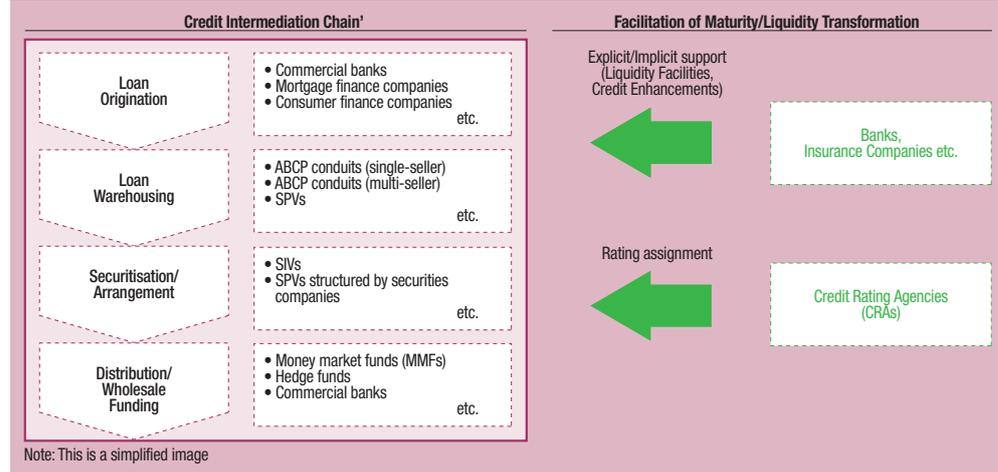
### 1. DÉVELOPPEMENT DU SHADOW BANKING



Source : CNUCED, Réserve fédérale américaine.

**Faut-il réguler le shadow banking? La réponse est clairement oui. Traduite à l'univers bancaire régulé, la solution consiste à couper le cordon ombilical entre les banques et le shadow banking.**

## 2. SYSTÈME DU SHADOW BANKING



Source : Conseil de stabilité financière, avril 2011.

le financement du levier, les services de recherche financière, la conservation des titres et la tenue des comptes. Vu le risque de contrepartie considérable, cet ensemble forme un risque systémique important<sup>(9)</sup>. » Ou encore le sociologue Paul Jorion : « Techniquement, il est facile de mettre en application ces mesures et de

circonscrire le *shadow banking*. Il suffirait par exemple d'une injonction demandant aux chambres de compensation type Clearstream d'interrompre les transactions financières entre la France et les îles Caïmans ou encore d'interdire les transactions financières inutiles comme les paris sur les fluctuations de prix<sup>(10)</sup>. » Et Paul Jorion, hélas, d'ajouter : « Mais la tolérance politique et réglementaire accordée aux centres financiers *off shore* s'explique par une volonté politique d'offrir de l'optimisation fiscale et un positionnement concurrentiel aux entreprises locales vis-à-vis des entreprises étrangères. Et il n'est pas certain que la volonté politique soit présente car, tant en France qu'en Allemagne, les échéances électorales se préparent. » Rappelez-moi qui a dit : « Là où il y a une volonté, il y a un chemin... » ? ■

(1) *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff report n° 458, July 2010.

(2) Shadow Banking: scoping the issues, Financial Stability Board, 12 April 2011.

(3) The financial crisis of 2015, an avoidable story, Oliver Wyman, 2011.

(4) CDPC, credit derivative product company, véhicule non régulé de titrisation de CDS, un concept d'assurance de crédit similaire aux monoline financial guarantee companies, type MBIA, Ambac, FGIC, CFG, FSA, etc.

(5) SIV, Structured Investment Vehicle, véhicule non régulé de titrisation où une partie du secteur bancaire régulé a déversé certaines de ses prises de risque les plus inconsidérées.

(6) Le refinancement en dollar des banques européennes est dépendant de ces US Money Market Funds, dont 47% des actifs sous gestion à fin juillet 2011 étaient investis dans du papier bancaire européen court terme (dont 14% pour les seules banques françaises), d'après l'agence de notation Fitch.

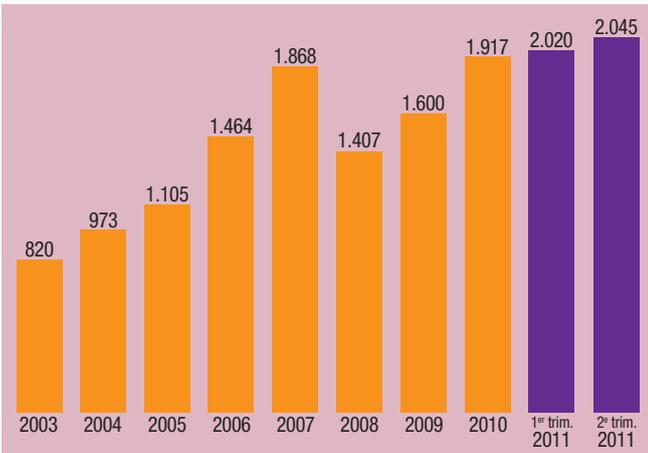
(7) Investment Company Institute, www.ici.org.

(8) The international propagation of the financial crisis of 2008 and a comparison with 1931, BIS Working Papers n° 348, July 2011.

(9) « Finance parallèle, un maquis à ordonner », L'Agefi, 17 février 2011.

(10) « Le shadow banking pousse les banques vers l'abîme », Trends.be, 23 mai 2011.

## 3. ACTIFS DES HEDGES FUNDS (EN MILLIARDS DE DOLLARS)



Source : Hedge Fund Research.