

**Compte-rendu de la réunion du Groupe des Normes Comptables
du Centre des Professions Financières**

Séance du mercredi 17 Février 2016

Présents : Philippe ADHEMAR, Président du Groupe des Normes Comptables, Robert BACONNIER, Alexandre BULLIER, Michèle FORMAGNE, Yves FRANCHET, Sylvie FRONTEZAC, François GENOT, Patrick IVENS, Jean-Pierre MAUREAU, Patrick MORDACQ, Jean-Jacques PERQUEL, Christian PLAETEOUET, David TANG

Invité : Monsieur Jean-Michel NAULOT

Excusés : M. Régis de LAROULLIERE, M. Didier MARTEAU, M. Jean-Paul MILOT, M. Jean-François LEPETIT

Intervention de Monsieur Jean-Michel NAULOT

« Sommes-nous à la veille d'une nouvelle crise financière ? »

Lors des grands G 20 de 2008- 2009, des engagements précis avaient été pris pour corriger les excès de la finance. Une douzaine de grands chantiers très lourds ont été conduits depuis 7 ans, en Europe et aux Etats-Unis, de la supervision des banques aux normes comptables.

Le bilan est cependant très inégal, insuffisant. L'hypertrophie de la finance, c'est-à-dire le déséquilibre entre la sphère financière et l'économie réelle, n'a pas été corrigée.

Quel chemin a été parcouru ? Que faire pour éviter une nouvelle crise ? Est-il trop tard ?

Tel va être le sujet de notre discussion.

1. La crise

Les innovations financières étaient en général légitimes mais elles ont toutes été détournées de leur objet initial. Dans une tribune en 1995, j'avais évoqué le risque de voir s'établir un "gigantesque casino mondial de la finance"... mais avec le recul on se rend compte que les menaces de l'époque étaient bien faibles par rapport à celles qui existent aujourd'hui. Dans cette période, entre le début des années quatre-vingt-dix et 2007, on a libéralisé à outrance, y compris en Europe sous l'impulsion du Commissaire Mc Creevy qui avait promis au moment de son investiture de se demander tout au long de son mandat s'il ne réglementait pas trop !

Entre 2010 et 2015, c'est un mouvement inverse qui s'est mis en route dans le fil des G20, notamment sous l'impulsion du Commissaire Barnier.

La crise de 2007-2009 a présenté trois caractéristiques :

- Elle n'a pas été anticipée : en ce mois d'août, dans les banques et chez les régulateurs, chacun sentait que le sol tremblait sous ses pieds alors que quelques semaines plus tôt l'indice VIX qui mesure le stress des marchés était à son plus bas historique. On était dès cette époque en pleine crise systémique, les titres *subprimes* ne s'échangeaient plus sur les marchés.
- Alors que la période précédant la crise avait été marquée par une grande abondance de liquidités et par une offre de crédit quasi gratuite, tout s'est arrêté dès le lendemain de la chute de Lehman Brothers. La crise de liquidités a été extrêmement brutale.
- La transmission de la crise financière à l'économie réelle a été immédiate. En France, plusieurs groupes du CAC 40 ont été au bord de la faillite. Arrivent ensuite les deux G20 de 2009 qui vont donner une feuille de route très précise. Et pourtant, sept ans après, on n'a fait qu'une petite partie du chemin (pour schématiser : environ 1/4 du chemin aux USA, 1/3 en Europe).

2. Les différents chantiers

Pour les banques, on compte 6 chantiers.

Les très grandes banques sont systémiques pour de multiples raisons : leur taille, parfois proche du PIB national, les encours de dérivés dans leur hors bilan (les 4 grandes banques françaises ont des encours représentant 40 fois le PIB national), leur interconnexion, y compris avec le shadow banking, leur fragilité traditionnelle (la transformation repose depuis toujours sur la confiance).

a) Renforcer les fonds propres et introduire des ratios de liquidité

Pour l'orateur, il s'agit d'une simple remise à niveau car il faut prendre en considération le fait que les fonds propres sont rapportés aux encours pondérés, non au total de bilan, sur la base de modèles internes, ce qui donne un ratio beaucoup plus favorable (autrefois on avait le ratio Cooke, lisible par tous).

b) L'union bancaire

Avec 3 chantiers distincts : supervision, résolution, et mutualisation des dépôts.

L'extension de la supervision de la Fed aux banques d'investissement et de la BCE aux banques européennes (hors Royaume Uni) a été extrêmement utile.

En revanche, l'orateur exprime des doutes sur le volet européen de la résolution pour plusieurs raisons : risque d'un effet systémique lorsque l'on affirme de manière trop catégorique la fin du bail out, lorsque l'on envisage de mettre à contribution les déposants au-delà de 100 000 euros, lorsque l'on met sur pied un système de décision qui ressemble à une usine à gaz. Les Américains sont beaucoup plus pragmatiques (Janet Yellen pour rassurer les investisseurs : "il est prématuré de parler de la fin du bail out").

Le volet mutualisation des dépôts est bloqué par les Allemands. Plutôt que de chercher à mutualiser, il serait peut-être plus utile, en France et en Allemagne, d'augmenter la garantie des dépôts (250 000 \$ depuis 2010 aux Etats-Unis au lieu de 100 000 euros en France).

c) Le chantier "structures des banques"

Avec 2 volets : l'interdiction de la spéculation pour compte propre (*prop trading*) et la séparation bancaire (banques de dépôts / banques d'investissements) ou la filialisation des produits les plus complexes, les plus risqués, comme le souhaitait le Commissaire Barnier afin de rendre ces produits plus coûteux et de les isoler). Mais ce projet est très certainement mort.

d) Le chantier des dérivés

Ces produits sont systémiques, notamment en raison de leur volume inchangé depuis 2007 : 800.000 milliards de dollars (10 fois le PIB mondial) en intégrant tous les marchés.

Avant la crise 90% des dérivés étaient traités sur les marchés de gré à gré, totalement opaques. On a créé des chambres de compensation pour assurer la bonne fin des opérations. Encore faut-il bien les contrôler alors que la moitié des opérations en euros sont traitées à Londres, que le principe du "bail in" est affirmé et que l'apport de liquidité en cas de difficulté n'est pas traité par la BCE.

Les produits de taux et les matières premières passent par ces chambres. Ce n'est le cas que de 15 à 20% des CDS. Les dérivés de change ne passeront pas par les chambres. Des dérogations sont prévues pour les industriels et de manière très étonnante pour les *hedge funds* gérés à Londres (déclaration de la FCA, le régulateur britannique).

Au total, on considère que 50 % des produits dérivés passeront *in fine* par les chambres de compensation. Un accord vient d'être trouvé avec les Etats-Unis pour harmoniser les appels de marges (qui seront comme il se doit plus stricts sur les marchés de gré à gré que pour les chambres de compensation).

Initialement, il avait été prévu un registre européen unique donnant une vision globale du risque. Il y a finalement 6 registres en Europe... et ce sont les Américains (DTCC) qui vont enregistrer 90% des opérations traitées en Europe. L'idéal serait un registre mondial, par exemple sous l'égide de la BRI.

Une question assez inquiétante demeure : que se passerait-il en cas de problème sur une chambre de compensation ?

e) Les hedge funds

Un sujet qui peut également être systémique comme on l'a vu à plusieurs reprises dans le passé.

Selon le régulateur britannique, 12 % des hedge ont un effet de levier supérieur à 50! Selon le régulateur britannique, les *hedge funds* gérés à Londres sont tous domiciliés dans des paradis fiscaux.

Lors de la négociation de la directive, des voies se sont élevées au Parlement européen pour limiter les effets de levier, organiser des contrôles “at any time” et “on site” (c’est-à-dire dans les paradis fiscaux). Sans succès, de même que n’a pas été retenue l’idée de faire contrôler les plus gros fonds par l’ESMA.

Ces mesures étaient simples et efficaces mais on ne l’a pas fait.

3. Les autres points

a) Le trading à haute fréquence

Il peut être procyclique, systémique (*flash crash* le 10 mai 2010).

Il représente 50 à 60 % des transactions de marché aux Etats-Unis et en Europe. Or 90 % des ordres (parfois 98%...) sont immédiatement annulés. Ces pratiques sont proches de l’abus de marché (déceler avec un temps d’avance ce que vont faire les autres acteurs). Que faire ? On a évoqué un délai de latence, la taxation des ordres annulés, des ratios entre ordres entrés et ordres annulés, une modification des pas de cotation (nombre de chiffres après la virgule)... Rien n’a été fait pour le moment si ce n’est de vérifier la robustesse des systèmes en place. A noter que l’entrée en vigueur de MIFID 2 vient d’être reportée à 2018.

b) Les marchés d’actions

Rien de changé. La régulation mise en place en novembre 2007, alors que nous étions déjà en crise, restera en place jusqu’en 2018 (50% des transactions continueront d’ici là à être traitées sur des plateformes opaques).

c) Les matières premières

S’agissant des matières premières, 85 % des transactions sont le fait d’acteurs financiers, ce qui était interdit jusqu’en 1992 (depuis la crise de 29). Résultat, ces marchés peuvent présenter des caractéristiques systémiques (pétrole ?). Il y avait des idées simples et efficaces dans le texte initial de la Commission : la transparence hebdomadaire des positions spéculatives les plus importantes, des limites de position gérées par l’ESMA, un enregistrement de tous les acteurs, sans exception : rien de cela n’a été retenu. Des milliers de limites de positions en fonction de la liquidité des contrats seront mises en place par le régulateur national, une usine à gaz, et des dérogations multiples existeront. Ce sont donc, pour l’instant, au moins jusqu’en 2018, des marchés non régulés.

Aux USA le système des limites de position a été balayé par le tribunal de New York dès le lendemain de la promulgation des règles.

d) Les ventes à découvert

Avant l'entrée en vigueur du texte européen en 2012, la régulation était un véritable trou noir. De grands progrès ont été réalisés à l'image des Américains qui ont durci fortement les règles dès l'automne 2008.

Le vendeur doit s'assurer de pouvoir emprunter les titres et doit les livrer dans les 48h. Il est prévu un dénouement obligatoire de la transaction si les titres n'ont pas été livrés quatre jours après la date normale. Toutefois, les Anglais continuent à négocier des dérogations sur le dénouement obligatoire, pourtant très strict aux Etats-Unis, et les ventes intra-day, qui représentent l'essentiel des transactions, restent peu contrôlables, d'autant que le marquage des opérations n'est pas préalable à la transaction comme aux Etats-Unis mais intervient *a posteriori*.

e) Le shadow banking

Il représente officiellement 25 % de la finance mondiale mais B. Cœuré a évoqué récemment 38 %. Il recouvre des activités peu régulées et d'autres qui ne le sont pas.

Les fonds monétaires : aux USA ils sont à valeur constante sauf crise grave ce qui a par exemple conduit le Trésor à donner sa garantie pendant un an après la faillite de Lehman (en raison du *run*). En Europe, la moitié est à valeur constante, l'autre à valeur variable. La solution aurait été d'interdire les fonds à valeur constante mais cela n'a pas été fait. On a décidé de recourir à des *gates* en cas de panique, comme pour des *hedge funds*...

Les prêts et emprunts de titres : un encours qui serait de 20.000 milliards de dollars. Aucun registre n'existe. De plus, le droit des titres est différent en France et dans les pays anglo-saxons. Le FMI estime qu'à un instant donné un même titre peut être revendiqué par deux acteurs et demi !

Il est clair que pour le shadow banking on n'a pas fait ce que l'on devait faire...

5 derniers points :

- Le marché du carbone : cela ne fonctionne pas parce que l'offre de quotas est décidée 15 ans à l'avance, alors que la demande varie constamment en fonction de la conjoncture, du climat, des énergies fossiles. Un vrai fiasco alors qu'il aurait été tellement plus simple de décider d'une taxe carbone européenne.
- Agences de notation: leur rôle s'est accru du fait de la régulation prudentielle, avec la pondération des risques.
- Les bonus : rien n'a bougé aux USA. Au UK on tourne autour du pot. Des progrès sensibles en Europe continentale.
- Les normes comptables : la convergence avec les US GAAP, prévue par le G20 pour septembre 2011, a été abandonnée, ce qui ne facilite pas la lecture des bilans, notamment dans le secteur financier. Des efforts ont cependant été faits pour porter

remède au problème de la procyclicité soulevé au moment de la crise : de nombreuses opérations logées dans le trading book, souvent à tort pour une raison prudentielle (moins consommation de fonds propres), se sont retrouvées en forte perte avec la baisse des marchés et l'application stricte de la *fair value*, d'où un effondrement des fonds propres. Le régulateur prudentiel a réduit ces possibilités d'arbitrage et le régulateur comptable a introduit la possibilité de prendre davantage en considération le long terme (IFRS 9 à la place de IAS 39).

Conclusion :

La gouvernance internationale est à revoir :

- le G 20 ne parle plus de régulation. Elle est déléguée aux banques centrales via le Conseil de stabilité financière, présidé par Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre....
- Le Comité de Bâle agit sous le contrôle des gouverneurs. Il n'y a pas de représentants de l'autorité politique (juste un observateur de la Commission).
- Le Conseil des risques systémiques, qui fonctionne très bien sous l'autorité du Secrétaire au Trésor aux Etats-Unis avec quinze personnes, réunit une centaine de personnes en Europe, sous la présidence du Président de la BCE, sans aucun représentant de l'autorité politique...

Sommes-nous à la veille d'une nouvelle crise financière ?

En 1929 et en 2007 trois facteurs étaient réunis :

- l'abondance des liquidités, fragilisant le système financier. Aujourd'hui, la création monétaire par les banques centrales est considérable (avant 2007, elle était le fait des banques avec un effet de levier parfois très élevé). Les liquidités s'investissent dans les actifs financiers à risque, rémunérateurs.
- une dette privée très importante. Aujourd'hui elle est historiquement très élevée, aussi bien privée que publique (doublement de la dette globale en 20 ans).
- La régulation avait un retard très important, en 1929 et en 2007. Et c'est encore le cas aujourd'hui.

En outre, la croissance mondiale ralentit fortement depuis la dernière crise, car la productivité baisse et la dette pèse sur l'investissement. Le décalage avec des marchés fortement valorisés s'agrandit.

En résumé, on aurait pu faire des réformes beaucoup plus significatives, sans déstabilisation de la finance. On a perdu une occasion et on risque de le regretter.