

## Agnès Bénassy-Quéré, seconde sous-gouverneure, Banque de France La finance non bancaire : des contours flous, des risques croissants, un encadrement réglementaire lacunaire

- Des contours flous

Il n'y a pas de définition précise de la finance non bancaire, encore appelée finance parallèle ou shadow banking par les Anglo-saxons, et celles que l'on en donne sont le plus souvent par la négative (ce qui n'est pas bancaire). Néanmoins, on estime que plus de la moitié des encours du système financier (qui représente près de 500.000 milliards de dollars) sont détenus soit par des compagnies d'assurance et des fonds de pension, deux activités fortement encadrées depuis la crise de 2008, soit, à hauteur d'environ 150.000 milliards de dollars, par d'autres intermédiaires financiers : fonds d'investissement, organismes de titrisation, sociétés de financement (crédit-bail...), trusts, courtiers ou autres.

Au niveau mondial, l'encours non bancaire a été multiplié par deux en dix ans (2011-2021) et celui des fonds d'investissement par trois. Dans le même laps de temps, la part des banques dans l'encours total a progressivement diminué.

Les situations sont cependant très contrastées d'un pays à l'autre. Au Luxembourg ou encore en Irlande par exemple, le shadow banking est archidominant. En France, le non bancaire représenterait 33 % des encours financiers, dont un peu moins de la moitié aux mains des fonds d'investissement, mais les connexions sont importantes entre les banques et la finance non bancaire.

Les apports de la finance non-bancaire pour l'économie réelle sont importants en termes d'intermédiation, de diversification ou de financement. Par exemple, les compagnies d'assurance et les fonds d'investissement européens détiennent presque 800 milliards de dettes émises par des entreprises françaises, soit une part significative du total (2.400 milliards). Quant aux fonds européens de capital investissement (private equity), ils sont valorisés 1.000 milliards d'euros alors que la capitalisation boursière des actions en Europe varie entre 6.000 et 8.000 milliards d'euros.

- Des risques croissants

Mais les chocs récents ont mis en évidence les fragilités de la finance non bancaire, avec, à chacun des épisodes critiques, un trait commun : une liquidité insuffisante.

En mars 2020, en raison du confinement, on assiste à un quasi-gel du marché monétaire européen qui nécessitera l'intervention de la Banque centrale européenne. En France, la décollecte est massive (55 milliards d'euros entre mars et avril) concernant les fonds monétaires à valeur liquidative variable.

En mars 2021, le family office Archegos, non réglementé par la Securities and Exchange Commission, tombe,

alors que ses actifs se montaient à environ 10 milliards de dollars. Le fonds, dont l'effet de levier était important, intervenait essentiellement sur des total return swaps et était très exposé à une poignée d'entreprises technologiques cotées. Les banques systémiques, qui intervenaient auprès du fonds en tant que prime brokers, ont enregistré 10 milliards de dollars de perte, dont 5,5 milliards pour le seul Crédit Suisse. L'impact sur le capital réglementaire (ratio common equity tier one) de Crédit Suisse et Nomura, les plus exposées, a été significatif.

Au printemps 2022, la guerre en Ukraine amplifie les hausses de prix du pétrole, mais surtout du gaz et de l'électricité. La hausse des appels de marge payés par les producteurs d'énergie est spectaculaire : Uniper en Allemagne, Wien Energie en Autriche ou encore Axpo en Suisse ont dû bénéficier d'aides de leur Etat.

En septembre de la même année, la présentation du « mini-budget » par Liz Truss, la Première ministre britannique, entraîne une hausse significative du rendement des titres du Trésor britannique. Les fonds de pension locaux, qui optimisaient leur gestion actif-passif (liability-driven investment) avec des opérations de prise en pension (repo) et des swaps, sont confrontés à des appels de marge en hausse en raison de la perte de valeur du papier (titres souverains) apporté en garantie et sont obligés de céder des titres du Trésor, entretenant la chute des cours. La Banque d'Angleterre a dû intervenir en achetant des titres d'Etat.

Les risques portés par la finance non bancaire, amplifiés par les effets de levier et les chocs de liquidité, peuvent être d'ordre systémique (des effets sur les bilans de tous les acteurs) en raison des interactions avec le système bancaire.

Les fonds d'investissement portent un risque intrinsèque en raison de l'asymétrie de liquidité entre l'actif et le passif. Le fait que la composition des portefeuilles des fonds soit de plus en plus semblable (tout se passe comme si on avait affaire à un fonds unique) génère un risque systémique.

En l'absence d'un encadrement adapté, les chocs infligés à la finance non bancaire peuvent se transmettre au reste du système financier, altérer le financement de l'économie et nécessiter l'intervention des prêteurs en dernier ressort que sont les banques centrales, ce qui pose la question de l'aléa moral.

- **Un cadre réglementaire lacunaire**

Les règles ne sont pas absentes du monde de la finance non bancaire, mais elles s'appliquent activité par activité. Les fonds monétaires, par exemple, sont déjà encadrés et pourraient l'être bientôt davantage : nature des titres détenus, poche de liquidité, mécanisme anti-dilution comme le swing pricing (ajustement de la valeur liquidative), droits d'entrée et de sortie, frais au rachat... Mais il ne s'agit que de mesures microprudentielles (on protège avant tout l'entité concernée et/ou ses clients) qui ne prennent pas en considération l'interconnexion avec le reste du système financier.

Les règles existantes, par ailleurs, ont échoué à prévenir les derniers chocs. Il manque notamment au corpus en place la prise en compte des comportements collectifs, le fait d'intégrer que des acteurs refusent d'appliquer des dispositifs à leur main (outils de gestion de la liquidité par les gestionnaires d'OPCVM monétaires par exemple) par crainte de stigmatisation, le fait que certains acteurs soient mal préparés à certains chocs (hausse spectaculaire des appels de marges...), ou encore l'exploitation de données fiables et complètes.

C'est pourquoi des réflexions sont en cours - au Conseil de stabilité financière (FSB), à l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV/IOSCO), à l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), au Comité européen du risque systémique, à la Commission européenne -, qui visent à élaborer des règles et des outils (dont certains seraient à la main des autorités) selon une approche macroprudentielle. Ces règles viendraient s'ajouter à la couche microprudentielle.

La mise en place de tests de résistance de l'ensemble du système financier à tout une série de chocs permettrait d'affiner l'approche macroprudentielle et de mieux calibrer les nouveaux dispositifs.

Des développements seront consacrés à l'approche macroprudentielle de la réglementation dans la Revue de la stabilité financière de la Banque de France de décembre 2023.

- **Questions**

### **A propos de l'équilibre entre la réglementation de la finance non bancaire et la bonne marche de l'économie**

Il manque des données agrégées et mondiales qui permettraient de calibrer les règles de façon que cet équilibre soit optimal. Les acteurs de la finance non bancaire sont de deux à trois fois plus nombreux que ceux de la banque : les contrôler tous en étant aussi intrusif qu'avec les banques nécessiterait des armées de contrôleurs.

A propos d'un manque d'initiatives européennes, notamment de la part de la Banque centrale européenne Ce n'est pas le cas. Le cadre général de la réglementation non bancaire est au minimum européen, sinon mondial, avec notamment le Conseil de stabilité financière (même si ses préconisations n'ont pas force de loi). Dans l'Union européenne, l'Union des Marchés de Capitaux progresse, par exemple avec une convergence des droits nationaux de la faillite.

### **A propos de secteurs qui seraient laissés en friche**

Les fonds ouverts, avec la question de l'asymétrie actif-passif, constituent l'une des priorités. Cependant, il s'agit moins de se lancer dans une surenchère réglementaire et de savoir qui doit être encadré que de trouver les bons outils (les données en font partie) permettant d'avoir une approche globale.

### **A propos des règles imposées aux banques en matière d'ESG et de l'appel d'air que cela pourrait créer pour les acteurs non bancaires**

Le problème principal tient davantage au fait que les règles en matière d'ESG sont très inégalement appliquées selon les pays. De manière plus générale, il est vrai que les contraintes imposées aux banques après la crise de 2008 ont favorisé l'essor de la désintermédiation. Mais la désintermédiation est aussi voulue : l'Union des Marchés de Capitaux vise à diversifier les canaux de financement, au bénéfice de l'économie. Cela plaide pour un meilleur encadrement des acteurs de la désintermédiation.



# COMPTE-RENDU MATINALE

21 novembre 2023

## A propos de la finance décentralisé (Defi) ou désintermédiée

Ce secteur est encore très modeste par sa taille. Les banques centrales, et notamment la BCE, sont à la manœuvre, par exemple en élaborant des monnaies numériques de banque centrale de gros qui pourraient servir d'actif de règlement sûr des transactions effectuées à partir de chaînes de blocs ou à des paiements transfrontaliers. Les paiements, qui portent des risques très systémiques, devront faire l'objet d'une attention soutenue de la part des autorités de contrôle et des législateurs.