UCLouvain

LOUVAIN
School of Management

Louvain School of Management

Réguler l'ensemble des activités financières non-bancaires serait-il vu comme la solution appropriée pour contenir les risques relatifs à l'instabilité financière ?

Confidentiel

Auteur : Pierre Colin
Promoteurs : Denis Knaepen & Christophe Lejeune
Année académique 2018-2019

Avant-Propos

Après une année à la *Louvain School of Management*, un semestre d'échange à St. Gallen University et enfin 6 mois de stage à Tokyo, ce mémoire recherche sur la thématique du Shadow Banking marque la finalisation de ce master en *International Business (IB)*, riche en apprentissage et expérience. Ce travail est en vérité le fruit de plus d'un an et demi de recherche et d'analyse, me permettant de mieux cerner le concept du Shadow Banking, mais de la finance plus globalement.

J'aimerais en premier lieu remercier tous les experts qui m'ont apporté leur l'aide dans ces recherches, autant sur l'aspect des interviews que dans la recherche en elle-même. Leur support m'aura permis d'écrire la partie pratique de ce mémoire, me donnant l'opportunité de développer une vision plus critique et réaliste de ce sujet.

Enfin je voudrais aussi remercier mon promoteur et co-promoteur de mémoire : Messieurs Knaepen et Lejeune pour leur soutien et leur précieux conseils.

Table des Matières

Cadre théorique (1) : Que représente le Shadow Banking ?

Introduction 01

Chapitre 1 : *Définition et fonctionnement* 04

I. Définition et explication du concept 04
- a. Taille du Shadow Banking 04
- b. Raisons de son développement 05
- c. Définitions du Shadow Banking 05
- d. Quelle approche choisir ? 06

II. Principe de base 07
- a. Intermédiation de crédit : les quatre aspects de l'intermédiation 08
- b. Différence avec la banque traditionnelle – Intermédiation dans le SB 09

Chapitre 2 : *Les acteurs et les activités du Shadow Banking* 14

I. Les acteurs Principaux sur Shadow Banking 14
- a. Les banques traditionnelles 15
- b. Money Market Fund (MMF) 17
- c. Les fonds d'investissement 23
- d. Quelles sont ces activités et marchés si risqués ? 25

II. Les OFIs, Other Financial Intermediaries 28

Chapitre 3 : *Pourquoi le Shadow Banking est-il vu comme un danger pour la stabilité financière mondiale ?* 29

I. Le Shadow Banking et son rapport avec le risque systémique 29
- a. Qu'est-ce que le risque systémique ? 29
- b. Rôle du risque systémique durant la crise de 2008 30
- c. Liens entre le Shadow Banking et le risque systémique 31
  - i. Dangers du Shadow Banking 32
  - ii. Sa taille 32
  - iii. Sa régulation 33
  - iv. Complexité 33

II. Le taux 0%, condition nécessaire pour maintenir le système à flot 34
- a. Le risque d'une augmentation des taux 35
- b. Le monde de la dette a augmenté 35
- c. Position actuelle par rapport au Shadow Banking 37
- d. Relever les taux ne mène pas toujours au krash 37

Cadre pratique (II) : comment réguler le Shadow Banking ?

Chapitre 4 : De la problématique à l'élaboration de la question de recherche 40

I. Contexte de recherche 40
II. Méthode de recherche 41
III. Entretiens semi-directifs 42
IV. Collecte des données 43
V. De la problématique à l'élaboration des hypothèses 44

Chapitre 5 : Les réelles préoccupations du Shadow Banking 46

I. Objectifs et constatations primaires des entretiens 46

II. La non-uniformisation des définitions du Shadow Banking 47
a. Shadow Banking ou intermédiation non-bancaire ? 47
b. Quelle définition choisir ? 49
c. Consolidation 51

III. Quels rôles pour quelle institution ? 52
a. Le Shadow Banking, un secteur non régulé ? 52
b. Niveau national 53
c. Interactions et Régulations à l'échelle Européenne 55
i. ESRB 56
ii. ESMA 56
iii. BCE 57
iv. Commission Européenne 57
d. International 58
e. Que doit-on en conclure ? 58

IV. Réalités sur les risques du Shadow Banking 59
a. Risque de liquidité et de rédemption 59
b. Les positions sur les produits dérivés synthétiques 60
c. Le « Step-in risk » 62
d. Le risque systémique 62

Chapitre 6 : Comment réglementer le Shadow Banking ? 64

I. Réponse à la question de recherche 64
II. La non-réglementation du Shadow Banking 64
a. Avantages 65
b. Contre argument 65
III. La régulation complète, un irréalisme ? 66
a. Solution 66
b. Contre argument 67

IV. Mise en place des directives et régulations progressives 68
a. Solution ? 68
b. Contre argument 70
c. Conclusion 71

Chapitre 7 : Limites et points de discussion 73

I. Limites 73
II. Perspectives d'avenir et recommandations 74
a. Prochaine crise 75
b. Uniformisation ou fragmentations nationales ? 75
c. Sans opinion 75
d. La digitalisation 76
e. Une croissance plate 76
f. L'importance de l'écologie 76
g. Recommandation finale 76

Bibliographie 78

Annexes 85

I. Guide d'entretien 85
II. Entretiens 87
a. Entretien 1- Jean 87
b. Entretien 2- Eric 96
c. Entretien 3- Phillip (BNB) 109
d. Entretien 4- Christiant (Commission Européenne) 123
e. Entretien 5- François (BCE) 127
f. Entretien 6- Julia & Claudia (BCE) 140
g. Entretien 7- Florentin (Banque De France) 150
h. Entretien 8- Geroen (FSMA) 162

Liste des Abréviations

ABCP : Asset Backed Commercial Paper

ABS : Asset Backed Security

AIF : Alternative Investment Funds

BIS : Bank for International Settlement

BCE : Banque Centrale Européenne

CBO : Collateralized Bond Obligation

CDO : Collateralized Debt Obligation

CE : Commission Européenne

CLO : Collateralized Loan Obligation

CP : commercial paper

CSF : Conseil de Stabilité Financière

EBA : European Banking Authority

ETF : Exchange-Traded Fund

FCP : Fond Commun de Placement monétaire

FED : Federal Reserve, ou Banque Centrale des Etats-Unis

LCR : Liquidity Coverage ratio

MBS : Mortgage Backed Security

MMF : Money Market Fund

MNTs : Medium Term Notes

MUNFI : Monitoring Universe of OFI

NSFR : Net Stable Funding Ratio

Repo : Repurchase Argeement

RMBS : Residential Mortgage Backed Security

SEC : Security and Exchange Commission

SIFI : Systematically Important Financial Institution

SIV : Special Investment Vehicle

SPV : Special Purpose Vehicle

Introduction

Dix années après la dernière crise financière des « subprimes », pouvons-nous prétendre être à l'abri d'un prochain krach ? Selon les plus optimistes, l'économie mondiale reprend des couleurs, les leçons ont été assimilées et de nouvelles régulations ont été mises en place. Notre économie serait dorénavant plus apte à faire face à un choc du système financier. Selon l'OCDE, la croissance mondiale devrait progressivement se relancer. Nous sommes dans une perspective de croissance modérée pour 2018-2019, 3,9% de croissance mondiale (IMF, 2018). Prenons toutefois en compte que les risques financiers relatifs au crédit sont à suivre de près, mais les investissements et les échanges se relancent doucement. La confiance des investisseurs redevient progressivement positive. Malgré ces prévisions, est-il réaliste de penser que les dernières crises sont maintenant loin derrière nous ?

Deux perspectives s'opposent alors. Pour certains la croissance mondiale s'essouffle, et elle pourrait bien avoir atteint son pic. Mais la Banque Mondiale soulignait en juin 2018 une stabilité des prévisions à long terme (Banque Mondiale, 2018). Dans une autre perspective, les sujets tels que le Brexit, la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis, ou la forte croissance de la dette privée en Chine laissent planer le doute sur une vision positive de l'avenir de notre économie mondiale sur le long-terme.

C'est en faisant le tour de la presse que l'on comprend que la réalité est un peu plus compliquée qu'elle en n'a l'air. « La finance mondiale renoue avec les excès ». « Les germes de la prochaine tempête financière » titre le Monde en juillet 2017. « Dix ans après 2007, une autre crise reste possible » souligne le journal Le Soir en août de la même année. Plusieurs thématiques reviennent et semblent devenir des sujets inquiétants. La dette des ménages américains est en train de croître à un rythme important, et comme lors de la dernière crise, ces dettes sont majoritairement « titrisées », c'est-à-dire regroupées dans des obligations plus ou moins risquées. La fragilité du système bancaire italien inquiète, tout comme sa dette publique qui ne cesse de croître. Cela fait maintenant 10 ans que la Chine ne cesse d'accroître le nombre de crédits privés pour relancer son économie, entrainant des surcapacités de production. Finalement, les pays émergents tels que le Brésil, le Venezuela ou l'Afrique du Sud dépendent directement de cette production. Ces pays pourraient-ils devenir les premières victimes d'un ralentissement de l'économie chinoise ? (Le Monde, 2017)

Bien que le sujet de la dette soit souvent d'actualité, ces cas semblent traiter de thèmes différents. Leur point commun : le Shadow Banking, ou « finance de l'ombre, finance parallèle,

finance fantôme ou même zones d'ombres. Ces différentes appellations nous laissent penser qu'il s'agit de problèmes différents, ce qui est partiellement faux. C'est pourquoi ce mémoire aura pour but de mettre en lumière le monde du Shadow Banking, c'est-à-dire l'ensemble des institutions non-bancaires, échappant aux radars des régulateurs, mais agissant de manière similaire aux banques.

Bien que ces banques de l'ombre participent pleinement au financement de l'économie mondiale, elles pourraient se transformer en bombe à retardement plus tard. Suite aux multiples régulations contraignantes, les banques ne fournissent que de faibles rendements aux investisseurs. C'est pourquoi ceux-ci cherchent maintenant à transférer leurs placements vers cette finance plus opaque via la titrisation de prêts, leur permettant d'engranger de plus grands bénéfices. Le Shadow Banking est en train de prendre une place de plus en plus considérable dans le monde de la finance. Sa taille était évaluée à 99.000 milliards de dollars en 2017. En quoi cela pose-t-il problème ?

Contrairement aux banques traditionnelles, ces institutions ne collectent pas de dépôts, ce qui veut dire qu'en cas choc sur les marchés, elles n'auront ni garantie de l'Etat, ni recours aux liquidités d'une Banque Centrale, de quoi faire chuter l'économie mondiale par effet de contagion.

Ce mémoire comprend deux parties : une théorique, l'autre pratique.

La partie théorique est structurée en trois chapitres. Le premier donnera la définition et le fonctionnement du Shadow Banking, le second mettra en lumière les risques liés à la finance de l'ombre dans son ensemble et enfin le troisième chapitre identifiera les principaux acteurs de la finance parallèle et détaillera les activités les plus courantes faisant croître les finance de l'ombre. Enfin, la partie pratique consistera à recueillir et analyser un ensemble d'entretiens semi-directifs d'experts issus de différentes organisations financières nationales, mais aussi Européennes.

Partie 1, partie théorique : Qu'est-ce que le Shadow Banking ou finance de l'ombre ?

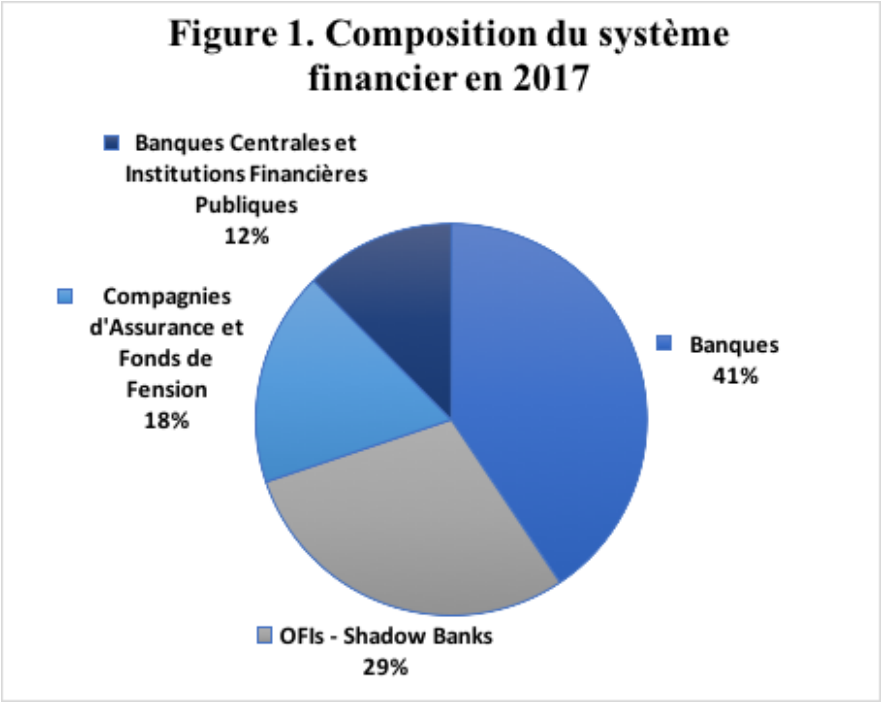
Chapitre 1 - Définition et fonctionnement

I. Définition et explication du concept

a. Taille du SB

Depuis 2002, le conseil de stabilité financière a tenté d'évaluer la taille du Shadow Banking permettant de mieux évaluer les risques sous-jacents. En 2002, le SB était évalué à 27.000 milliards $ tandis qu'avant la crise de 2007, le Shadow Banking était estimé à 60.000 milliards $. Sa taille continue à préoccuper le monde de la finance puisque depuis la crise financière, elle n'a cessé de croître. Elle approchait en 2017 les 99.000 milliards $. Plus concrètement, en 2017, le Conseil de Stabilité Financière soulignait que le Shadow Banking représentait 29 % du secteur financier dans son ensemble, alors que le milieu bancaire représentait 41 %, une proportion non-négligeable.

Figure 1. Composition du système financier en 2017



(Financial Stability Board, 2018)

En résumé, sa taille a presque quadruplé en treize ans. Au lendemain de la crise, les banques ont été les premières cibles de nombreuses régulations visant à contenir les risques systémiques propres à la finance mondiale. Sachant qu'il est potentiellement source de danger bien plus important que toutes les précédentes crises. Comment le Shadow Banking a-t-il pu se développer au lendemain du krach de 2008 ?

b. Raisons du développement du SB

Depuis la crise de 2007, l'objectif des régulateurs a été d'améliorer la supervision du milieu bancaire traditionnel afin de mieux superviser et de réduire les risques des banques traditionnelles. Ces nouvelles régulations ont toutefois eu de profondes conséquences sur l'importance des banques classiques dans le financement de l'économie mondiale.
A la suite de la crise, il était nécessaire que les banques soient capables de répondre aux demandes de financement des entreprises. Ces institutions en étaient-elles toutefois capables ? L'assainissement de ces banques devait respecter des contraintes en capitaux propres, en ratio (tels que le NSFR ou LCR par exemple). Par conséquent, l'apport du milieu bancaire traditionnel dans la croissance et le financement de l'économie mondiale est depuis la crise devenu de plus en plus limité.
Le Shadow Banking s'est dès lors positionné comme une alternative crédible permettant de fournir les liquidités nécessaires à l'économie. Bien que le canal de financement traditionnel soit toujours le plus important dans le monde de l'intermédiation bancaire, il se retrouve toutefois de plus en plus bouleversé par la croissance plus conséquente de ces institutions non-bancaires, sources de risques, entre autres systémiques (Mellios, Pluchart, Larosière & Chambon, 2015).

De par son opacité et sa constante évolution, le Shadow Banking reste un secteur dont les limites restent difficiles à cerner. Sa définition étant souvent sujette à divers débats, il sera donc important de le décrire avec précision afin d'éviter une mauvaise interprétation à son sujet.

c. Définitions du Shadow Banking

Pourquoi garder la définition large ?

Le terme « Shadow Banking » est apparu pour la première fois en 2007, lorsque l'économiste américain Paul McCulley cherchait à décrire les institutions financières non-bancaires qui alimentaient et aggravaient les bulles et les crises. Il s'agissait en fait d'institutions financières se comportant de la même manière qu'une banque traditionnelle, mais n'ayant pas d'accès à la liquidité d'une Banque Centrale ni à des garanties de crédit du secteur public (Tobias, Ashcraft, Boesky & Pozsar, 2010). Non régulées, ces « non-banques » sont susceptibles d'être à l'origine de la prochaine crise en raison du risque systémique qu'elle

comporte. Mandaté par le G20, le Conseil de Stabilité Financière a tenté d'établir en 2010 une définition plus appropriée du concept dans le but d'établir une surveillance approfondie des Shadow Banks (ou banques de l'ombre), sources de différents risques pour la stabilité financière mondiale. Elle a ainsi établi deux types d'approches du Shadow Banking : une approche large et, ensuite une approche restreinte (« Narrow measure »).

Dans l'approche large, le CSF a établi deux dimensions permettant de définir ce concept : par entité et par activité.

I. Par **entité**, on cherche à retenir les institutions assurant les fonctions premières d'une banque se situant en dehors du système bancaire traditionnel. On y retient donc la collecte de fonds et l'intermédiation de crédit.

II. Par, **axe par activité,** on inclue les prêts de titres, la titrisation ainsi que les opérations de pension. Le CSF est parvenu à combiner ces deux approches en définissant le Shadow Banking comme « l'ensemble des opérations d'intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités (entières ou partielles) en dehors du système bancaire réglementé ». Selon cette méthode, la finance de l'ombre était évaluée en 2014 à 80.000 milliards $ (CSF, 2017).

Depuis 2014, le CSF propose une approche restreinte, appelée « Narrow Maesure », visant plutôt à sélectionner les entités d'intermédiation non-bancaires « susceptibles d'engendrer un risque systémique » (Conseil de Stabilité Financière, 2017). Ainsi, un nombre important d'entités et d'activités ont été retirées de la sphère du Shadow Banking. Ce secteur est maintenant évalué à 99.000 milliards $.

d. Quelle approche choisir ?

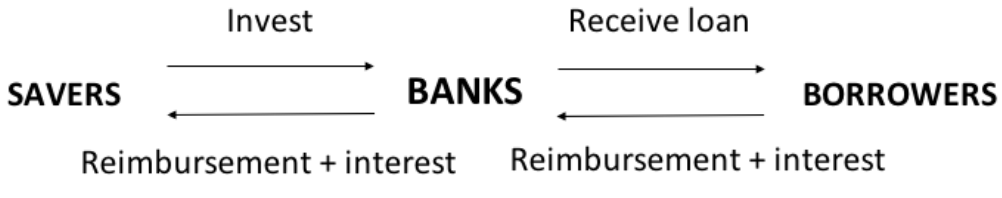
Dans ce mémoire nous aborderons principalement l'approche globale de la finance de l'ombre pour diverses raisons. D'une part, cette mesure permet une meilleure comparaison des données de chaque rapport depuis 2002. La mise en place de la surveillance du Shadow Banking par le CSF a commencé en 2011. C'est d'ailleurs cette méthode qui a permis de constater que le monde du Shadow Banking a presque quadruplé depuis que les recherches ont été initiées.
D'autre part, bien que ces recherches soient récentes et que ces marchés sont opaques, le rapport du CSF de 2015 explique que les chercheurs doivent faire face à un manque important de données disponibles. En effet, comme ces institutions non-bancaires n'ont que très peu

d'obligations en termes de transparence, les collectes de données deviennent ainsi extrêmement difficiles à réaliser. Il est par conséquent important d'évaluer ces résultats avec beaucoup de prudence. Le premier danger serait de sous-évaluer la taille et l'ampleur de la finance de l'ombre. Une harmonisation de la définition ainsi que de la méthode employée pour l'évaluer permettrait toutefois une meilleure analyse de la taille et des risques relatifs au Shadow Banking.

II. Principe de base

Le Shadow Banking comprend les institutions se trouvant hors du système bancaire traditionnel, mais ayant le même « core business » c'est-à-dire l'intermédiation de crédit.
Mais en quoi cela consiste-t-il ? Ce système est composé de trois acteurs : les Epargnants, les Banques et les Emprunteurs. Les banques reçoivent des dépôts de la part des épargnants qui serviront ensuite à prêter des liquidités aux emprunteurs. Le capital circule, des individus ayant un surplus, vers ceux qui sont en déficit (ou qui ont besoin d'un financement). La présence d'institutions telles que les Banques Centrales, les centres de dépôts ou les garanties gouvernementales assure la stabilité du secteur.

Figure 2. Principe d'intermédiation de crédit



(CSF, 2016)

Il est effectivement nécessaire de comprendre le mécanisme d'intermédiation bancaire en profondeur, car il permettra de mieux saisir l'importance du risque relatif aux produits tels que l'ABCP, ABS ou CDO (Girasa, 2016). L'intermédiation de crédit est séparée en deux domaines : celui de la banque traditionnelle et celui de la finance de l'ombre.
Bien que le principe reste le même, leur fonctionnement diffère sur certains points. Il est important de comprendre le système traditionnel pour saisir les particularités du Shadow Banking.

a. Intermédiation de crédit : les 4 aspects de l'intermédiation

Dans le système bancaire traditionnel, l'intermédiation de crédit se décompose en 4 activités :

a. Le transfert du risque crédit : le risque de défaut étant vu comme le risque que l'emprunteur n'honore pas le remboursement de son prêt ; l'initiateur du prêt cherchera à transférer ce risque vers une tierce personne, un investisseur par exemple, afin de diminuer la marge de risque relative à ce prêt.

b. La transformation de maturité : il est ici question d'obtenir un prêt court terme permettant d'investir dans un actif long terme. Les liquidités que la banque prêtera aux emprunteurs proviennent des excès de liquidités en provenance des épargnants. Il peut donc s'agir d'un compte d'épargne ou d'un livret par exemple. Bien que cela crée des liquidités pour les épargnants, l'intermédiaire s'expose alors à des risques de « rollover ».

c. La transformation de liquidité : ce concept est semblable à la transformation de maturité. Cela consiste à utiliser les passifs liquides dans le but d'acheter des actifs moins liquides et plus difficiles à vendre, par exemple un prêt. Le danger de cette pratique réside dans des retraits massifs de dépôts (Banque de France, 2008). Cela peut s'illustrer dans un cas de crise de liquidités, moment où la majorité des épargnants veulent récupérer leurs fonds afin d'éviter d'essuyer des pertes trop importantes.

d. Effet de levier : l'investisseur va chercher à s'endetter en empruntant pour acheter des actifs dans le but élargir les possibilités de gains sur un investissement.

Toutefois, lorsque le taux d'endettement devient supérieur au taux de rendement de l'actif, l'investissement n'est plus rentable, ce qui entraine un effet levier négatif. Cela s'appelle l'effet Boomerang (Kiesler, Mathog, Pool & Howenstine, 1971).

L'apport de garanties de liquidités ou de crédit tierces, souvent présenté sous forme d'options, améliore l'intermédiation de crédit. C'est pourquoi les garanties apportées par le secteur public permettent de renforcer cette pratique. Il peut s'agir, par exemple, de ventes de crédits ou de liquidités fournies par une assurance-dépôts ou éventuellement un accès aux

liquidités d'une Banque Centrale. Nous verrons plus tard que les institutions non-bancaires ne bénéficieront pas de cet avantage.

b. Différence avec la banque traditionnelle – Intermédiation dans le Shadow Banking

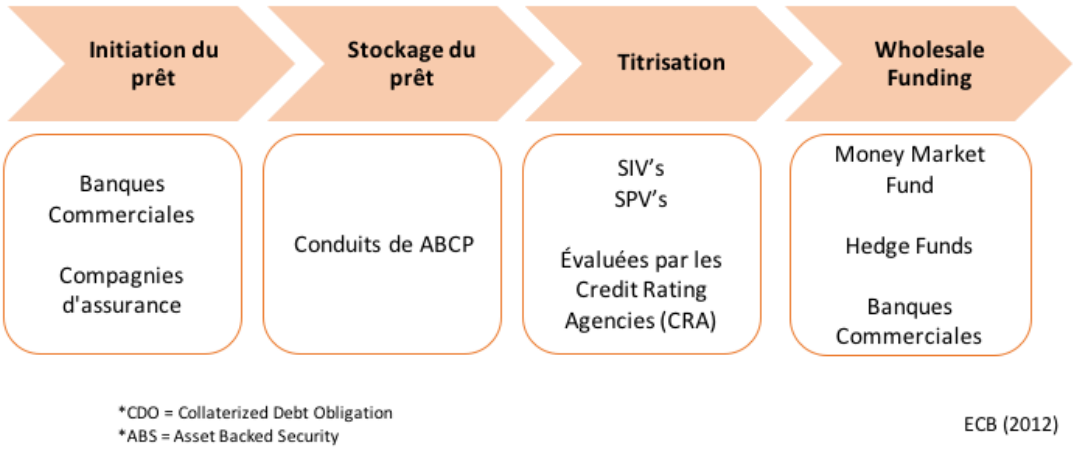
Les opérations de titrisation appartenant au monde de la finance de l'ombre participent largement au principe d'intermédiation de crédit. Il est toutefois important de nuancer l'intermédiation de crédit de la banque traditionnelle de celle du Shadow Banking.

Selon Pozsar Z. et Adrian T., le « Shadow credit intermediation » regroupe toutes les activités d'intermédiation étant implicitement ou indirectement améliorées, ou alors non améliorées par des garanties officielles. Les institutions actives dans l'intermédiation de crédit de l'ombre sont appelées Shadow Banks. Celles-ci pratiquent des transformations de crédit, de maturité et de liquidités sans pour autant avoir recours aux liquidités d'une Banque Centrale ou aux garanties de crédit d'un secteur public.

La première différence entre les deux systèmes est que dans le Shadow Banking, les fonds d'épargnants ne sont pas placés dans les banques, mais dans des Fonds Communs de Placement monétaire (FCP), ou des fonds semblables, plus communément appelés MMF.
Ces fonds sont investis dans le passif des Shadow Banks, proposant différents types d'ancienneté et de durée[1]. Par conséquent, les institutions de dépôts ne sont plus les seules sources de prêts fournis aux emprunteurs. Ces fonds peuvent aussi provenir d'institutions financières. Dans ce système, chaque étape est respectée dans un ordre strict. Au nombre de sept, ces étapes doivent être vues comme le fractionnement vertical du processus d'intermédiation de crédit dans le système traditionnel. Ces étapes se basent sur les quatre activités fondamentales de l'intermédiation de crédit.

[1] En d'autres termes, la séniorité et la durée correspond au risque et au return relatif à l'investissement.

Figure 3. Étapes principales de l'intermédiation non-bancaire



1. Création du prêt ou « Loan origination »

C'est le processus dans lequel un emprunteur demande un nouveau prêt. La création du prêt est réalisée par une institution financière et est financée par des billets de trésorerie (« commercial papers »), des obligations ou bien par des Medium Term Notes (MTNs). Il peut s'agir de prêts automobiles, de leasing, ou de prêts hypothécaires non-conformes.

2. Stockage de prêt ou Loan Warehousing

Ces compagnies financières vont ensuite vendre ces prêts à des « single » ou « multi-seller conduits ». Ils seront financés par les produits ABCP (Asset Backed Commercial Paper)[2]. Ce produit est semblable à un billet commercial à la différence qu'il est émis avec une échéance courte, d'un an ou moins. Au lieu d'être un billet à ordre non-garanti représentant une obligation, l'ABCP est garanti par un titre.

3. Emission de titre adossé à des actifs ou « ABS issuance »

Ces produits sont placés dans des produits structurés de placement (Special Investment Vehicles), qui sont des conduits qui rendent le billet de trésorerie (CP) plus risqué. Le placement de ces produits au sein de conduits permet de faire disparaître le produit du bilan

[2] Ce type de produit peut directement être associé aux prêts immobiliers qui lors de la crise n'étaient pas conformes aux yeux des GSE (Government Sponsored Entities) telles que Fannie Mae ou Freddie Mac.

de l'entreprise émettrice. Le fait qu'il n'apparaisse plus dans ses états financiers lui permet de libérer son bilan et d'embellir ses ratios financiers.

Lors de cette étape, ces prêts sont regroupés (« pooling en anglais)[3] et structurés sous forme d'ABS par des courtiers (ou autres). C'est à partir de cette étape que le produit devient « titrisé ».

4. Stockage d'ABS ou « ABS warehousing »

Ces ABS sont vendus et ensuite stockés par d'autres intermédiaires qui se financent au moyen du marché « Repo » ou du rendement sur les SWAP.

5. Emission de CDO à travers l'ABS ou « ABS CDO issuance »

Lors de cette étape, les courtiers se chargent de regrouper et de structurer les ABS dans les CDO (collateral debt obligation) qui peuvent être vendues par tranche aux investisseurs. Chacune de ces tranches varie selon le risque, le « return » et la maturité. Les tranches appelées « senior » sont les plus sûres car elles bénéficient de ce que l'on appelle le « first loss protections ». En d'autres termes qu'elles ont la priorité sur la garantie en cas de défaut. A l'opposé, les « tranches junior » sont plus risquées mais bénéficieront toutefois de taux de coupon plus élevés pour compenser le risque. Ce principe de séniorité est appelé « waterfall of losses »[4].

On appelle ce produit « CDO » car les actifs tels que les prêts, les obligations ou les hypothèques faisant parti de ce produit sont des titres de créance qui servent de garantie ou de collatéral pour le CDO. « CDO » est en fait le terme générique regroupant les CDO, CLO et enfin CBO. La différence entre ces produits relève simplement de la nature de l'actif en question. Il est toutefois possible de générer des CDO synthétiques. Ce sont des produits dérivés qui permettent seulement de vendre le risque de crédit d'un ensemble d'actifs, ou une partie de celui-ci. Cela permet de garder l'actif dans le bilan.

6. Intermédiation ou ABS intermediation

[3] Le terme pooling signifie en anglais le fait de rassembler des actifs pour transformer ce pool en titre.
[4] Cette expression réfère à la priorité de remboursement des investisseurs en cas de défaut de l'entité financière. Les premiers cash flows sont destinés aux tranches senior, et ensuite au junior.

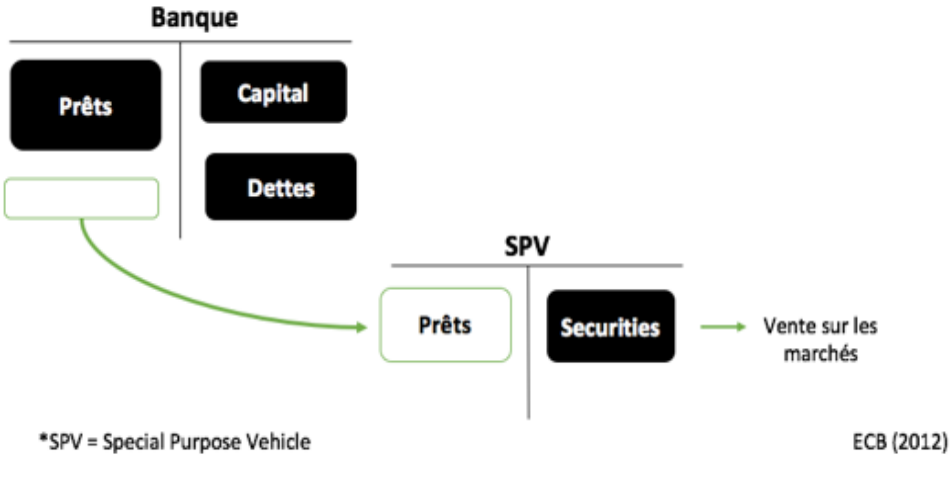
Ensuite, les véhicules d'investissement structurés (SIV's), des sociétés financières à objet limité (LPFC's) ou des fonds spéculatifs, s'occupent de réaliser l'intermédiation d'ABS. Cette opération est la plupart du temps financée soit par des « Repo's », des ABCP's ou des obligations.

7. Le Financement de gros ou « wholesales funding »

Le financement de toutes ces activités intermédiaires se fait sur les marchés de financement en gros par des intermédiaires du marché monétaire, régulés ou non. Il peut donc s'agir de MMF ou de fonds de trésorerie.

Ces investisseurs financent les Shadow Banks au moyen de Repo, de billets de trésorerie (CPs), ou d'ABCP. Il existe toutefois d'autres acteurs finançant ces Shadow Banks comme les fonds de pensions, les compagnies d'assurance investissant dans des MNTs[5] ou simplement dans des obligations.

Figure 4. Principe de titrisation



Dans tout type de marché ouvert (marché ouvert à tous les acteurs du système financier : gérants, banquiers, réassureurs et tout type d'instruments financiers), la stabilité du système

[5] « Medium Term notes » ou bon à moyen terme sont des titres de créance émis par des banques d'investissement pour des investisseurs

financier dépend majoritairement du mécanisme d'intermédiation de crédit comprenant le système traditionnel mais aussi celui de la finance de l'ombre (Lemma, 2017). Par conséquent, l'analyse par les régulateurs de conséquences négatives sur le marché des capitaux provenant de certaines opérations d'intermédiation peut être vue comme superficielle compte tenu de l'ampleur de l'intermédiation de crédit à travers le monde. C'est pourquoi une supervision de toutes les étapes de ce mécanisme permettrait d'éviter de grands dommages subis par des établissements de crédit ou d'institutions directement reliées au Shadow Banking. Nous reviendrons toutefois plus tard sur la question de la régulation de la finance parallèle, lors de la seconde partie (Lemma, 2016).

Chapitre 2 - Acteurs et activités du Shadow Banking

Nous avons identifié à travers le chapitre 2 les raisons pour lesquelles les régulateurs s'intéressent et s'inquiètent de plus en plus à la finance de l'ombre ; sa taille, sa régulation, sa complexité, son opacité et finalement son caractère pro-cyclique. Ce troisième chapitre aura pour but de décrire les différents types d'entités impliquées dans le Shadow Banking system. Par la suite, nous chercherons à illustrer les différentes pratiques et activités au sein du Shadow Banking. Il est en effet simpliste de penser que le Shadow Banking ne se décline qu'en une seule activité. C'est pourquoi il est important de comprendre quelles sont les pratiques qui contribuent à la croissance du risque financier à travers le monde.

Même du point de vue des grandes institutions telles que l'IMF ou le CSF, définir de manière claire et concise les limites du Shadow Banking reste un défi majeur. Il nous est pour le moment compliqué de déterminer qui est directement ou indirectement impliqué dans ce secteur d'activité financière et le risque potentiel sous-jacent.
Il sera par ailleurs tout aussi nécessaire d'identifier les marchés sur lesquels ces institutions sont actives. Cela ne sera toutefois pas suffisant pour conclure ce chapitre. Il est en effet important de comprendre en quoi ces marchés peuvent devenir de réels tremplins au développement de la finance de l'ombre à travers le monde.

I. Les acteurs principaux du Shadow Banking

Cette section énumèrera les types d'institutions actives dans ce secteur ainsi que leur degré d'implication. Il sera par ailleurs aussi nécessaire de décrire le degré avec lequel ce type d'institution est généralement impliqué dans la finance de l'ombre. Cela permettra au lecteur de comprendre qu'il n'y a pas une unique manière de participer au développement du Shadow Banking. Chaque type d'institution a son propre degré d'implication dans le Shadow Banking mais aussi un niveau différent de risque pris dans cette industrie.

a. Les banques traditionnelles

i. Activités

La frontière entre le milieu de la banque traditionnelle et la finance de l'ombre reste bien difficile à cerner. Bien que vues comme en dehors de cette industrie, les banques traditionnelles participent directement ou indirectement au développement de la « finance parallèle ». Il n'y a pas une seule et unique manière de participer au Shadow Banking. Voici les différentes formes de participation des banques dans les activités du Shadow Banking :

- Elles participent au **processus d'intermédiation** des produits provenant de la finance de l'ombre en facilitant la transformation de liquidité et maturité.

- Elles peuvent **émettre des titres**, ou inversement directement investir dans des produits émis par des Shadow Banks.

- Elles peuvent proposer des services (tels que les **lignes de crédit**), pouvant servir d'alternative à l'usage du REPO market (voir plus loin dans le chapitre). Autrement dit, les banques participent au Shadow Banking en permettant à ces institutions de financer leurs futurs investissements.

- Certaines sont aussi actives dans la **garantie de fonds**. Elles se portent donc garante lorsqu'un préteur demande un appel de marge lors d'un appel de fonds par exemple.

Cette interaction pourrait être perçue d'un bon œil puisque les deux secteurs semblent être complémentaires dans le financement de l'économie globale, et en plus capable de coopérer. Il est toutefois préférable de ne pas établir de conclusion hâtive, car cela signifie aussi que les banques partagent de nombreux risques avec le Shadow Banking.

ii. Interconnexion

Le conseil de stabilité financière a mesuré l'interconnexion entre les deux secteurs financiers en évaluant le risque crédit ainsi que la dépendance de financement entre les banques et les Shadow Banks. Autrement dit, lorsqu'il s'agit d'une exposition mutuelle entre les deux

industries (système bancaire et de Shadow Banking), les bilans sont combinés de sorte à comparer les actifs et passifs des banques à celles des Shadow Banks (CSF, 2016).

L'interconnexion ou le risque d'exposition entre les deux secteurs était à son pic entre 2007 et 2008, où le pourcentage d'actifs de chaque institution étant directement exposés l'un à l'autre s'élevait entre 7% et 10%.
Nous sommes revenus depuis fin 2016 à une situation de pré-crise (entre 2003 et 2006), où cette interconnexion s'élève à 5,4-5,6%, inférieure mais toujours considérable (CSF, 2017).

Le CFS rapporte que cette exposition ne dépasse pas les 5 % en moyenne dans chaque juridiction[6] La situation est quelque peu différente dans des pays tels que l'Irlande, la Belgique ou l'Inde dont l'exposition s'élève respectivement à 17 %, 12 % et 9 %. La question est d'autant plus pertinente lorsque les CFS mesurent l'exposition des banques (en termes d'actifs) de fonds provenant des Shadow Banks. On remarque alors que ce pourcentage s'élève à 21 % pour le Luxembourg, à 18% pour le Brésil et 14% pour l'Afrique du Sud. Sans conclusion hâtive, il est probable qu'il existe un lien entre la proportion d'usage d'actifs des Shadow Banks provenant du système bancaire traditionnel et l'exposition risquée de ces actifs bancaires par rapport à la finance de l'ombre.

Dans la plupart des analyses quantitatives fournies par le CSF et l'IMF, l'Irlande, le Brésil et le Luxembourg reviennent souvent dans le trio des pays à plus grands risques d'expositions entre les deux secteurs. La Belgique n'est pas à laisser pour compte car elle est considérée depuis 2015 par plusieurs organisations internationales (prendre autre que simplement la sources CFS) comme un des pays à risque avec une exposition des banques belges au Shadow Banking à 11% (CSF, 2016).

Cette interaction entre les banques et le Shadow Banking est d'abord vue comme le résultat d'une bonne diversification des fonds utilisés par les banques. Mais cela représente toutefois aussi un risque tout à fait considérable, non pas pour l'économie nationale mais pour l'économie globale.

[6] CSF : le Conseil de Stabilité Financière est un organisme qui a été créé en avril 2009 par le G20. Il regroupe 25 autorités financières

Prenons un exemple permettant d'illustrer comment l'interconnexion accroit les risques d'exposition des banques envers la finance de l'ombre. Lorsqu'une importante Shadow Bank (ayant un fort effet de levier et participant à la transformation de maturité et liquidité) emprunte auprès d'une ou plusieurs banque(s), une détérioration des crédits (affectant directement les appels de marge) pourrait précipiter l'effet de contagion, affectant d'autre banques. Le risque s'illustre à travers la contagion de nouveaux acteurs financiers en amont. Cet effet peut bien sûr se rependre à travers système bancaire dans son ensemble.

b. Money Market Fund

i. Définition

Les Money Market Fund ou fonds du marché monétaire sont des institutions financières agissant au nom de leurs clients, cherchant à investir dans des actifs très liquides à faible risque, plutôt stables tels que les bons du gouvernement, Commercial Paper (effets de commerce ou billet de trésorerie) ou des certificats de dépôt (EPFSF, 2014). Du point de vu des investisseurs ou des entreprises, les fonds communs de placement (FCP) sont considérés comme une alternative crédible aux banques traditionnelles en ce qui concerne la gestion de leurs liquidités (Ansidei, Bengtsson, Frison & Ward, 2012). L'avantage de ce placement est qu'il propose un taux d'intérêt (généralement en phase avec ceux du money market) plus intéressant qu'un compte d'épargne tout en permettant au client de retirer ses fonds à court terme (si besoin est). Rappelez-vous, dans le système bancaire classique la banque joue un rôle d'intermédiaire entre l'épargnant et l'emprunteur. Dans le cas du Shadow Banking, ce sont les FCP qui ont un rôle très important dans l'intermédiation de crédit. Dans ce cas-ci, les épargnants peuvent être des particuliers, des entreprises ou des institutions publiques cherchant des placements plus sûrs. De l'autre côté, les emprunteurs seront ceux qui visent un financement à plus longue échéance.

Les actifs gérés par les MMF étaient évalués lors du second trimestre 2011 à 1,830 milliards € pour les US et 1.150 milliards € pour la zone Euro. Cela s'explique par les régulations européennes cherchant à pousser les investisseurs à s'orienter plutôt vers les banques que les fonds de placement monétaire pour des placements à CT (IMF, 2010). Les principaux hébergeurs de FCP dans l'Union Européenne étaient à l'époque la France, le Luxembourg et l'Irlande. Selon les estimations de la BCE, ces fonds représentent environ 14 % des fonds d'investissement de la zone Euro. Le marché des REPO's est la source principale de

financement pour les USA et la zone Euro Lors de la fin de l'année 2008, ces actifs s'élevaient à 2,880 milliards €. Cela s'explique par le désir des investisseurs à s'orienter vers des placements plus sûrs tels que les fonds du trésor ou des dépôts de garantie. Nous reviendrons plus tard sur les motifs de la forte croissance des MMF lors de la crise de 2008 (Bakk-Simon, 2012).

ii. Fonctionnement

Les fonds de marché monétaire ont pour but de limiter les risques crédit, de marché et de liquidité, proposant des produits plus sûrs, justifiant des rendements généralement nettement inférieurs à la plupart des autres types de titres. La forte liquidité des titres gérés par ces institutions est due à son aspect court terme, l'échéance de ces produits ne dépassant pas 12 mois[7]. Les MMF misent sur une forte diversification des fonds investis, ainsi que sur les dettes les mieux notées par les agences de notation.

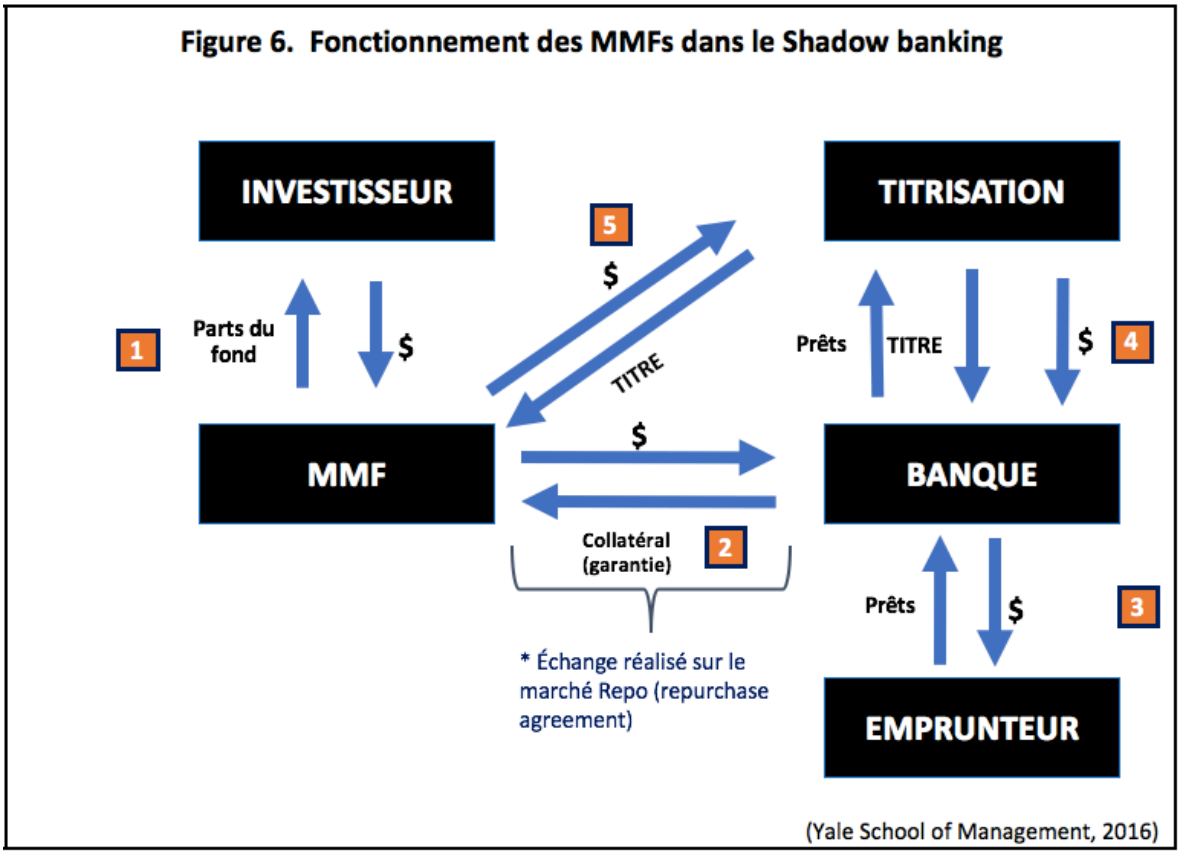
Revenons encore une fois vers la section relative à l'intermédiation de crédit dans le système bancaire traditionnel. Une des activités principales des MMF est la transformation de maturité. En tant qu'intermédiaire, le FCP joue un rôle d'intermédiaire entre le placement à Court Terme et le financement à Long Terme.

- **Financement à Court Terme :** concrètement, les particuliers, les entreprises ou le secteur public placeront leurs avoirs dans un MMF. Il s'agit ici d'importantes liquidités qui seront investies dans divers portefeuilles à faible risque. Cet investissement est caractérisé par un rendement plutôt faible, mais permet aux investisseurs de récupérer les fonds rapidement.
- **Financement à Long Terme :** sur base du financement à court terme les MMF investissent sur des produits diversifiés et à plus long terme tels que des obligations, des papiers commerciaux, des certificats de dépôt ou des investissements sur le REPO market émis par des entreprises, des banques, des courtiers ou des gouvernements. Ce qui caractérise ce financement à LT est principalement son faible risque ainsi que sa faible maturité. Selon la BCE, les banques ne dépendent pas directement des fonds

[7] Ces prêts étaient considérés comme plus risqués car ils étaient accordés à des personnes à plus faible revenus.

provenant des MMF, mais il subsiste un risque de dépendance pouvant être pallié par de nouvelles alternatives de financement.

Figure 6. Fonctionnement des MMFs dans le Shadow banking



iii. La loi 2a-7 et la faible régulation englobant les MMF

Le marché des FCP était avant la crise très peu régulé, la seule loi principale en application était la loi 2a-7 provenant de la loi sur les sociétés d'investissement datant de 1940, et modifiée en 1983 par la SEC. Se plier à cette loi était alors la condition sine qua non pour devenir un Money Market Fund plutôt qu'un fond obligataire à court terme. Cette loi exigeait certaines conditions en termes de :

- **Maturité** : l'échéance maximum est de 12 mois en Europe et de 13 mois aux Etats-Unis, cela dépend de la juridiction.
- **Composition de portefeuille** : les MMF doivent miser sur une forte diversification de leurs portefeuilles, pas plus de 5 % des actifs ne peuvent provenir du même émetteur (SEC, 2009).

La loi 2a-7 permet à ces fonds d'évaluer leurs actifs au coût amorti et non pas sur base de leur valeur de marché. La valeur de ces actifs est donc égale à la somme du coût d'acquisition

de ces actifs et de la prime adossée à la maturité du titre[8]. Cela obligea ces MMF à maintenir leur NAV (Net Asset Value) ou valeur liquidative constante à $1 par action. Mais quelle fut l'implication d'un tel mécanisme ?

iv. Breaking the Buck

Un MMF se caractérise principalement par la nécessité de conserver une valeur liquidative constante ou NAV de 1$ par action, c'est ce qu'on appelle la recherche du « stable Dollar ». La valeur liquidative correspond à la valeur des actifs d'un fond divisée par le nombre d'actions. Cette valeur est en théorie égale à 1 $ par action pour tous les MMF. Le terme de valeur liquidative constante signifie que le remboursement d'une action doit se faire à prix équivalent ou supérieur à sa valeur réelle (1 $) (Les Echos).

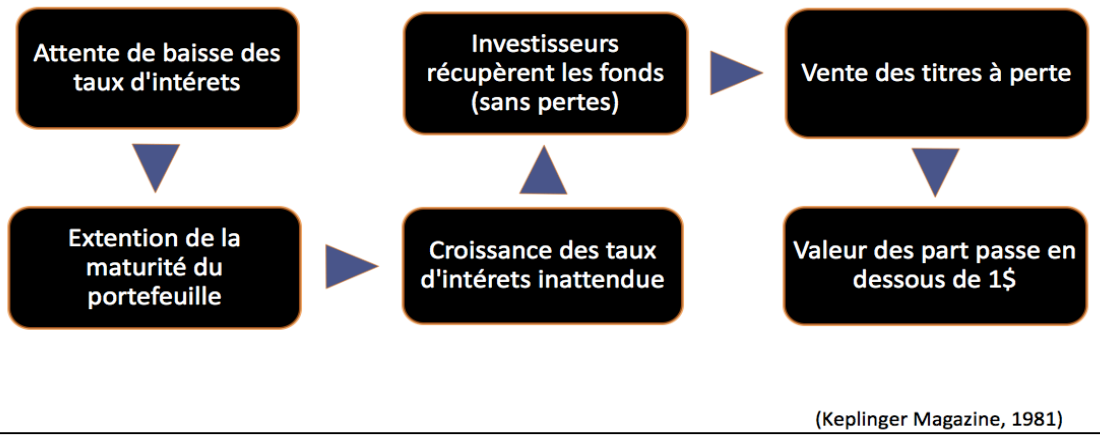
Cette valeur correspond donc à celle de l'entreprise divisée par le nombre d'actions. Légalement, le fond doit évaluer la valeur sur base journalière. Si elle dévie de $0,05, par conséquent de 5 % de sa valeur, le fond devra « casser le dollar ». Cela signifie que les investisseurs sont remboursés à une valeur inférieure à celle de l'action. Cet événement est plus communément appelé « Breaking the buck ». En d'autres termes, cela veut dire que les investisseurs perdent de l'argent puisqu'une partie de l'investissement initial (1 $) a disparu (Rice, 2012).

Étant donné que les placements dans les MMF sont perçus comme aussi sûrs que les placements d'épargne, dans quelles circonstances peut-on constater une telle déviation ? Il s'agirait du moment où ce fond se retrouve face à ce qu'on appelle un « Run », c'est-à-dire lorsque le fond n'est plus capable de faire face à la demande des investisseurs de récupérer leurs fonds. Comme les MMF sont spécialisés dans les titres à échéance court-terme, ils devraient donc être capable de rembourser les actionnaires sans problème de liquidités. Bien que peu probable, le risque n'est pas de zéro. La valeur des titres provenant des MMF est par théorie plutôt stable. Une forte et soudaine croissance des taux d'intérêts est susceptible de faire diminuer la valeur de ce type de fond en dessous de 1 $.

[8] La valeur du titre d'un MMF sous la loi 2a-7 est équivalente à la somme du Prix d'achat et de Prime relative à la maturité du titre.

Autant dire que cette situation est plutôt exceptionnelle, une telle déviation ne s'est produite officiellement que deux fois dans l'histoire. La première et non-officielle fut celle de First Multifund for Daily Income (FMDI) en 1978. Bien que le mécanisme soit complexe, l'idée sous-jacente est pourtant très simple. Le fond avait parié sur une forte baisse des taux d'intérêts dans les deux prochains mois, c'est pourquoi il a décidé d'étendre l'échéance d'un portefeuille de 70 jours afin de maintenir un haut taux d'intérêt. Mauvais choix, les taux d'intérêts ont finalement augmenté. Face à ce risque, les investisseurs ont bien sûr voulu récupérer leurs placements, poussant le fond à vendre ses titres à perte, celle-ci entrainant une diminution progressive de la valeur des parts de FMDI (Keplinger Magazine, 1981).

Figure 7. Breaking the Buck : Mécanisme de perte de valeur des parts d'un MMF



(Keplinger Magazine, 1981)

Ce schéma illustre très bien l'aspect double tranchant que peut avoir l'avantage du placement peu risqué. D'une part les placements dans les MMF sont devenus une alternative aux comptes d'épargne bancaire grâce à leurs taux d'intérêts avantageux. D'autre part ce fond s'expose à un gros risque lorsqu'il permet à ses clients de récupérer leurs mises à tout moment, entrainant une vente à perte et à « casser le dollar ».

La seconde déviation s'est produite en 1994, lorsque le Community Bankers US Governement Fund a décidé de placer une partie de ses fonds dans des titres à taux d'intérêts variables. Tous ces titres ont perdu leur valeur lorsque les taux d'intérêts ont augmenté, exposant le fond à de fortes pertes en capital. De nouveau, ce cas se réfère au schéma illustrant l'exemple de la première déviation de la valeur du titre.

v. Rôle des MMFs lors de la crise de 2008

Le troisième cas observé jusqu'à aujourd'hui est celui de la crise de 2008. Il est séparé en deux parties. La première se passa pendant l'été 2007, lors de la chute des « Subprimes » aux USA. Comme une grande partie des MMF avait été investie dans les Commercial Papers et ABS (prêts immobiliers), ils ont dû faire face à de lourdes pertes. La couverture provenant des sponsors et des banques permirent aux MMF de garder la tête hors de l'eau.

Le point culminant de cette dépression pour les MMF fut le 15 septembre, date à laquelle la banque d'investissement américaine Lehman Brothers fut déclarée en faillite (Lewis, 2015). Au même moment, les doutes concernant la solvabilité d'American International Group (AIG) furent accrus. Il fut annoncé deux jours plus tard qu'AIG avait alors besoin d'un renflouement de 80 milliards $. Le marché monétaire avait un manque de liquidité énorme. Une dizaine de MMF possédaient alors des titres de créance provenant de ces deux groupes en grande quantité. Au cours de la même semaine, les investisseurs retirèrent plus de 300 milliards $, ce qui représentait environ 40% des actifs de l'ensemble de ces fonds qui étaient donc proches de devoir casser le Dollar. Le 16 septembre fut le point culminant lorsque le « Reserve Primary fund » annula les dettes de $785 milliards de papiers commerciaux provenant de Lehman Brothers, et donc se retrouva obligé de casser à $0,97 par action et dû par conséquent faire faillite (Luhbi, 2008).

Le département du trésor lança alors un plan de garantie pour les actifs investis avant le 19 septembre dans le but de relancer le marché monétaire. Depuis lors, plus aucune faillite du Money Market Fund ne fut enregistrée. La réaction de la SEC fut d'amender la loi 2a-7 en 2010 afin de restreindre plus encore les conditions de liquidités, de la proportion de titres dans les portefeuilles, la réduction de maturité dans le but d'améliorer la fiabilité des portefeuilles détenus par les MMF.

vi. Lien avec le Shadow Banking

Maintenant que nous avons défini les contours des MMF, il est important de comprendre son implication dans le milieu du Shadow Banking. Selon le conseil de Stabilité Financière, les MMF sont vus comme ayant un rôle clé au sein de ce secteur, c'est pourquoi il est nécessaire de comprendre en quoi les MMF contribuent au développement du Shadow Banking et en quoi

leur activité représente un risque pour la stabilité financière mondiale. Les MMF représentent une source importante de financement à court terme sur le marché monétaire international.

- **La transformation de maturité** : il s'agit de l'exemple cité précédemment. Lorsqu'un MMF décide de prolonger l'échéance d'un ensemble d'actifs, il peut s'agir d'un mouvement risqué. S'il s'agit d'actifs risqués, on peut assister à un « run » de la part des investisseurs préférant retirer leurs fonds. En ne bénéficiant pas explicitement de garanties officielles, ces institutions s'exposent donc à un risque de manque de liquidité.
- **Le risque systémique :** les MMF sont un acteur important lorsqu'il s'agit de fournir des liquidités à travers le marché monétaire. Ils fournissent les fonds nécessaires aux banques. Leur lien étroit avec elles et les autres institutions contribuent au développement du risque systémique.

c. Les fonds d'investissement

Les fonds d'investissements sont considérés comme les acteurs majeurs du Shadow Banking[9]. Ils représentaient 38 % du total des actifs du Shadow Banking en 2016. Selon la Commission Européenne, un fond d'investissement consiste à collecter et rassembler les fonds de différents investisseurs avec l'objectif de les investir dans différents portefeuilles comprenant des actions, des obligations ou d'autres types de titres (Commission Européenne, 2018). L'ensemble des actifs provenant de ces fonds étaient estimés en 2016 à 37.600 milliards $ (CSF, 2017). Bien que ce type d'institution soit l'acteur majeur contribuant au développement du Shadow Banking à travers le monde, il est toutefois nécessaire de distinguer les différents types de fonds.

A - **Les private equity** ou fonds propres privés représentent plus de la moitié de l'ensemble des fonds d'investissement avec 51%. Il s'agit de fonds investissant généralement dans le capital ou dans les fonds propres d'entreprises non-cotées en bourse. De manière générale, le Private Equity cherchera à racheter les parts d'une entreprise pour restructurer la structure managériale. L'objectif est de réaliser une certaine plus-value dans une vision à moyen et long-terme. Ce qui caractérise ces institutions, c'est qu'elles entrent dans le capital de petites entreprises au moyen

[9] Il s'agit ici de la définition large du shadow banking émise pas le CSF, ces institutions sont appelées OFIs (Other Financial Intermediaries)

de l'investissement par endettement. Il s'agit encore une fois de transformation de maturité puisque le fond cherche à obtenir des liquidités à court terme afin d'investir à long terme dans l'entreprise pour la rendre profitable.

B - Les **Fixed Income Funds** ou fonds à revenus fixes sont des fonds d'investissement proposant aux investisseurs des placements bénéficiant de revenus fixes à intervalles réguliers (par mois par exemple) et généralement sous forme d'intérêts sur des bonds d'états ou des obligations d'entreprise. Comme son nom l'indique ces fonds proposent des revenus fixes, ce qui signifie que le risque est faible par rapport à des fonds à revenu variable. Ce type de placement fait face à des risques de modification des taux notamment dans une période inflationniste (augmentation des taux). Ces fonds représentent 22 % de l'ensemble des fonds d'investissements.

C - Enfin dans la troisième catégorie établie par le CSF, on retrouve les autres types de fonds qui ensemble, représentent 27% des « investment funds » actifs dans le Shadow Banking. Cette catégorie inclue d'autres fonds tels que les :

- **ETF** : ce sont des institutions financières proposant à leurs clients des titres dont la fonction est de suivre des indices d'autres produits financiers. Il peut s'agir de « tracking » de cours de bourse, d'un indice, ou autre. Ce titre se commercialise comme une action sur les marchés. Il se caractérise par une plus forte liquidité.

- **Hedge fund :** un hedge Fund (fonds alternatifs ou fonds spéculatifs) est une institution qui utilise différentes stratégies de levier dans le but d'obtenir de plus grands retours sur investissement. Ce type de stratégie se fait généralement à travers l'emprunt direct, la titrisation ou l'emprunt à travers le Repo market afin d'investir à plus longue maturité (transformation de maturité). Ce qui caractérise ces types de fonds, c'est le désir de dégager de très grosses marges sur leurs investissements à travers l'usage de produits dérivés (produits financiers dont la valeur dérive d'un actif sous-jacent) et de forts leviers, augmentant bien sûr les risques sous-jacents. Les hedge funds ne sont pas accessibles à tout le monde. Les particuliers ne sont, en effet, pas autorisés à effectuer des placements à travers ces institutions. Ces groupes sont aussi actifs dans la transformation de liquidité. Selon le comité européen du risque systémique, les hedge funds ainsi que les private equity sont des institutions nécessitant plus de régulation afin de palier à leurs risques de liquidités. La supervision et/ou régulation mis en place pour

ces fonds en Europe est appelé AIFMD, nous reviendrons sur ces directives lors de la seconde partie.

d. Quelles sont ces activités et marchés si risqués

i. Repo

Le marché des Repo est une des sources principales de financement en Europe et aux Etats-Unis. Les REPO's ou « repurchase agreement »[10] sont une forme de prêt permettant une protection du prêteur à travers l'usage de collatéral. Autrement dit, il « permet à des firmes d'investissement de nantir des titres financiers comme collatéral en échange de prêts à très bon marchés et de courte durée (Morisod & Zaki, 2016). « Le Repo market représente une proportion considérable du marché monétaire européen, et participe pleinement au développement du Shadow Banking. Selon la Banque Centrale Européenne, le marché européen des Repo s'évaluait à 5.600 milliards d'Euros en 2015 alors qu'il oscillait entre 5.500 (Gortoon, 2010) et 10.000 milliards de Dollars aux Etats-Unis la même année[11] (Hördahl & King, 2008).

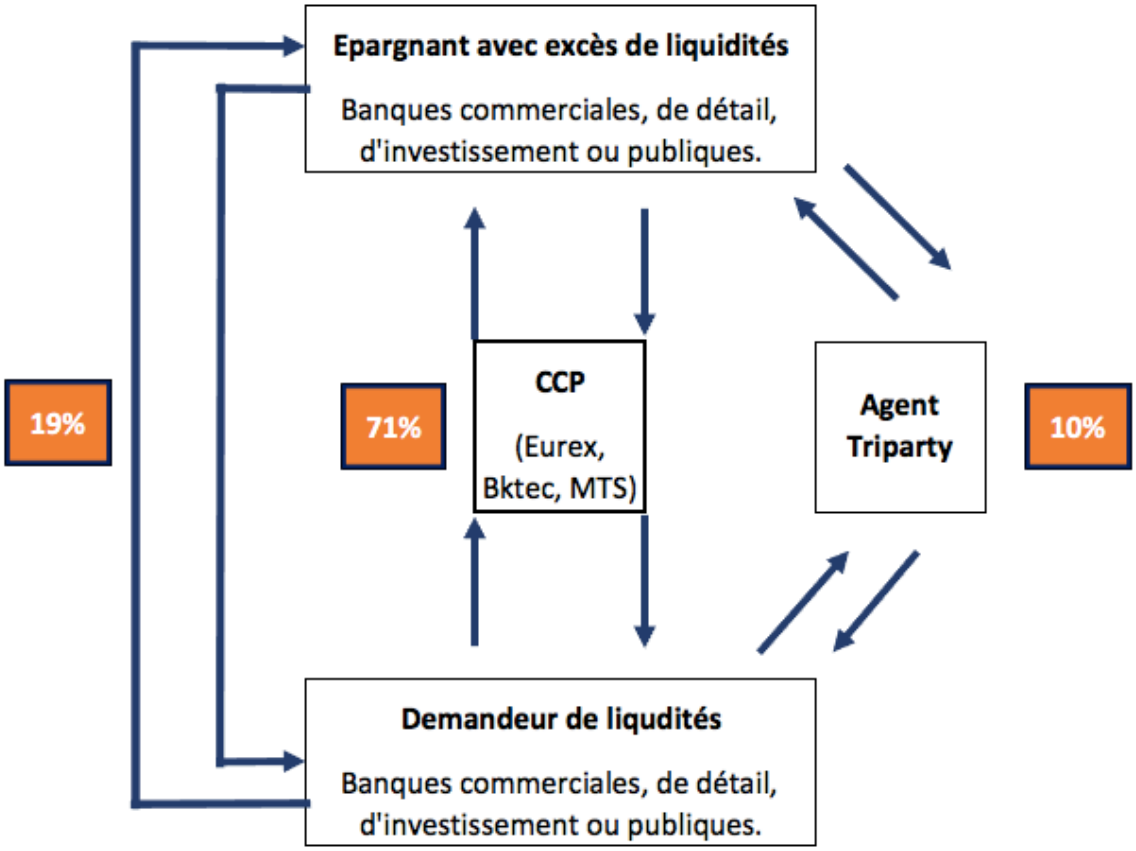
Le marché des Repo permet de fournir les liquidités nécessaires aux institutions financières.

Le principe : lorsqu'une institution financière cherche à obtenir des liquidités, elle se rend sur le marché des Repo. Cette institution recevra des liquidités de la part d'une autre entreprise, mais devra aussi lui fournir un collatéral d'une valeur équivalente au montant du prêt. Le collatéral à, travers un bon d'état ou une obligation d'entreprise sera vu comme une monnaie d'échange servant de garantie au prêt. En cas de défaut, la firme pourra alors vendre le titre fourni sous forme de collatéral afin d'amortir les pertes engendrées par le défaut. À l'échéance, l'emprunteuse remboursera les liquidités avec une marge d'intérêt sur base du taux d'intérêt interbancaire, appelé le « reverse Repo ». De l'autre côté, le prêteur remettra le titre sous forme de collatéral.

[10] Ce terme implique un accord entre l'acheteur et le vendeur en ce qui concerne l'échéance du prêt, le montant ainsi que le taux d'intérêt sur base du Repo market.

[11] Il y a différentes définitions des Repo aux USA, cela explique pourquoi la taille de ce marché peut varier selon les définitions de manière assez considérable.

Figure 8 : Fonctionnement du marché des Repo inter-bancaires



(Mancini, Ranaldo and Wrampelmer, 2016)

Trois types de Repo sont utilisés dans le marché des Repo européen :

- **Billateral :** la transaction bilatérale, comptant pour 17 % de l'ensemble des transactions de ce marché consiste simplement en une transaction directe entre l'acheteur et le vendeur, sans intermédiaire.
- **Cleared :** Cce type de Repo consiste à utiliser un intermédiaire qui servira d'acheteur au vendeur, et de vendeur à l'acheteur. L'usage de ce type d'intermédiaire permet de faciliter la transaction et réduire les risques pour les intermédiaires. Les CCP représentaient en 2011 et 2016 respectivement 32 % et 71 % de l'ensemble des transactions des Repo en Europe (BNP Paribas, 2018). Il est effectivement prouvé que les CCP contribuent à une plus grande efficacité, stabilité et résilience des marchés de Repo (Ranaldo, Mancini & Wrampelmeyer, 2016).
- **Tri-party :** représente 10 % des transactions. Ce Repo peut sembler similaire au CPP, car il y a un intermédiaire entre les deux parties prenantes. Celui-ci n'aura pas le même

rôle que les autres car il sera en charge de l'aspect administratif ainsi que de l'échange du collatéral en bonne et due forme. Le principal agent intermédiaire tri-party en Europe est Euroclear.

Les transactions à travers le marché des Repo ne se résument pas seulement à utiliser des titres en tant que collatéral, il peut aussi être question de « loan Repo » ou « equity Repo » proposant respectivement des obligations ou des actions d'entreprise (Tett, 2010).

Le marché des Repo est un outil très utile dans la circulation des liquidités dans l'économie pour diverses raisons. Les transactions à travers ce marché exigent un collatéral d'une valeur équivalente au montant de la transaction afin de pallier aux risques de pertes sèches. Les très gros montants de liquidités échangés sur ces marchés quotidiennement (plus de 300 milliards d'Euros sur le seul marché européen) permettent au Repo de proposer des taux d'intérêts plutôt intéressants. Les Banques Centrales utilisent généralement ce genre de marché afin de mettre en place leurs politiques monétaires (ESRB, 2016).

Lien avec le Shadow Banking

Les rapports fournis par les entités telles que la Banque Centrale Européenne, l'ESRB, l'IMF, le CFS, la Banque Nationale de Belgique et de France, de l'OCDE et d'autres encore sont unanimes sur le fait que le Shadow Banking system est principalement alimenté par le Repo market. Le Repo est une source de liquidité cruciale pour des fonds tels que des private equity (avec l'usage de l'investissement à endettement), des hedge funds, les money market fund. Les banques sont aussi très dépendantes des Repo market, soit directement à travers l'argent emprunté sur ce marché pour subvenir aux besoins journaliers de liquidités, soit indirectement lorsque celles-ci investissement sur des titres par l'intermédiaire de fonds provenant du Shadow Banking. De plus, ces placements sont enregistrés hors bilan de telle sorte qu'il est difficile de connaître dans certains cas l'exposition de ces banques qui se financent avec le marché Repo.

Cela peut avoir diverses conséquences sur l'économie mondiale. Tout d'abord, les Repo contribuent à accroitre le niveau d'interconnexion et le risque systémique entre le système bancaire traditionnel et la finance de l'ombre. La faible maturité des produits échangés sur ce marché permet de réduire les risques de liquidité, dont la plupart des transactions ont une échéance plus courte que 30 jours. Le risque de liquidités n'a pas pour autant disparu. En effet, en cas de choc sur les marchés, ce risque peut devenir bien plus important qu'il n'y paraît.

II. Les OFIs, Other Financial Intermediaries

Les autres intermédiaires financiers sont en vérité un terme qui a été créé par le Conseil de Stabilité Financière dans le but de caractériser l'ensemble des Shadow Banks au sens large. Cette définition inclue les hedge funds, ETFs, MMFs et fonds d'investissements comme cités précédemment, mais pas que. Bien que ces premiers représentent la majeure partie des Shadow Banks (53 %).

Le reste se compose de broker dealers ou courtiers, de fonds d'investissement immobiliers, de sociétés fiduciaires, des SPV et SIV, de Central Counterparties[12] ou encore les institutions financières de prêts. Il y a toutefois un léger problème, ceux-ci ne représentent que 33 % des OFIs, ce qui veut dire qu'il reste 20 % manquant. Il s'agit d'autres fonds non-identifiés. Nous pouvons donc déduire qu'il est encore difficile de définir les frontières du Shadow Banking sachant que certaines institutions financières ne sont pas encore bien identifiées.

[12] Les central Counterparties sont des intermédiaires permettant de sécuriser les transactions entre chaque acteur, notamment dans le marché repo. Nous reviendrons plus tard sur ce concept à travers ce mémoire.

Chapitre 3 - Pourquoi le Shadow Banking est-il vu comme un danger pour la stabilité financière mondiale ?

I. Le Shadow Banking et son rapport avec le risque systémique

Bien qu'irremplaçable dans le financement de l'économie mondiale, la banque de l'ombre pose un sérieux problème, celui du risque systémique.
L'économie mondiale est devenue un marché commun. Des évènements tels que la bulle internet ou la crise des « subprimes » ont prouvé que l'économie mondiale et les marchés financiers sont de plus en plus interconnectés. C'est pourquoi mieux comprendre le risque systémique est un atout qui permettrait d'anticiper ou éviter une prochaine crise globale.

a. Qu'est-ce le que risque systémique ?

Selon le Fond Monétaire International, le risque systémique représente « Le risque que des perturbations des services financiers causées pas une dégradation de tout ou partie du système financier puissent avoir d'importantes conséquences négatives sur l'économie réelle ».

Selon le Docteur Angelo Ranaldo, consultant et chercheur à la Banque Centrale Européenne, les causes de l'instabilité financière ne sont pas si faciles à déterminer. C'est pourquoi il est plus efficace d'évaluer le risque systémique sous forme de réseau. Sur base des recherches de Billio M. en 2012, après avoir établi un schéma reliant les 25 plus grandes banques, assurances, hedge funds et broker dealers, on a pu constater que les interconnections entre toutes ces institutions étaient nettement plus importantes entre 2006 et 2008 qu'entre 1994 et 1996. Cela signifie que plus le nombre de relations est important, plus il est probable qu'un choc financier dans un secteur (les assurances par exemple) puisse directement impacter la stabilité du système financier mondial dans son ensemble.

Le risque systémique se définit à travers 4 caractéristiques :

a. **La cause, l'initiateur :** il s'agit d'un événement perturbateur (exogène ou non), comme la faillite d'une grande compagnie d'assurance (AIG par exemple).
b. **La Vulnérabilité de la structure du système :** lorsque le système financier est déséquilibré, il est tout de suite plus facile pour le choc de se propager à travers système

financier dans son ensemble. Le déséquilibre initié par la croissance de la dette rend notre système vulnérable à un choc quelconque.

c. **Son aspect de Contagions :** lorsqu'une institution importante fait faillite, les risques d'insolvabilité puis de manque de liquidités deviennent de plus en plus importants dans l'industrie et dans le système dans son ensemble.
d. **Les Conséquences économiques :** à la suite de la propagation, les conséquences macro-économiques peuvent être constatées. Il s'agira généralement de baisse de la demande (due à une baisse de la consommation par exemple) et de l'offre (moins d'heures d'emplois, situation d'incertitude pour les investisseurs).

b. Rôle du risque systémique lors de la crise de 2008

Ce risque a d'ailleurs eu une place prépondérante lors de la crise financière de 2008. De nombreuses faillites telles que Lehman Brothers en septembre 2008 ont eu un effet de contagion à travers tout le système financier. Les marchés gelés, les liquidités non-disponibles pour les entreprises et les particuliers et l'économie mondiale complètement bloquée. Un choc dans le marché des « subprimes mortgage » aux Etats-Unis était donc suffisant pour déstabiliser la plupart des marchés financiers et l'économie mondiale en général.

Lorsqu'une entreprise se trouve en difficulté et est privée d'accès à des liquidités, elle se retrouve obligée de devoir liquider urgemment ses actifs. Ce phénomène n'est rien d'autre qu'un cercle vicieux. L'accès aux liquidités devient extrêmement difficile. Cette déstabilisation affecte ensuite l'ensemble des marchés financiers, ce qui amène à une récession générale créant d'énormes pressions ainsi qu'une chute des prix sur le marché obligataire et boursier. Cette panique a poussé les banques, les « hedge funds » ou d'autres sociétés financières au bord du gouffre. C'est pourquoi cette crise est devenue en 2008 systémique (Guttman, 2016).

Cela s'est illustré avec la chute de Bear Stern, qui était la sixième banque américaine avant la crise. Cette banque avait tendance à adopter une stratégie agressive et innovante par le biais de forts leviers et d'opérations hors bilan. Toutefois, ce type d'entreprise dépendait fortement de l'accès aux marchés monétaires pour l'accumulation de levier. Lorsque ces marchés ont commencé à se déstabiliser, les liquidités ont commencé à manquer et la banque a dû faire face

à une situation progressive d'insolvabilité[13] et de manque de liquidités. Elle fut l'une des premières victimes de cette crise.

c. Lien entre le Shadow Banking et le risque systémique

Comme précédemment cité, le risque systémique ne reflète pas seulement le danger provenant du système bancaire, mais du système financier dans son ensemble, incluant donc les Shadow Banks. De plus, ces institutions prennent une place de plus en plus considérable dans le domaine de la fonction bancaire. Elles se rapprochent des banques traditionnelles puisqu'elles remplissent les mêmes fonctions de transformation de liquidité, maturité et d'effet de levier. Une fois les fonds collectés (à court terme) auprès de tiers (pouvant être des ménages, des entreprises ou institutions financières), ceux-ci sont titrisés en actifs à plus long terme et par conséquent moins liquides. La plus grande différence avec la banque traditionnelle se reflète à travers le profil de risque des investisseurs. Ils ne sont pas soumis aux mêmes normes prudentielles, et ce système ne bénéficie d'aucun dispositif de soutien officiel, rendant ce mécanisme plus dangereux qu'une titrisation classique.

Quel est donc ce lien avec le risque systémique ? Ces institutions (Shadow Banks) sont en fait très interconnectées avec les banques traditionnelles. Autrement dit, bien que les banques traditionnelles ne soient plus entièrement responsables de la titrisation d'actifs risqués, elles contribuent fortement dans la chaîne du Shadow Banking, c'est-à-dire l'intermédiation non-bancaire. Elles y participent directement ou alors fournissent un support considérable aux Shadow Banks dans la transformation de maturité ou de liquidité. De plus, ces banques investissent dans les produits issus de l'intermédiation non-bancaire. Par conséquent, les deux types d'institutions sont ainsi exposés au même type de risque.

Comme c'est le cas pour les dépôts bancaires, ces instruments sont généralement très liquides et à court terme. Mais le profil de risque vis-à-vis des investisseurs est généralement différent, car ils sont offerts sans dispositif de soutien officiel et/ou sans être soumis aux mêmes normes prudentielles et de supervision.

[13] L'insolvabilité se caractérise par l'épuisement du niveau de capital permettant à faire face à de potentielles pertes

i. Dangers du Shadow Banking

Comme précédemment mentionné au début de cette section, le développement du Shadow Banking a énormément contribué à la croissance du risque systémique, car il devient de plus en plus interconnecté avec le reste du système financier. La crise de 2008 nous a prouvé que de petites situations de stress peuvent engendrer une crise globale.

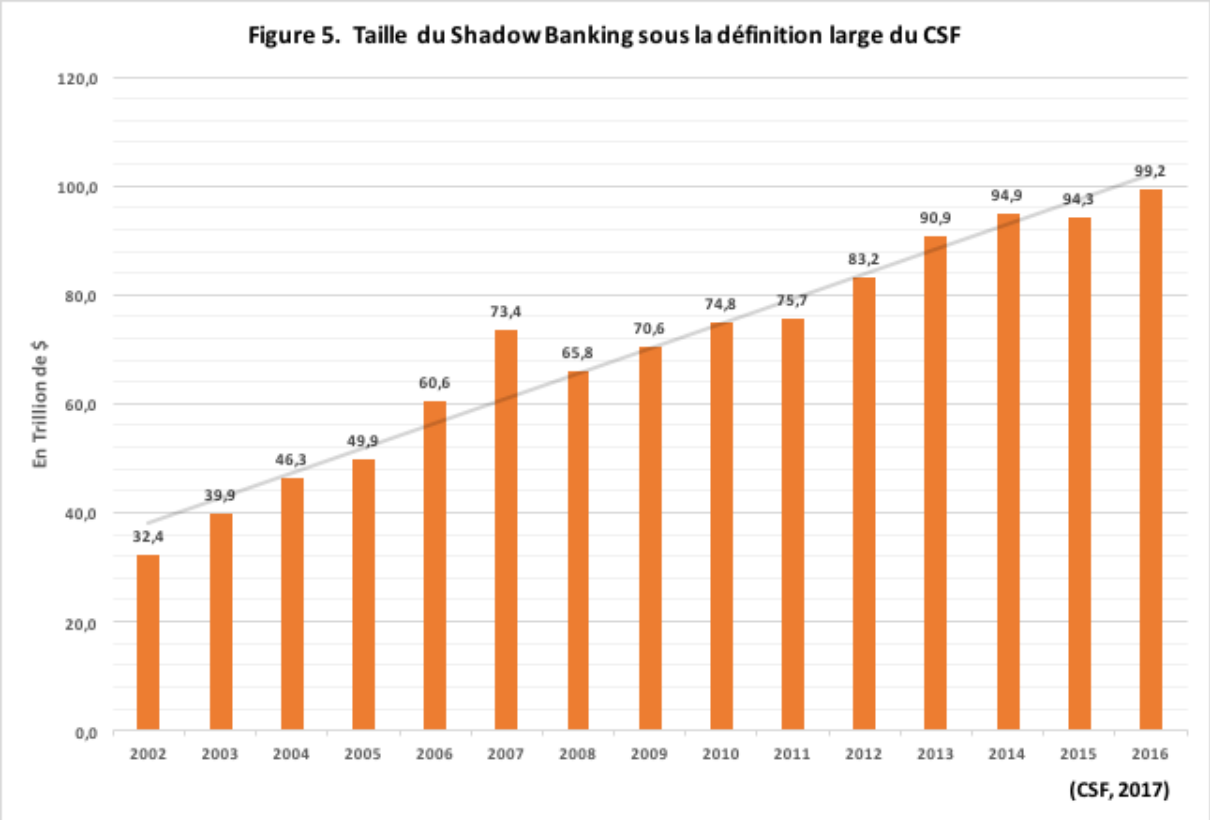
Cela dit, on peut se poser la question sur la source d'un quelconque danger sur le reste de l'économie. Autrement dit, pour quelles raisons les régulateurs sont-ils tant préoccupés par le développement de ces institutions ?

ii. Sa taille

Comme mentionné dans l'introduction, on pouvait estimer le montant des fonds du Shadow Banking en 2015 à environ 92.000 milliards $. Ce n'est toutefois pas le montant en lui-même qui préoccupe, mais deux autres aspects.

- **Sa proportion** : selon the Conseil de Stabilité Financière, le Shadow Banking représente 29 % du système financier dans son ensemble. À titre de comparaison, le secteur bancaire représente 42 %. Il est toutefois à noter que le Shadow Banking sera amené dans le futur à jouer un rôle de plus en plus important dans le financement de l'économie.
- En analysant la **croissance de ce secteur sur les 10 dernières années**, le SB est passé de 62.000 milliards $ en 2007 à 92.000 en 2015, soit une augmentation de 48 %. Comment est-ce possible ?

  L'une des principales raisons est la titrisation. Après la crise financière de 2007, la titrisation au sein des banques s'était considérablement réduite (voir graphe ci-dessous). Malheureusement, la vérité en était tout autre car il y a eu un transfert de ces titres de la banque traditionnelle vers les Shadow Banks. En effet les banques ne pouvaient plus se permettre de posséder des actifs si risqués dans leur bilan, c'est pourquoi la majeure partie du mécanisme de titrisation a été transférée vers le Shadow Banking qui pouvait se permettre de posséder ce genre d'actif plus risqué. Il est donc illusoire de croire que ce mécanisme a disparu. Bien au contraire, la responsabilité a été transférée aux Shadow Banks, qui n'ont aucune obligation en termes de transparence.



iii. Sa régulation

Les firmes participant au Shadow Banking ne sont pas soumises aux mêmes contraintes de régulations que les banques classiques (les contraintes en capitaux par exemple), même en ayant le même « core business ». De plus, ces institutions financières ne bénéficient pas d'accès aux assurances de dépôts ou à des garanties officielles, rendant donc la stabilité du Shadow Banking beaucoup plus fragile en cas de choc dans un des secteurs concernés. En réalité, ces entreprises n'internalisent pas le vrai coût de ces risques, ce qui leur permet de bénéficier d'un avantage considérable sur les banques classiques.

iv. Complexité

Contrairement aux banques traditionnelles, les Shadow Banks ne représentent pas qu'un type d'organisation et d'activité. Le Shadow Banking regroupe les fonds d'investissement, les hedge funds, les Money Market Fund et plein d'autres. Ce secteur d'activité est donc assez complexe puisque les activités d'intermédiation financière ne sont pas réalisées par une seule personne mais par un ensemble de différents acteurs. Au-delà de cette complexité, l'autre danger est celui du manque de transparence. Il n'y a pas d'obligation réglementaire en ce qui concerne l'obligation de publier certaines informations sur les produits investis par ces fonds

en question. Cela représente un risque pour les régulateurs européens et nationaux car il est possible de sous-estimer la taille de ce secteur.

Nous ne pouvons plus aujourd'hui ignorer la taille des institutions impliquées dans ce système, ni l'interdépendance qu'elles entretiennent avec le reste de l'économie, et plus particulièrement les banques.
C'est pourquoi le CSF[14] a été créé en 2009 par le G20. L'objectif était de rendre ce système plus transparent, ce qui permettait d'éditer des règles efficaces permettant de mieux évaluer le risque systémique et par conséquent de contenir le Shadow Banking. En 2015, le FMI pointait déjà du doigt les risques propres au monde de la finance. Ceux-ci n'ont pas disparu, ils ont juste été déplacés « des banques vers le secteur non-bancaire (la banque de l'ombre) » et « des économies avancées vers les émergentes (Guélaud, 2015).

II. Le taux 0 %, condition nécessaire pour maintenir le système à flot

Cette partie est cruciale pour la suite de ce mémoire, elle nous aidera à répondre à deux questions : « Qu'est-ce qui a permis au Shadow Banking de se développer aussi rapidement durant ces 10 dernières années ? » Et « qu'est-ce qui permet d'empêcher la bulle d'éclater ? »

Depuis la dernière crise, de multiples tentatives furent tentées par les banques centrales pour permettre aux investisseurs de reprendre confiance. Depuis 2009, les banques centrales[15] telles que la FED ou la BCE ont placé les taux d'intérêts directeurs à un niveau proche de 0 % permettant de relancer la croissance. Cette relance ne reste toutefois qu'illusoire. Les cours de bourses se sont effectivement relancés, mais en grande partie grâce à l'argent qui a été injecté sous forme de dette.

[14] CSF : le Conseil de Stabilité Financière est un organisme qui a été créé en avril 2009 par le G20. Il regroupe 26 autorités financières nationales.
[15] Il s'agit principalement de la FED et de la BCE

a. Le risque d'une augmentation des taux

Pour mieux comprendre le phénomène de la dette excessive, il est nécessaire de remonter plusieurs dizaines d'années en arrière. Nous savons que depuis les années 80, la croissance américaine a été supportée par la dette, c'est-à-dire le crédit à la consommation, les prêts hypothécaires, etc. Suite à l'éclatement de la bulle internet en 2000, il était nécessaire de relancer la croissance économique. C'est pourquoi Alan Greenspan, alors à la tête de la Fed a, jusqu'à 2004, progressivement baissé les taux d'intérêts. Ce qui permettait alors de stimuler l'économie. Cette politique économique s'est ensuite transformée en cauchemar, car la relance s'est principalement appuyée sur la dette.

Durant cette période à taux faibles, d'excès de liquidités et par conséquent de prêts faciles, l'accès à la propriété est devenu plus facile, augmentant la dette hypothécaire de façon significative. Plus ou moins 40 % des habitations n'étaient pas une résidence principale mais un placement. Ces débiteurs plus ou moins solvables empruntaient pour investir dans l'immobilier. Les prix du marché n'ont cessé d'augmenter pendant quatre années (de 2003 à 2007)[16]. Ce marché immobilier était supporté par une quantité considérable produits appelés de « subprimes » et « Alt-A loans »[17].

Cette situation est devenue problématique lorsque la FED a commencé à remonter progressivement les taux d'intérêts à partir de 2004 avec l'objectif de faire face à une inflation galopante. A partir de 2006, les prix de l'immobilier ont commencé à chuter lorsque l'offre a commencé à dépasser la demande. Comme les taux d'intérêts ne cessaient d'augmenter et que les prêts consentis par les emprunteurs étaient à taux variables, les défauts de paiement se sont accumulés chez les propriétaires immobiliers. Cela s'est donc transformé en crise de la dette.

b. Le monde de la dette a augmenté

La crise des « subprimes » illustre bien à quel point la dette et les taux sur les marchés sont interconnectés. Où en sommes-nous aujourd'hui ? Avons-nous retenu la leçon de cette dernière

[16] D'où le nom bulle immobilière
[17] Ces prêts étaient considérés comme plus risqués car ils étaient accordés à des personnes à plus faible revenus.

crise ? Bien que nous soyons dans une période de taux bas, le monde de la dette a-t-il réellement baissé depuis la dernière crise ?

Selon un rapport sur la dette de McKinsey (2015), la dette mondiale a augmenté de 57.000 milliards $ entre 2007 et 2015. Les risques pour la stabilité économique n'ont jamais été aussi forts. Quatre sources de risques sont pointées du doigt par le rapport :

c. **L'augmentation de la dette publique** : celle-ci a augmenté de 25.000 milliards de dollars depuis 2007.
d. La croissance de la **titrisation de la dette** privée des ménages américains
e. La **croissance de la dette des ménages** et des prix du logement.
f. La multiplication par quatre de la **dette chinoise**, qui est alimentée par l'immobilier et le Shadow Banking depuis seulement 7 ans. Cette dette a augmenté de 21.000 milliards entre 2007 et 2014. L'inquiétude ne vient pas forcément de sa taille, mais surtout de la vitesse avec laquelle celle-ci croit.

Ce rapport conclue que « La dette reste sans aucun doute un outil essentiel pour financer la croissance économique. Mais la façon dont elle est créée, utilisée, surveillée et (si nécessaire) déchargée nécessite encore une amélioration » (McKinsey, 2018).

La finance parallèle participe à la croissance grâce à ses possibilités de financement pour les emprunteurs et ses possibilités de levier pour les investisseurs. En résumé, une politique de taux zéro permet à un investisseur d'obtenir (à court terme) des liquidités (en empruntant à taux zéro[18]), lui donnant l'opportunité d'investir (à long terme) dans des placements qui lui amèneront un rendement très élevé. Comme le placement est souvent réalisé sur des dettes risquées, la différence entre le taux d'emprunt et le taux de rendement permet d'engranger des bénéfices conséquents. Malheureusement, cette condition a permis d'esquiver les régulations d'après crise, mais aussi de créer une nouvelle bulle de la dette nettement supérieure à celle de 2008 (Morisod & Zaki, 2016).

Comme la croissance du Shadow Banking fonctionne de pair avec celle de la dette, une augmentation des taux d'intérêts pourrait avoir de fortes conséquences sur nos économies. Lorsque que les taux remontent, les garanties sur les prêts sont dévaluées. Les prêteurs vont faire ce que nous appelons un appel de marge (ou hair cut, cours risque systémique), c'est-à-dire « l'exigence d'un versement de fonds supplémentaires ou de collatéral au créancier pour

couvrir la dépréciation de l'actif dans lequel le crédit est engagé ». Cet appel de marge permet au prêteur de minimiser ses pertes en cas de défaut. Les débiteurs se retrouvent donc dans l'obligation de payer plus d'intérêts. C'est pourquoi une augmentation conséquente des taux d'intérêts obligerait les prêteurs à réclamer plus de garanties que le débiteur ne sera pas en mesure d'apporter.

c. Position actuelle par rapport au Shadow Banking

Le Shadow Banking se base sur un emprunt court terme permettant de financer un investissement long terme. Les régulateurs savent qu'une augmentation des taux plongerait ces quelques 92.000 milliards de dollars dans le chaos. Ici, les fonds des Banques Centrales ne sauraient pallier au manque de liquidités. L'arme qui précédemment, permettait l'emprunt gratuit s'est retourné contre les Banques Centrales. Les taux zéro sont maintenant obligatoirement maintenus, sans quoi une grande partie des dettes relatives au Shadow Banking deviendraient insolvables.

d. Relever les taux ne mène pas toujours au krach

La hausse des taux peut être considérée comme source probable d'un krach lorsque le système financier est fortement endetté. Si, au contraire, notre système fonctionnait toutefois normalement avec une dette raisonnable, une hausse des taux correspondrait simplement à un ajustement économique. Par conséquent, tant qu'il n'y a pas de bulle de crédit, la hausse des taux n'est pas néfaste.

Partie 2 : Comment réguler le Shadow Banking ?

Chapitre 4 : Problématique à l'élaboration des hypothèses

I. Contexte de recherche

Ce quatrième chapitre aura pour but d'identifier et de développer la méthodologie de travail permettant au lecteur de comprendre la problématique du Shadow Banking. Nous y poserons ainsi la question de recherche. Nous aborderons ensuite l'énumération des hypothèses qui permettront de répondre à la question de recherche initiale. Le but de ce mémoire n'est pas de collecter un ensemble d'information et d'élaborer des faits sur base de sources littéraires, mais de développer un esprit critique du point de vue scientifique qui permettra d'apporter une réponse adéquate à la question de recherche initiale. Comme peu de ressources sont disponibles auprès du Conseil de Stabilité Financière et la BCE, il a dès lors été décidé d'établir une méthode de recherche qualitative à travers une collecte de données sous forme d'interviews, au nombre de 8.

La problématique a été définie et clarifiée dès le premier chapitre de ce mémoire. De par son manque de transparence, de sa croissance à rythme soutenu et de sa contribution au risque systémique, le Shadow Banking est vu par les institutions (BCE ou le CSF) comme une potentielle source de menace pour la stabilité financière internationale. La première difficulté rencontrée lors de la recherche d'entretiens fut l'usage du terme « Shadow Banking », faisant référence à la connotation péjorative. Il a par conséquent été compliqué d'aborder ce sujet avec des experts en raison de l'usage de ce terme. C'est la raison pour laquelle nous avons quelque peu modifié le terme en posant cette question : « Réguler l'ensemble des activités financières non-bancaires serait-il vu comme la solution appropriée pour contenir les risques relatifs à l'instabilité financière ? »

En effet cette question pose les problématiques de :

- La régulation de l'ensemble des activités financières non-bancaires et ;
- Les propositions de solutions appropriées afin de contenir les risques relatifs à l'instabilité financière du Shadow Banking. Il est par conséquent nécessaire d'identifier ces risques.

II. Méthode de recherche

Comme mentionné au début de ce chapitre, la méthode de recherche choisie est qualitative et non-quantitative. Cela signifie que les objectifs d'une telle recherche seront différents. La finalité de ce mémoire n'est pas d'obtenir un ratio déterminant la performance d'un certain type de firmes actives dans le domaine du Shadow Banking, mais de mieux se focaliser sur les risques relatifs à l'intermédiation non-bancaire, et de déterminer de quelle manière il est possible de réguler ce secteur.

La première difficulté de cette recherche d'interviews fut la position et le point de vue des intervenants. En effet, les experts ayant une vue plutôt globale du sujet sont assez rares. Bon nombre de personnes ont accepté d'avoir un entretien sur le Shadow Banking, mais par la suite nombreux ont décliné l'offre d'interview (connaissances insuffisantes dans ce domaine). L'autre point important était le poste de l'intervenant. Un des objectifs principaux de ce mémoire est d'établir un point de vue global sur la thématique du Shadow Banking. Nous savons que ce secteur est assez large, tant sur les types d'institutions qui la composent que sur les régulateurs qui la suivent de très près.

Concernant les régulateurs, de nombreuses autorités nationales et internationales travaillent sur le Shadow Banking en parallèle des activités bancaires traditionnelles. L'intérêt porte autour du fait qu'il est nécessaire d'établir un point de vue global sur le sujet en recueillant des interviews ou des informations écrites d'employés d'institutions nationales mais aussi internationales. On remarquera par ailleurs que les objectifs peuvent varier selon que l'échelle soit nationale ou régionale. Dans le cadre national, ce mémoire recueille des informations provenant de la Financial Stability Market Authority (FSMA), de la Banque Nationale de Belgique (NBB), de la Banque de France (BDF), Banque Nationale de Suisse, l'Autorité Fédérale des Marchés Financiers (FINMA). À l'échelle européenne, il est aussi question de plusieurs organisations internationales telles que la Commission Européenne de Stabilité Financière, la Banque Centrale Européenne (BCE), l'European Systemic Risk Authority (ESMA) ou l'European Systemic Risk Board (ERSB). Enfin l'autorité internationale de surveillance est le Financial Stability Board (FSB).

Collecte d'interviews			
Nom	**Fonction**	**Organisation (Bureaux)**	
*Jean**	Economic Advisor & Chaiman	Orcadia Asset Management (Luxembourg)	
Eric	Directeur Executif	Banque Nationale de Belgique (Bruxelles)	
Philipp	Senior Coordinator of the macro-prudential policies	Banque Nationale de Belgique (Bruxelles)	
Christian	Député en charge des Politiques Macro Prudentielles	Commission Européenne (Bruxelles)	
François	Analyste de supervision Bancaire au sein du SSM*	Banque Centrale Européenne (Francfort)	
Julia & Claudia	Experte Dans la Stabilité Financière	Banque Centrale Européenne (Francfort)	
Florentin	Macro-Économiste à la Direction Générale des Relations Internationales	Banque De France (Paris)	
Geroen	xxx (Données Confidentielles)	FSMA (Bruxelles)	
* Dans cette version du mémoire, la confidentialité de chaque intervant est préservée. Leur noms ont donc été remplacés par des noms fictifs			

III. Entretiens semi-directifs

J'ai pu effectuer huit entretiens semi-directifs dans le cadre de ce mémoire. La plupart des questions posées durant ces entretiens étaient ouvertes. La réponse à cette problématique de recherche n'était pas unique. Il était effectivement possible que chaque intervenant ait une opinion différente sur la manière de considérer le Shadow Banking et sa régulation, c'est pourquoi il était absolument nécessaire de proposer d'ouvrir le débat, ce qui permettait à chaque participant de fournir une réponse adaptée, mais surtout de comprendre le raisonnement pour arriver à une telle conclusion. L'usage de questions fermées peut donc se retrouver extrêmement inefficace lorsque l'interviewer n'a pas envisagé certaines alternatives pouvant être potentiellement plus pertinentes. Le secteur du Shadow Banking reste un secteur assez méconnu, et peu compris. Il est dès lors nécessaire de laisser la possibilité à chaque intervenant d'établir sa propre opinion et son propre raisonnement, lui permettant ainsi d'apporter une réponse jusque-là non-envisagée. La valeur ajoutée de ce mémoire réside donc dans l'agrégation de l'ensemble de ces opinions soit convergentes, soit divergentes.

Il est toutefois nécessaire de mentionner que tous les intervenants ont demandé à ce que les entretiens soient confidentiels. C'est pourquoi l'identité des intervenants sera gardée anonyme.

Au-delà de cet aspect confidentiel, chaque intervenant a aussi insisté sur le fait qu'il était nécessaire qu'en aucun cas le contenu de l'entretien soit vu comme représentatif de l'institution pour laquelle il travaille et qu'il ne parlait donc pas au nom de leur institution. Raison de plus de garder ces entretiens comme strictement confidentiels.

Le questionnaire d'entretien est une pièce maîtresse dans la réalisation d'interviews profitables et efficaces. Il était en effet important de s'assurer que le guide d'entretien prenne en compte les sujets d'expertise de chaque intervenant. L'objectif principal du guide d'entretien était de permettre à l'intervenant de structurer ses réponses. Comme mentionné ci-dessus, ce mémoire vise à comprendre les différents raisonnements développés par les huit intervenants et de confronter leurs réponses au cadre théorique développé dans la première partie.

IV. **Collecte des données**

Comme cité ultérieurement, le questionnaire d'entretien a été élaboré de sorte à ce que chaque intervenant puisse développer son propre raisonnement. La collecte des données fut donc plus compliquée qu'une analyse de données provenant d'entretiens directifs. Comme chaque question était ouverte, chaque conversation était continue. Cela signifie que chaque question était posée dans un ordre différent.

Chaque intervenant a par conséquent développé ses réponses de manière particulière. Cela veut dire qu'il n'est pas possible d'établir un tableau permettant de comparer avec précision la réponse de chacun. L'objectif fut ici de comparer le raisonnement de chaque intervenant afin de comprendre la logique sous-jacente. Les données ont donc été analysées de sorte à :

- Premièrement établir une tendance générale pour chaque réponse : En comparant les entretiens, il fut assez facile d'établir une tendance générale. Les intervenants étaient assez unanimes sur l'ensemble des questions de l'entretien.
- Comprendre le raisonnement de chacun. En effet, chaque réponse peut potentiellement nous amener à évaluer la question de manière différente. Cela nous permet de ne pas simplement répondre par « oui » ou « non » à la question, mais plutôt de développer une vue plus globale sur le sujet (sur base de réponses pouvant être diamétralement opposées.

V. De la problématique à l'élaboration des hypothèses

La problématique, nous permet de comprendre de manière globale le sujet traité dans ce mémoire. Il s'agit des risques et dangers propres à la stabilité financière.

La question de recherche nous amène à identifier le domaine du Shadow Banking que nous aimerions développer, nous permettant ainsi de définir l'output final recherché. La plupart des rapports fournis par les institutions nationales et internationales montrent le manque de régulation entourant l'ensemble de ces activités. Cela se traduit par un besoin de plus en plus conséquent à réglementer ce secteur. La question de recherche a donc été posée **: « Comment pouvons-nous réguler les activités d'intermédiations non-bancaires dans le but de réduire les risques d'instabilité financière ? »**. Le terme Shadow Banking a été remplacé par l'expression « activités d'intermédiations non-bancaires ». Les motifs de ce changement seront détaillés dans le second chapitre de cette partie.

Une fois la question de recherche définie, nous pouvons énumérer les différentes hypothèses permettant de structurer l'ensemble de la partie pratique. Cette étape permet de mettre en perspective la ou les réponses potentielles à la question de recherche. Il sera par la suite possible d'établir la véracité de ces hypothèses en les testant dans le cadre des entretiens semi-directifs. Afin de définir ces hypothèses, il est nécessaire d'identifier les variables dépendantes et indépendantes. C'est sur base de celles-ci que nous définirons les hypothèses finales.
La variable indépendante traduit le fait de réglementer ou non le Shadow Banking system. Cette variable sera manipulée dans le but d'observer un changement de la variable dépendante (la stabilité financière). En résumé, l'objectif est de modifier les différentes régulations pour observer un changement positif sur la stabilité financière. Cette variable dépendante a été manipulée de façon à obtenir différentes hypothèses.
Sur base de cette question de recherche, trois hypothèses ont été établies, reflétant les alternatives les plus probables quant au sort du Shadow Banking dans un avenir à court et moyen terme :

H1. Comme le Shadow Banking a un rôle positif pour l'économie mondiale, il est nécessaire de ne pas réguler ce secteur d'activité. Il pourra ainsi s'étendre et financer l'économie mondiale.

H2. Certaines directives (MIFID I, CCP, AIMFD par exemple)[19] ont déjà été mises en place dans le but de mieux définir les frontières du Shadow Banking sans pour autant l'empêcher de contribuer à notre économie. Continuer de mettre en place ces réglementations permettrait de réduire les risques d'instabilité financière.

H3. Il est devenu impératif de réguler le Shadow Banking de manière similaire aux réglementations bancaires de Bâle (I, II et III). Cela suppose l'existence d'une structure réglementaire considérable autant par la taille que par le temps nécessaire pour sa mise en œuvre.

[19] Référence en fin de mémoire.

Chapitre 5 : Les réalités du Shadow Banking

I. Objectifs et constatations primaires

A - L'objectif de ces entretiens était multiple. Il s'agissait premièrement de comparer les éléments de la partie théorique avec l'opinion des intervenants afin de développer un point de vue critique et scientifique sur les aspects théoriques développés lors de la première partie. Cela nous permettait par la suite de comprendre les sujets qui se rapprochaient le plus de la réalité, mais aussi ceux qui s'en éloignaient.
Cette confrontation « théorie-entretiens » porte sur différents thèmes du Shadow Banking. Elle permet au lecteur de comprendre de manière plus approfondie les risques réels et préoccupations des régulateurs, afin de déterminer les dangers plutôt secondaires. Ces différents degrés d'importances permettent de donner du sens aux décisions des régulateurs.

Le premier sujet qui sera traité lors de ce cinquième chapitre est la définition du Shadow Banking. Nous verrons par la suite qu'il n'est pas si aisé de définir ce secteur d'activité. La section 1 du premier chapitre décrit la définition du Shadow Banking, élaborée par le Conseil de Stabilité Financière en 2009. Nous verrons par la suite que cette définition se décline en deux versions, une large et une « narrow » (étroite).
Que se passe-t-il si ensuite, chaque institution nationale ou internationale adopte sa propre définition ? Qu'en est-il de l'uniformisation des définitions ? Quelles sont les institutions qui font partie du Shadow Banking ? Cela aurait-il un impact sur la taille du secteur ? Les risques sont-ils alors différents ? Ces prérogatives seront donc abordées tout au long de la première section.

B - Le second thème dans lequel nous nous attarderons est celui du rôle de chaque institution dans la surveillance et la réglementation du Shadow Banking. Contrairement à ce que la presse a tendance à déclarer (Le Monde, 2017). Il en existe dans certains pays aussi bien à l'échelle européenne que mondiale. Quelle importance prend alors chaque Banque Centrale dans la régulation du Shadow Banking ? Quels rôles possèdent ces autres institutions ? Y a-t-il des accords ou des interactions entre ces organisations ou travailles-t-elles indépendamment ? Quel est le rôle de la Commission Européenne et de la Banque Centrale Européenne ? Y aurait-il des conflits d'intérêts entre certaines organisations ?

C - Enfin le dernier sujet à traiter sera celui des risques liés aux pratiques d'intermédiation non-bancaire décrite de manière très explicite dans la partie théorique qui peuvent différer de celles abordées pendant les entretiens. Nous nous efforcerons de mettre en lumière la différence d'interprétation et il sera question de comparer ces différents risques et de comprendre leur degré d'importance du point de vue des régulateurs nationaux et européens. Cette section permettra de mieux comprendre les priorités des régulateurs.

La clarification des différents sujets de ce chapitre est un passage nécessaire avant le test des trois hypothèses répondant à la question de recherche de ce mémoire. Il est effectivement nécessaire de comprendre la définition du Shadow Banking, d'identifier les régulateurs principaux et les risques pour répondre de manière constructive et objective à la question initiale. Le test d'hypothèses sera traité lors du sixième chapitre.
Ce mémoire se conclura par un dernier chapitre qui mettra en lumière les limites de cette recherche du Shadow Banking mais aussi les perspectives d'avenir du monde de la finance et du Shadow Banking en général dans une vision à moyen et long terme. Il sera question alors de déterminer les points d'attention dans un horizon 2023-2025.

II. La non-uniformisation des définitions du Shadow Banking

Pour initier toute recherche, il est nécessaire de définir le concept principal. Dans le cas du Shadow Banking, la première difficulté est de trouver une définition claire et précise du Shadow Banking. Tout d'abord l'intermédiation non-bancaire est un sujet très récent. Depuis 2010, le Conseil de Stabilité Financière a été mandaté pour initier des recherches permettant de fournir des recommandations politiques sur le Shadow Banking. Ensuite, l'autre difficulté réside dans le non-consensus explicite de l'usage d'une seule définition du Shadow Banking à travers les organisations responsables de la surveillance de ce secteur d'activité.

a. Shadow Banking ou intermédiation financière non-bancaire ?

La difficulté de ce mémoire fut sans contestation la recherche d'interviews. Il est d'autant plus compliqué d'effectuer des travaux convenables quand on travaille sur un sujet aussi sensible. Pour beaucoup, ce terme de « shadow » peut directement se référer à un aspect de non-contrôle, d'illégal, de suspicieux dans lequel il est difficile et risqué de s'avancer. Par ailleurs, la totalité des intervenants a décrit cette expression comme problématique puisqu'elle

fait référence à un concept partiellement erroné. Pour des experts comme **« Eric » ou "Phillip",** il est très facile de faire des raccourcis. Le Shadow Banking est un concept que les gens ne comprennent que partiellement, à travers une logique d'activité de même nature que les banques traditionnelles.

Pour la majorité des intervenants, le terme Shadow Banking en lui-même ne pose pas de problèmes, à la différence du grand public. **Stan Clays,** député Européen sur la stabilité financière a souligné le fait qu'il y a eu un consensus au niveau du CSF pour renommer de manière plus appropriée le terme de Shadow Banking qui été modifié pour s'appeler maintenant « intermédiation financière non-bancaire » (FSB, 2018). L'objectif est d'uniformiser le concept à l'échelle internationale, mais surtout de nommer ce secteur par l'activité principale qu'elle représente : l'intermédiation financière. Bien que la Commission Européenne ne soit pas entièrement partisane de cette idée, il est toutefois nécessaire d'uniformiser ce concept à l'échelle internationale. Claudia[20] a alors confirmé que des discussions sont actuellement en cours à la Banque Centrale Européenne sur une éventuelle modification plus appropriée du terme, modification qui aurait d'ailleurs déjà été mise en place en interne au sein de certaines Banques Centrales, notamment la Banque de France. Selon "Florentin", macro-économiste à la Banque de France, il est préférable de parler de « financement non-bancaire », il s'agit plutôt d'un consensus parce que l'objectif est d'éviter toute mauvaise interprétation.

Il suffit aujourd'hui de consulter le site du CSF pour remarquer que le terme Shadow Banking a été remplacé par « Non-Bank Financial Intermédiation ». Il s'agit de faire comprendre au grand public qu'il est question d'activités d'intermédiation pratiquées par des institutions autres que des banques. Nous remarquerons que ce terme peut aussi être décliné sous différentes formes, comme « financement non-bancaire ». Claudia, de la Banque Centrale Européenne a tenu à préciser que les membres de la BCE ou certaines autres institutions nommaient cette activité le « Market-Based Finance ». Pour des raisons pratiques, nous utiliserons dorénavant ces nouvelles expressions pour caractériser le Shadow Banking. De plus, les intervenants ont mentionné différentes discussions menées par la BCE, la FSMA, la NBB ou la Banque de France concernant un tel changement. Bien qu'il semblerait que cette modification soit mineure dans les travaux de recherche de ce mémoire, c'est un fait qui doit

[20] La personne interrogée a voulu garder son anonymat.

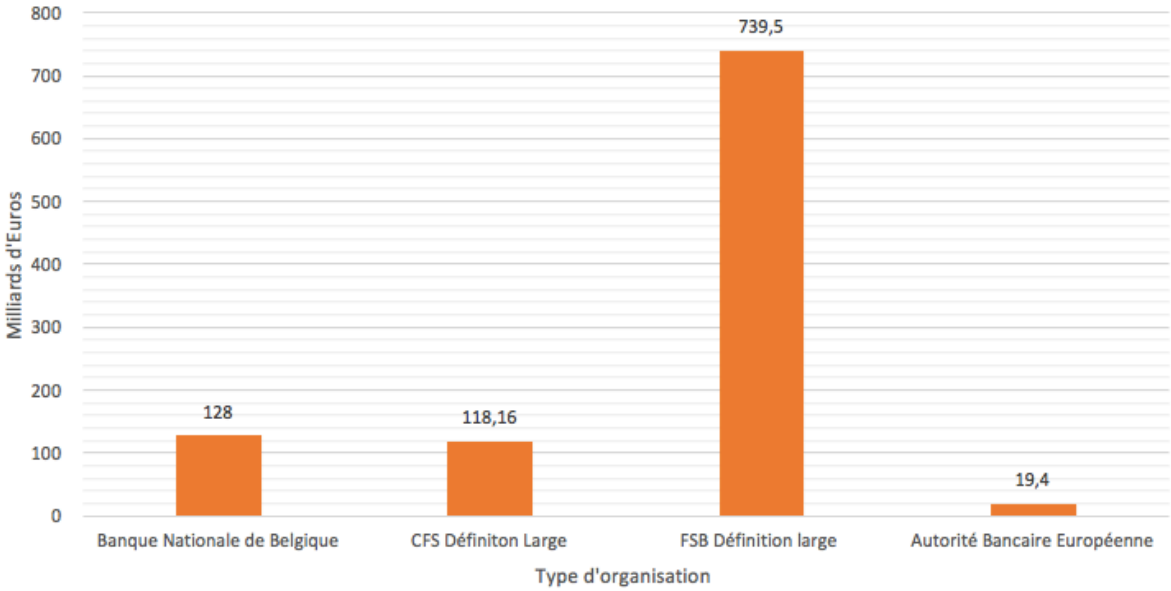
être pris en compte puisqu'il s'agit d'un sujet beaucoup discuté au sein des organisations nationales et internationales et qui pourrait être vulgarisé dans un avenir proche.

b. Quelle définition doit-on choisir ?

Maintenant que ce premier point a été clarifié, il est nécessaire de s'attarder sur la définition propre de l'intermédiation non-bancaire. Bien que celle-ci fournie par le CSF soit généralement utilisée par la majorité des organisations, il en existe d'autres fournies par différentes institutions. Il est par conséquent fort probable que les décisions prises en termes de régulations puissent varier en fonction de la définition choisie. Mais pour quelles raisons ? Lorsqu'une banque nationale initie des recherches de surveillance et de régulation du Shadow Banking, elle doit être prudente sur la définition qu'elle attribue à ce secteur, car le type d'activité ou entité variera en fonction de celle-ci.

Un point de discussion est survenu lors de l'entretien avec "Phillip". Il était d'abord question de traiter de l'évolution de cette activité en Belgique lors de ces 10 dernières années. En comparant les données fournies par la Banque Nationale de Belgique et le CSF, on a constaté une différence de 6 milliards d'Euros pour mesurer la taille du Shadow Banking en Belgique. Avec une variation minime de 4 % entre les deux mesures, on a constaté qu'il était important de comprendre quelles étaient les institutions financières inclues dans la définition. Allons plus loin dans l'exemple du Shadow Banking en Belgique avec l'illustration ci-dessous. Ce graphe décrit la taille du Shadow Banking évaluée respectivement par la NBB avec la FSMA, le CSF sous la définition étroite et large et enfin par l'EBA (European Banking Authority).

Figure 9 : Belgique, Taille du shadow banking en fonction de chaque définition



Ce graphe permet au lecteur de comparer de manière intuitive la taille du Shadow Banking en Belgique estimée par ces trois instituions[21]. Comme mentionné auparavant, cette différence en taille est due au fait que ces 3 organisations ont estimé la taille de ce secteur de manière différente. On note tout d'abord que les estimations de la NBB et du CFS (narrow mesure) sont assez proches (10 milliards € de différence entre les deux valeurs). La taille disproportionnée estimée par la définition large, 739 milliards €, s'explique par l'usage d'OFIs (Other Financial Intermediaries). En d'autres termes, le CFS définit les Shadow Banks comme l'ensemble des institutions financières qui ne sont ni des banques centrales, ni des banques traditionnelles, ni des compagnies d'assurance, ni des fonds de pension, ni des organisations financières publiques ou des auxiliaires financiers (CFS, 2017). On obtient ainsi une définition assez large incluant des institutions financières qui ne représentent en grande majorité aucun danger pour la stabilité financière belge. Finalement, dans notre quatrième cas, l'estimation réalisée par l'EBA (19 milliards d'Euros) paraît extrêmement faible. Cette définition parallèle inclut seulement les fonds d'investissements alternatifs belges (AIFs) et les MMFs (FSMA & NBB, 2018).

Cet exemple discuté lors des différents entretiens souligne parfaitement l'importance d'une uniformatisation des définitions du Shadow Banking. La conséquence principale d'une

[21] Les seconde et troisièmes définitions ont toutes deux été établies par le Conseil de Stabilité Financière. Il y a par conséquent quatre définitions élaborées par 3 organisations.

divergence entre ces différentes définitions est celle de l'estimation des risques. Autrement dit, le Shadow Banking doit-il impérativement inclure les secteurs qui représentent un risque pour la stabilité financière ? Sur base de ce critère, nous devons prendre en compte les firmes qui pratiquent la transformation de liquidités et partiellement la transformation de maturité. Ainsi, nous pouvons déjà établir une différence entre une définition large et restreinte établie par le CSF. Ensuite peut venir la question d'inclure les compagnies d'assurance ou non.

c. Consolidation

Enfin, un dernier point sur lequel Monsieur de Wachter a insisté est l'usage des statistiques incluant les entreprises consolidées sous la structure d'une banque. Il peut arriver que certains fonds indépendants remplissent les conditions d'une Shadow Bank, mais soient en réalité compris dans les comptes de consolidation d'une banque et donc directement sous le contrôle de la banque et par ricochet de la régulation bancaire. Bien qu'ils soient indépendants et actifs dans la transformation de maturité et de liquidité, ces fonds ne devraient pas être considérés comme faisant partie du Shadow Banking. Cela s'explique par le fait que les régulateurs bénéficient d'une transparence comparable à celle d'une banque pour surveiller ces institutions. Ainsi, ils ne représentent plus de risque aux yeux des régulateurs.

On retrouve assez souvent des entreprises de leasing de véhicule ou de manufacture par exemple, qui n'incluent pas des transformations de maturité ou de liquidités donc sans risques. Il est assez courant de trouver à travers les OFIs en Belgique des centres financiers ou des centres de coordination financière. Leur fonction principale est de faire transiter les profits sur le sol belge pour des raisons fiscales (de déduction du taux d'intérêt notionnel par exemple). C'est la raison pour laquelle le Shadow Banking n'est pas considéré comme risqué en Belgique. Cela dit, le risque n'est pas nul car l'effet de contagion d'autres pays existe. Nous reviendrons ultérieurement sur le cas de l'Irlande.

L'usage du terme de Shadow Banking dans certaines revues spécialisées montre que le terme est associé à « risques », « dangers » comme on l'a vu dans un précédent chapitre. C'est pourquoi des institutions comme le CSF ou la BCE veulent modifier l'appellation Shadow Banking pour le rendre plus accessible aux yeux du grand public.

Le second point de comparaison avec la recherche théorique est l'usage de la définition du Shadow Banking. Encore une fois, dans la majorité des revues spécialisées, les chercheurs

décrivent le Shadow Banking à travers la définition large établie par le CSF. La taille du secteur de l'intermédiation non-bancaire qu'elle soit au sens étroit ou large peut varier respectivement de 34 à 99 milliards de $. En fait, ce secteur pourrait représenter près de 100 milliards de $ alors qu'en réalité seulement 1/3 est à risque pour la stabilité financière.

III. Quel rôle pour quelles institutions ?

a. Le Shadow Banking : un secteur non-régulé ?

Une hypothèse longuement soutenue lors de la partie théorique concernait la régulation du Shadow Banking. Beaucoup de revues insistent sur la très faible voire inexistante régulation de ces institutions financières, ayant souvent tendance à comparer ce secteur d'activité à celui du milieu bancaire. Ces journalistes insistent sur le fait que les Shadow Banks ne sont pas contraintes aux régulations bancaires. En tant que lecteur, nous pourrions penser que la finance non-bancaire n'est donc pas du tout régulée. Ceci est un raccourci qu'il faut absolument éviter. Il est vrai que ces organisations ont moins de contraintes que les banques, mais elles sont sujettes à d'autres régulations propres à ce qui les caractérise en tant que hedge funds, fonds d'investissement ou MMFs par exemple.

Comme leur activités principales se rapproches de celle des banques, doit-on alors exiger les mêmes régulations pour les deux secteurs ? Non selon « Eric ». Il serait très important d'analyser les risques au niveau des activités du Shadow Banking et de faire en sorte que ces réglementations soient une réponse adaptée à ces différents dangers. De nombreuses directives sont déjà en place et permettent de définir les frontières de chaque type d'institution. La réelle question est de savoir si on met en place plus de réglementations ! Certains intervenants ont cité le besoin d'instaurer des directives qui permettent d'ouvrir les marchés de capitaux au niveau européen. La non-uniformisation d'un certain nombre de directives à l'échelle européenne reste un point d'amélioration. La fragmentation entre chaque frontière reste un domaine dans lequel les régulations nationales devraient converger dans le futur. C'est pourquoi le concept de Capital Market Union est revenu à plusieurs reprises dans les interviews. C'est un plan établi par la Commission Européenne visant une intégration des marchés de capitaux dans un horizon proche au sein de l'Union Européenne. C'est un point assez important pour la croissance de notre économie européenne, sachant qu'aujourd'hui le marché des capitaux est fragmenté à travers les frontières nationales (Commission Européenne, 2018). Ce marché

ouvert à l'échelle européenne serait donc vu comme une alternative de financement crédible au système bancaire affaibli par les contraintes réglementaires (Commission Européenne, 2018). Nous reviendrons sur le concept de CMU lors du cinquième chapitre.
Qu'en est-il de cette régulation du Shadow Banking ; est-elle mise en place au niveau national ou Européen ? S'agit-il d'une législation internationale, dans laquelle le CSF tient un rôle principal dans la surveillance de ces institutions ? Ces trois questions soulèvent la problématique complexe des responsabilités dans le Shadow Banking. C'est la raison pour laquelle il est très difficile de comprendre l'intermédiation financière dans son ensemble. Cette section cherchera à clarifier cette problématique.

b. Niveau national

Nous abordons ici le problème de la régulation du Shadow Banking au niveau de chaque pays membre de l'Union Européenne. Comme dans beaucoup de domaines tels que la fiscalité, le Shadow Banking est un secteur qui doit respecter certaines directives au niveau européen, mais doit principalement se conformer aux règles nationales. Il existe donc un gros problème d'uniformisation.

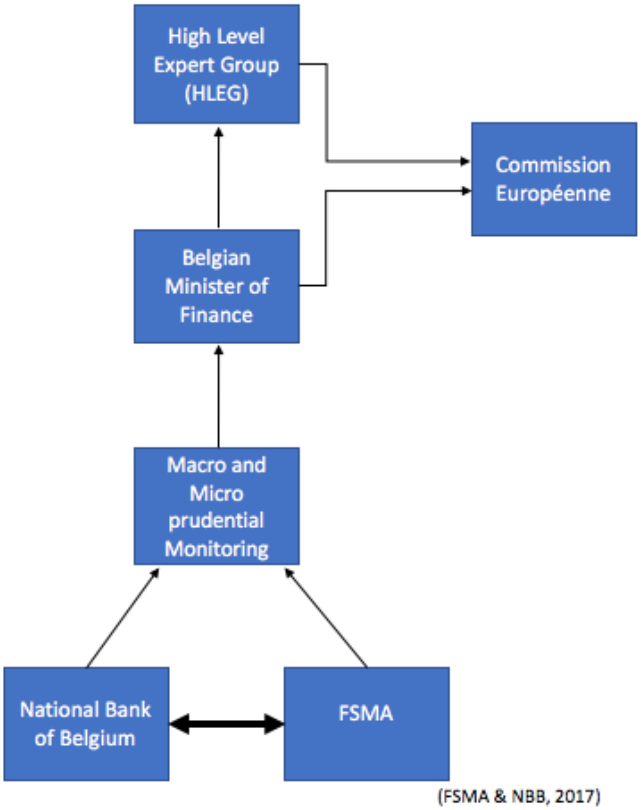
Bien que nous n'allions pas nous éterniser sur l'ensemble des lois mises en place dans chaque pays de l'Union Européenne, on vas quand même nous intéresser au cas de la Belgique. Cela nous permettra de comprendre les motifs d'importantes décisions réglementaires par la suite. Les responsabilités de supervision en Belgique sont séparées entre la FSMA et la Banque Nationale de Belgique. La NBB est l'autorité de supervision micro et macro-prudentielle, ce qui signifie qu'elle supervise la stabilité financière belge dans son ensemble. Le FSMA est une autorité micro-prudentielle, se focalisant sur la protection du consommateur, c'est-à-dire les investisseurs, les créditeurs ou les personnes assurées, mais aussi sur le bon fonctionnement des marchés financiers.

Comme mentionnée précédemment, la NBB possède deux rôles de supervision : l'un est micro-prudentiel et l'autre est macro-prudentiel. Ce fonctionnement est fortement similaire au système Suisse, où la Banque Nationale est en charge des deux aspects, alors que la FINMA n'est que de la supervision micro-prudentielle. Selon Robert Bichsel, directeur du système bancaire à la Banque Nationale de Suisse : « Ce que nous avons appris de la dernière crise, c'est qu'une protection individuelle des institutions financières n'est pas suffisante pour se protéger des risques financiers ». Lorsque l'interaction entre les marchés devient de plus en plus

globalisée, les risques systémiques deviennent de plus en plus importants. Cela signifie que les effets de contagions sont de plus en plus considérables. C'est pourquoi il est devenu nécessaire, en Belgique comme en Suisse, de développer des compétences macro-prudentielles qui permettent d'avoir une vue plus globale sur l'ensemble des marchés.

Mais comment s'établit la structure de régulation du Shadow Banking en Belgique ? Le graphe ci-dessous nous permettra de mieux le comprendre. En raison de la forte croissance du Shadow Banking, la Banque Nationale de Belgique et le FSMA ont été conjointement mandatés en 2015 par le ministère des Finances belge d'établir une structure de surveillance macro et micro-prudentielle de la finance non-bancaire en Belgique. L'objectif à long-terme était de définir la position du secteur financier belge dans son ensemble. Le rôle de la FSMA et de la Banque Nationale était par conséquent multiple. Il s'agissait premièrement d'établir un modèle de surveillance sur leur domaine d'expertise et deuxièmement, chaque année, ces deux institutions fournissaient un rapport : « Report on Asset Management and Shadow Banking ». Ces recherches mettaient en lumière le secteur de l'intermédiation non-bancaire en Belgique, permettant de mieux comprendre les risques, l'importance de l'interconnexion et les régulations mises en place. L'objectif était d'établir un constat sur le Shadow Banking et de fournir des recommandations au ministère des Finances en Belgique.

Figure 10: Structure de surveillance du Shadow Banking en Belgique



(FSMA & NBB, 2017)

À l'échelle nationale, le rôle de ces deux organisations est plutôt consultatif. Bien que leur objectif soit de fournir des recommandations au ministère des Finances belge, leurs rapports sont aussi destinés au Groupe d'experts de Haut Niveau sur la Finance Durable (HLEG). Le HLEG est un groupe de consultation établi par la Commission Européenne en 2016. Il rassemble 20 experts qui ensemble fournissent des recommandations stratégiques sur la finance durable dans une perspective à long terme.

En conclusion, les institutions nationales ne régulent pas directement ce secteur d'activité, mais possèdent plutôt un rôle consultatif.

c. Interactions et Régulations à l'échelle Européenne

Il existe dans chaque pays des organisations telles que la Banque Nationale de Belgique ou le FSMA. Cependant, toute ces institutions ne se cantonnent pas seulement à un rôle de consultation. Elles interagissent aussi énormément soit avec des banques centrales, soit avec des institutions régionales telles que l'ESMA, la Commission Européenne, l'ERSB ou la BCE.

Chacun des intervenants, travaillant soit pour une organisation nationale soit pour une organisation européenne a insisté sur l'importance de l'effort de coopération entre chaque institution. Il faut d'abord savoir que des institutions européennes et internationales telles que le CSF, l'ESMA, l'ERSB ou la BCE sont en contact permanent avec chaque banque nationale. Celles-ci ont plusieurs rôles. Elles interagissent pour fournir leur expertise et émettent des recommandations. Il ne faut pas croire que ces deux types d'organisations sont clairement séparées car il arrive parfois que certains collaborateurs d'une banque nationale sont aussi membres d'un comité au niveau de la BCE, de la Commission Européenne, de l'ERSB.
Mais que sont vraiment ces institutions Européennes ?

I. ESRB

L'ESRB ou Comité Européen du Risque Systémique, est une institution crée par le Parlement Européen, permettant de combler « les graves lacunes de la surveillance un sein de l'Union Européenne » dans la perspective de développer des marchés plus intégrés (Parlement Européen, 2010). L'ERSB est donc en charge de la surveillance macro-prudentielle du système financier européen. Elle possède un rôle de prévention et de réduction des risques systémiques sur le domaine du Shadow Banking. Il s'agit aussi des assureurs, des gestionnaires d'actifs et de l'ensemble des marchés financiers européens. Le Board, tenu par Mario Draghi, le président de la BCE discute des thématiques du système financier européen, dont le Shadow Banking. Si besoin est, l'ERSB émet des recommandations ou des points d'attentions à la BCE et la Commission européenne.

II. ESMA

L'ESMA, ou Autorité Européenne des Marchés Financiers, est une organisation mise en place par le Parlement Européen dans le but de protéger la stabilité du système financier européen. Cette autorité indépendante sur un aspect beaucoup plus micro-prudentiel se penche sur la protection des investisseurs et la stabilité des marchés financiers (Parlement Européen, 2009). L'ESMA possède quatre fonctions principales : 1/ l'évaluation des risques au niveau des investisseurs, mais aussi au niveau des marchés. 2/ l'intégration, non pas des marchés, mais des cadres de régulation au niveau européen. 3/ la supervision des institutions financières. 4/ la création d'un livre de lois pour les marchés financiers européens.
Ce que nous pouvons constater, c'est que toutes ces mises en place sont très récentes et pas encore très efficaces. Cela signifie qu'il y aura besoin de temps avant que leur rôle soit clairement définit, et qu'elles puissent être pleinement efficaces.

III. BCE

Quel est le rôle joué par la Banque Centrale Européenne dans l'intermédiation non-bancaire ? Au-delà de son contrôle sur la politique monétaire, la BCE est un acteur majeur dans l'avenir du Shadow Banking en Europe sur plusieurs aspects :

- Son **contrôle sur les taux d'intérêts**, qui est selon « Jean [22]», un facteur important qui attire ou freine les investisseurs à entrer dans le Shadow Banking. Les taux d'intérêts actuellement bas ont pour objectif de pousser les gens à quitter l'intermédiation bancaire classique vers des formes de placement plus rémunérateurs. Monsieur Callatay considère que ce domaine d'intermédiation non-bancaire est effectivement moins régulé, et permet de prendre des positions considérablement plus importantes.
- Ses **politiques macro-**prudentielles et son rôle dans la stabilité financière ont aussi un impact considérable sur le Shadow Banking system. Un des intervenants (anonyme) a précisé que la BCE initie des politiques à caractère préventif permettant de réduire les risques et vulnérabilités à travers le système financier Européen. Cela peut se traduire par des exigences en capital, des restrictions sur les activités financières, etc.
- La BCE est aussi considérée comme responsable du **SSM, le Single Supervisory Mechanism**. Le SSM est selon « Eric » un travail micro-prudentiel partagé par la Banque Centrale Européenne et chaque banque centrale nationale. Il s'agit de la supervision bancaire en Europe (Commission Européenne, 2013). Le Rôle principal de la BCE est de s'assurer du respect des régulations mises en place au sein de banques principales en Europe. « François », faisant partie du SSM a pu nous en apprendre un peu plus sur son fonctionnement. Cela regroupe un ensemble de 1000 personnes séparées en quatre directorats se focalisant chacun sur différents types de banques. Le premier travaillant sur les plus grandes banques d'Europe et le dernier analysant un plus grand nombre de banques mineures.

IV. Commission Européenne

Nous abordons à présent la Commission Européenne, organe extrêmement important dans le développement du Shadow Banking en Europe. Cette organisation est l'organe exécutif et

[22] L'identité de chaque intervenant sera gardée confidentielle. Pour cela, chacun se verra attribué un nom fictif.

législatif de l'Union Européenne. C'est-à-dire qu'elle possède un rôle de proposition et d'exécution des lois, mais aussi un contrôle de l'application de ses directives (Hix, 1999). "Christian", Député à la Commission Européenne souligne qu'il existe deux types d'alternatives qui peuvent être initiées par la CEE :

- **La loi** est quelque chose que l'on applique à l'échelle du secteur en question dans sa globalité. Tout le monde doit s'y plier.
- **Les directives** sont plutôt vues comme des recommandations. Le but est de promouvoir certaines idées dans le but de permettre aux membres de l'Union Européenne de transposer chaque directive à leur manière. Cela peut être un avantage, mais aussi un risque, celui de non-uniformisation des politiques nationales à l'échelle européenne.

d. Niveau international

L'une des organisations les plus importantes dans la régulation du Shadow Banking à travers le monde est le Conseil de Stabilité Financière. Créé par le G20 en 2009, au lendemain de la crise, le rôle principal du CSF est de promouvoir la supervision et la régulation financière à travers le monde. Son premier rôle est la participation à l'harmonisation mondiale des supervisions du Shadow Banking. L'importance de cette structure réside dans sa composition, un ensemble de Gouverneurs de différentes banques nationales. Le CSF se base sur un partenariat avec différentes institutions internationales[23], mais aussi l'ensemble des banques nationales partenaires. En d'autres termes, elle permet à toutes les organisation européennes et nationales à travers le monde de discuter des risques, mais aussi de sujets de régulation dans le but d'harmoniser le processus de supervision du Shadow Banking.

e. Que doit-on en conclure ?

Les régulations de l'intermédiation non-bancaire existent, le Shadow Banking n'est pas un système en roue libre. Devons-nous nous en satisfaire ? Probablement pas. Sachez toutefois qu'une bonne partie des organisations décrites ci-dessus n'ont émergé qu'au lendemain de la crise financière, voire des années plus tard. Pour Monsieur Hilgers, ce qui a été fait jusqu'à aujourd'hui en matière de réglementation est une bonne chose, mais cela ne pourrait pas suffire. Nous ne connaissons jamais la provenance d'une crise ! Depuis 10 ans, nous pensons que la

[23] Des organisations telles que l'OCDE, IMF, la Banque Mondiale et le Bank for International Settlements (BIS).

solidité des banques et des compagnies d'assurances est meilleure, sans pour autant dire que ces institutions sont invulnérables. Notre secteur évolue, cela veut dire que nous devons aussi nous adapter à des nouveaux besoins et mettre en place des directives adaptées à ce nouvel environnement. La réglementation du Shadow Banking doit être quelque chose de progressif.

Si nous voulons que le Shadow Banking continue à financer une partie de notre économie, nous ne devons le réguler. Certaines personnes interrogées pensent que nous sommes sur la bonne voie. Nous reviendrons sur l'ensemble des directives qui sont déjà effectives lors du chapitre suivant. Nous sommes en pleine phase de développement du Capital Market Union, et l'efficacité de chaque décision prise à l'échelle européenne s'étale sur une perspective de plusieurs années.

IV. Réalités sur les risques du Shadow Banking

Dans la dernière section de ce chapitre, on comparera les risques du Shadow Banking mis en lumière lors de nos recherches littéraires avec ceux soulevés lors de nos entretiens. Bien que l'on remarque une certaine similitude, les entretiens ont montré que le risque est mieux identifié, à savoir, le risque systémique, le manque de transparence, l'inexistence de garantie publique, ou le risque de manque de liquidité des marchés financiers comme mentionné dans la première partie.

a. Risque de liquidité et de rédemption

Le risque souvent illustré par les intervenants, tant au niveau des banques nationales qu'au niveau de la BCE, est celui des liquidités et maturités. Revenons sur ces deux concepts. La transformation de liquidité est l'usage de passif court terme pour investir dans des actifs moins liquides à long terme.

La transformation de maturité se traduit par l'obtention d'un prêt à court terme, dans le but d'investir à long terme.

Cette pratique est vue par la majorité des intervenants comme le risque le plus important de l'intermédiation non-bancaire. Dans le Shadow Banking les fonds d'investissement sont les fonds les plus actifs dans la transformation de liquidité. On investit dans le fond d'investissement, qui va par la suite placer cet argent dans des domaines plus en phase avec nos exigences. Le risque est d'investir dans des actifs moins liquides à long terme. Certains parlent d'une illusion de la liquidité au passif. Comme il s'agit souvent de fonds ouverts (open-ended),

le client (corporate ou retail) a la possibilité d'entrer ou de sortir du fond quand il le souhaite. Cela peut devenir risqué lorsqu'il devient difficile de récupérer à court terme.

Nous avons abordé dans la partie théorique le risque de manque de liquidité du marché. Nous allons maintenant reformuler cette problématique. Le gestionnaire d'actifs a plus de difficultés de vendre sur le marché des actifs moins liquides. En situation de stress, une grande partie de clients ont le droit de se présenter pour obtenir le remboursement de leurs parts. Cela forcera le gestionnaire à vendre ses actifs à prix cassé. Cela ne peut pas créer une crise, mais l'exacerber, et l'accroître. C'est ce que l'on appelle l'effet de contagion à travers les marchés. C'est ici que le risque systémique prend toute son importance. Lorsque les marchés sont fortement interconnectés, les risques de contagion sont d'autant plus importants, ce qui peut entraîner une insolvabilité en cascade (Ranaldo, 2017).

Nous sommes en train d'introduire un concept crucial, celui du risque de rédemption, qui est la conséquence du risque de liquidité. Il s'agit de la demande de l'investisseur auprès du fond de pouvoir récupérer son capital investit. Il peut s'agir d'actions, obligations ou la vente des parts dans le fond en question. En situation de stress dans les marchés, l'effet de rédemption se fait en cascade, et pousse les autres investisseurs à agir de la sorte et à récupérer leurs fonds au plus vite. Cela provoque un effet de richesse négatif pour ceux qui détiennent encore les fonds, en situation d'incertitude. À ce moment-là, les conséquences sont difficiles à anticiper sur le plan macro-économique mais on peut imaginer une baisse des actifs sur le marché., qui impactera directement les acteurs réglementés à savoir, les banques. Cela peut avoir pour conséquence en période de stress d'entraîner la faillite de ces fonds.

b. Les positions sur les produits dérivés synthétiques

Une autre préoccupation en Europe et plus particulièrement en Belgique est le marché des dérivés. Le danger se traduit par le faible contrôle des positions prises sur ce marché. Il peut s'agir de positions prises par des fonds pour couvrir un risque ou offrir une garantie en capital par exemple. Un produit dérivé synthétique est un produit financier dont la valeur dérive d'un actif sous-jacent (actions, obligations, devises, matières premières, etc.) et qui permet de parier sur les mouvements de ces sous-jacents (Morisod & Zaki, 2014). Le risque est la méconnaissance de la nature des contreparties car il est difficile d'identifier leur nature provenant des positions dérivées. Cela peut même entraîner une crise !

Il est donc très difficile pour un régulateur d'identifier le Shadow Banking avec précision, notamment en Belgique, car il est nécessaire de prendre en compte les positions de dérivés synthétiques dans leur entièreté. Il est donc possible que la valeur de ces positions soit sous-estimée.

Nous connaissons la position des banques belges sur les produits dérivés, mais il est très difficile d'en identifier l'initiateur. Il est donc nécessaire d'avoir une vue claire sur la nature des contreparties en position dérivées. Celle-ci peut être fournie par l'EMIR, une initiative émise par l'Union Européenne en 2012, réglementant le marché des produits dérivés. Les données fournies par EMIR ne sont toutefois pas encore exploitables.
En quoi la méconnaissance de ces connexions est-elle dangereuse pour la stabilité financière ? Le risque est simple, si les positions sur les dérivés sont extrêmement concentrées entre quelques institutions qui prennent une position des deux côtés, le défaut de l'une d'entre elles peut faire capoter tout le système et créer un effet de contagion à travers les firmes interconnectées.

Certains pensent que l'existence des CCP n'est pas suffisante. Un CCP, ou Central Counter Party Clearing House est une organisation active dans les marchés des dérivées en Europe permettant de réduire les risques opérationnels, de défaut ou même légaux lors d'une transaction. Il s'agit d'un intermédiaire entre les deux parties qui va garantir les termes de cet échange en cas de défaut. Nous reviendrons sur la nature des CCP's dans le prochain chapitre. Dans notre situation, les CCP n'ont pas assez de capital pour couvrir les défauts initiés par des dérivés synthétiques.

En résumé, la titrisation en tant que telle n'est pas gênante tant que le risque est correctement appréhendé par ceux qui octroient le crédit, l'achète et l'investit. Le risque est donc le manque d'information d'un de ces trois acteurs et cela s'appelle « incentive misalignement ». Le dérivé synthétique est un produit qui est acheté, ensuite reconditionné et puis revendu. Ce type de dérivé peut donc amener certains à investir sur des positions sans vraiment les connaître dans le but d'empocher une commission plus importante que sur des produits classiques. Nous verrons par la suite que la Commission Européenne a mis en place un ensemble de régulations sur la titrisation nommée « Cadre de la titrisation Simple, Transparente and standardisée » en 2017, dans le cadre du CMU (Commission Européenne, 2017).

c. Le Step-in risk

Le « step in risk » est le risque potentiel qu'une banque apporte un soutien à une entité indépendante et non-consolidée, indépendamment de toute responsabilité contractuelle dans le cas où cette entité se retrouve dans une situation de stress. La différence avec un fond consolidé est le fait que la banque est en droit de lui fournir un soutien financier. Ce support peut s'expliquer par le besoin de réduire le risque de réputation provenant de son lien avec cette entité (BIS, 2017). Ce risque est particulièrement présent en Belgique, moins à l'étranger. Il est principalement question de fonds conçus par les banques, dans le but d'investir par la suite dans ces produits bancaires. Le débat réside autour des exigences que l'on devrait assigner autour de ces banques, car aujourd'hui il n'y a pas de contrainte.

Une banque adopte un comportement rationnel. Or, si ces fonds ont des problèmes, les banques chercheront à intervenir (bien qu'elles ne soient pas tenues légalement de le faire) dans le but d'éviter de perdre un client par exemple. C'est pour cela que la Bank for International Settlement (BIS) est en discussion pour imposer des restrictions aux banques dans ce domaine. Cela ferait alors parti du pilier II des exigences de Bâle.

d. Le risque systémique

Le risque systémique est un risque découlant partiellement du risque de « Step-in ». Dans l'exemple précédent, nous avons mentionné une banque cherchant à couvrir un fond qu'elle possède dans le Shadow Banking. Il s'agit donc d'une banque en Belgique, et d'un fond localisé en Irlande par exemple. S'il arrivait que ce fonds fasse de lourdes pertes en Irlande, cela se répercuterait directement sur le marché local, mais aussi auprès de la banque en question. Si les fonds sont consolidés auprès d'une banque, les régulateurs peuvent facilement faire le rapprochement sur l'ensemble des interconnections entre les banques et ces fonds. Les connections avec le secteur bancaire sont connues dans les limites du périmètre bancaire (les fonds consolidés aux banques inclus). Il est donc beaucoup plus difficile d'évaluer les connections entre les gestionnaires d'actifs manipulant des produits très complexes lorsqu'ils interagissent avec des contreparties hors du système bancaire. C'est ce qui constitue la zone d'ombre. Au plus ces interconnections méconnues des régulateurs sont importantes, au plus le risque systémique sera considérable et dangereux.

Comme on n'a pu le noter, ces quatre risques identifiés à travers les huit entretiens recouvrent d'autres risques tout aussi importants. Des solutions ont été proposées pour lutter contre les risques de liquidité et maturité, les risques de produits dérivés synthétiques, ceux de « Step-in » et enfin de risque systémique. Elles sont toutefois très récentes car certaines ont été votées par le parlement seulement en 2017. Cela signifie qu'il y aura besoin de temps pour que la Commission Européenne, la Banque Centrale Européenne et les régulateurs nationaux puissent lutter efficacement contre les dangers du Shadow Banking.

Chapitre 6 : Comment réglementer le Shadow Banking

I. Réponse à la question de recherche

L'objectif du cinquième chapitre était de fournir des précisions permettant de répondre à la question initiale portant sur la manière avec laquelle nous devrions réguler le Shadow Banking. Cela nous a permis de mieux comprendre :

- L'**objectif initial des entretiens** effectués dans le cadre de ce mémoire,
- **La multitude de définitions du Shadow Banking** à travers le monde. Cela peut avoir d'importantes conséquences lors des prises de décisions sur le plan réglementaire.
- **Le rôle de chaque organisation nationale, européenne et internationale**. Une fois leur rôle définit, nous avons identifié comment chaque décision (consultation ou recommandation) est émise par une de ces institutions.
- **Les principaux risques identifiés par les intervenants**. Ainsi, il nous sera plus facile de comprendre ce qu'il est nécessaire de réguler en priorité pour réduire les risques du Shadow Banking.

La clarification de ces 4 sujets nous permettant de répondre à la question suivante : « Réguler l'ensemble des activités financières non-bancaires serait-il vu comme la solution appropriée pour contenir les risques relatifs à l'instabilité financière ? ». Nous repasserons à travers les trois hypothèses élaborées, permettant de répondre à cette question. L'objectif sera de s'attarder sur chacune de ces hypothèses et de vérifier la viabilité de chaque réponse proposée. À la fin de ce sixième chapitre, nous devrions avoir identifié celle qui répondra de manière adaptée à la problématique de ce mémoire.

II. La non-réglementation du Shadow Banking

Maintenant, la question est de savoir comment ce secteur peut être un important levier de financement pour notre économie. Une simple réponse à cette question serait tout simplement de ne pas réguler le Shadow Banking afin de permettre à cette activité de se développer et de financer l'économie mondiale. Cette esquisse de réponse n'est pas dénuée de tout sens. Si l'échantillon d'entretiens de ce mémoire ne comportait que des interviews avec

des gestionnaires de fonds, cette hypothèse serait en grande majorité adoptée comme la meilleure réponse à la question recherchée.

a. Avantages

Ne pas réguler ce secteur est-il la solution ? Dans cette perspective, cela voudrait dire que les régulations mises en place après la dernière crise sont fiables. Il y a donc peu d'inquiétude en ce qui concerne la capacité des régulateurs à réduire les risques du Shadow Banking. Cependant, le danger qui subsiste aujourd'hui est minime par rapport à ceux rencontrés lors de la précédente crise. Il est vrai que le Shadow Banking est un concept très schématisé. C'est-à-dire qu'il est très vaste, et il est très compliqué de réguler toutes ces institutions plutôt différentes (dans leur nature) en même temps.

Cela dit, ne pas réguler le Shadow Banking ne signifie pas que nous restions figé. Les Banques Centrales sont là pour surveiller le système financier. La BCE peut en effet mener des politiques pour influencer le comportement des Shadow Banks et réduire les risques sous-jacents. La taille du Shadow Banking serait dans cette perspective un sujet superficiel. La crise de 2008 nous a démontré que des problèmes relativement minimes peuvent avoir des conséquences très lourdes sur l'économie mondiale.

Nous sommes aujourd'hui dans un environnement où les taux d'intérêts sont bas, ce qui a pour effet d'encourager les acteurs financiers à basculer vers des formes plus rémunératrices mais peut-être moins régulées. Cela signifie qu'il n'est pas nécessaire d'utiliser des lois ou des directives pour réduire la taille du Shadow Banking. Une politique monétaire appropriée peut tout à fait influencer les acteurs financiers à re-basculer vers le secteur bancaire.

b. Contre hypothèse

L'objectif de cette partie pratique a été de diversifier cet échantillon d'entretiens. C'est pourquoi nous retrouvons également des intervenants (régulateurs ou experts) au niveau national ou Européen. L'intérêt est de développer une vision double du Shadow Banking : une vision micro-prudentielle et une autre macro-prudentielle. Il est donc nécessaire de diversifier l'échantillon pour bénéficier de cette double vision. Malheureusement, cette première hypothèse soutenant une non-régulation du Shadow Banking ne se justifie pas qu'à travers une vision micro-prudentielle. C'est d'ailleurs au lendemain de la crise que les régulateurs se sont rendu compte qu'une réglementation micro-prudentielle était insuffisante. À elle seule, elle ne

permettait pas de développer une supervision d'ensemble. Ainsi, les risques systémiques, le de « Step-in » ou encore celui relatifs aux produits dérivés synthétiques ne sont pas directement pris en compte.

De plus, certains experts ont insisté sur la phase de développement du Capital Market Union dans laquelle nous nous trouvons maintenant. Ce projet s'inscrit dans une perspective moyen-long terme, nous en sommes actuellement qu'à mi-parcours. Le CMU, qui est un projet initié par l'Union Européenne, est vue comme une autre manière de financer l'économie réelle. Nous ne pouvons toutefois nous satisfaire d'une telle réglementation. Les risques mentionnés par nos intervenants sont des dangers pour lesquels il est nécessaire de trouver des solutions. Il s'agirait par exemple de contraindre les investisseurs à récupérer leurs fonds en cas de situation de stress. C'est pourquoi nous avons besoin de régulations qui s'adaptent à nos nouveaux besoins.

En résumé, l'hypothèse de la non-réglementation ne peut être acceptée pour deux raisons :

- Les régulations actuelles ne possèdent majoritairement qu'une **vision micro-prudentielle**. La crise nous a montré qu'il était aussi nécessaire pour les régulateurs de développer un champ de vision micro et macro-prudentiel. Cette seconde perspective n'est qu'en voie de développement.
- Comme nous ne sommes qu'à mi-parcours du **CMU**, il est par conséquent nécessaire de continuer à mettre en place des règles qui permettront d'uniformiser chaque politique nationale.

III. La régulation complète, un irréalisme ?

a. Solution

A l'opposé, est-il nécessaire et réaliste d'exiger un cadre réglementaire aussi strict que celui appliqué aux banques à travers les lois de Bâle I, II et III ? Il est ici question de développer une structure réglementaire qui permettrait de contenir tous les risques du Shadow Banking. La proposition de la seconde hypothèse est : *«* Il est devenu obligatoire de réguler le Shadow Banking à l'échelle internationale, de la même manière que les banques à travers les régulations de Bâle. »

Une des leçons de la crise de 2008 est le lien que les banques et les Shadow Banks ont entretenu avec le reste de la finance mondiale. Nous savons que si un stress existe au niveau de l'intermédiation financière, l'accès aux sources de liquidités à travers les marchés sera plus compliqué. Cette approche nécessite la mise en place d'une instance de surveillance centralisée. Cela permettrait de rendre le Shadow Banking plus transparent et plus contrôlable (Pluchart, 2014).

Un encadrement global est une des seules solutions permettant de directement faire face aux risques systémiques du Shadow Banking. De plus les contraintes en capital peuvent être une solution permettant de réduire les risques relatifs à l'usage de leviers et de transformation de liquidités. Ceux-ci constitueraient un « buffer » en cas de stress sur les marchés.

b. Contre argument

Bien que cette solution permettrait de réduire drastiquement les risques mentionnés ci-dessus, l'hypothèse d'un cadre réglementaire et strict pourrait manquer de réalisme pour différentes raisons. Ce type de mise en œuvre globale prend son sens lorsque nous savons qu'il est très compliqué d'appliquer une réglementation à l'échelle nationale. Le Shadow Banking est pour certains états un moyen de bénéficier d'un avantage concurrentiel, en mettant en place différents types d'incitations, permettant d'attirer ou du moins faire transiter des capitaux étrangers. Il serait par conséquent fort difficile d'imposer à certains des restrictions leur faisant perdre leur avantage concurrentiel. Le Cercle Turgot, un cercle de réflexion français, soutient les explications fournies par nos intervenants, et vont d'ailleurs plus loin dans cette réflexion. Comme cette approche est assez complexe, il serait, de leur point de vue, plus intéressant d'agir par la voie diplomatique et de négociations (Pluchart & Mellios, 2015).

Il est aussi important de souligner qu'il n'est aujourd'hui nullement d'actualité pour la Commission Européenne, la Banque Centrale, le CSF et l'IMF, d'établir un tel cadre réglementaire. Le Shadow Banking a grandi au lendemain de la crise pour des raisons de faibles réglementations, mais aussi grâce à un environnement de taux poussant les fonds à bénéficier de plus grands rendements. Et cela est apprécié par les institutions européennes, car il est devenu impossible de financer l'économie réelle au moyen d'un seul canal. Nous savons aujourd'hui à quel point restreindre le canal bancaire est contraignant pour l'économie mondiale. La majorité des intervenants expriment l'idée selon laquelle l'intermédiation non-

bancaire devrait être régulée au même titre que celle des banques. Nous devrions placer nos ressources dans une meilleure identification des risques relatifs à l'intermédiation non-bancaire.

En résumé, cette seconde hypothèse propose d'établir un cadre réglementaire similaire à celui du système bancaire. Cela nous permettrait de faire face à un système beaucoup plus transparent et moins systémique. La faiblesse de cette proposition est le manque de réalisme et son éloignement important avec la réalité actuelle car :

- Certains Etats n'auraient **aucun intérêt à se plier à de telles contraintes.**
- Cette idée **s'éloigne du projet du Capital Market Union**. Il n'est donc pas réaliste d'abandonner un projet tel que le CMU, initiée au lendemain de la crise dans le but de construire une finance européenne plus résiliente.

IV. Mise en place de directives et régulations progressives

Les deux premières hypothèses (fin des régulations et la régulation totale du Shadow Banking) nous démontrent que le Shadow Banking est un sujet complexe et doit être manipulé avec précaution. Pour la grande majorité des experts interviewés dans le cadre de ce mémoire il n'est pas réaliste de laisser tous ces fonds et activités directement liées au Shadow Banking partiellement régulées, ni de les encadrer par une règlementation identique au système bancaire. La dernière proposition de réponse sera alors plus modérée et se situera à mi-chemin entre les deux précédentes. Elle s'axera sur le besoin de réguler ce secteur, mais aussi sur un aspect progressif basé sur l'évolution des besoins de notre économie européenne.

Enfin, la dernière hypothèse proposée est qu'« Il est nécessaire de continuer de mettre en place certaines directives telles que MIFID I et II, CCP ou AIMFD dans le but définir les frontières du Shadow Banking sans pour autant limiter ses capacités d'expansions à travers les différentes régions du monde. »

a. Solution ?

De nombreuses initiatives ont été prises avec pour objectif principal de rendre les marchés et activités financières plus résilientes. C'est donc au lendemain de cette crise que les régulateurs ont commencé à s'intéresser au Shadow Banking et à proposer des directives pour le réguler. Des projets tels que le CMU, l'EMIR ont été mis en place. Il en est de même pour la création d'organisations telles que l'ESMA, ESRB, le CSG ou le SSM. Ensuite, les compétences des institutions comme la BCE, la Commission Européenne ou les Banques

Centrales ont été élargies dans le but d'accroître la surveillance des risques du Shadow Banking en Europe principalement. La totalité des intervenants s'accorde sur un constat important. La stabilité financière en Europe est plus résiliente qu'avant la crise. Mais il est toutefois nécessaire de continuer d'aller de l'avant.

Nous sommes dans une phase de développement progressif. C'est-à-dire que des initiatives ont été mises en place, mais ce n'est pas suffisant. C'est pourquoi les rôles de chaque organisation compétente ont été élargis au sein de l'Union Européenne. Les risques relatifs au Shadow Banking ne sont pas inexistants. Il est alors question de mettre en place certaines initiatives permettant de réduire ces risques. Dans une situation de « run » au sein d'un fond, voici des propositions d'initiatives :

- **Leviers « anti-dillution » :** dans le but de réduire les risques de rédemption, il serait peut-être utile d'instaurer des pénalités aux investisseurs retirant leurs parts au sein du fond. L'objectif est d'éviter de créer un avantage au premier sortant. Dans ce cas, il s'agit d'instaurer des contraintes de départ en situation de stress.
- **« Redemption gate » :** la récupération de l'argent investi dans le fond n'est réalisable qu'en partie. C'est-à-dire qu'il n'est possible de retirer ses fonds que par tranche de 10 % par exemple. Cela permettrait de protéger l'intérêt des autres actionnaires et du fond en question en période de stress.
- **Le « Swing Pricing » :** à un certain seuil de rédemption, le prix de l'actif serait ré-évalué de sorte à inciter les actionnaires à garder leurs placements au sein du fond en question.

Pour les recherches effectuées sur l'intermédiation non-bancaire, la majorité des organisations concluent leurs recherches ou Green Paper[24] par un ensemble de recommandations en termes de politiques financières.

Le troisième argument en faveur de cette hypothèse développée tout au long de cette partie pratique est simple. De nouvelles organisations ainsi que de nouveaux rôles ont vu le jour dans la régulation du Shadow Banking en Europe, permettant de créer un équilibre entre la surveillance micro et macro-prudentielle. Une régulation micro-prudentielle était déjà en place avant la crise. Elle s'est donc révélée insuffisante lors de la crise de 2008. C'est pourquoi de

[24] Un Green Paper est un document publié par la Commission Européenne dans le but d'initier des discussions sur un sujet particulier à l'échelle européenne (en l'occurrence, celui du CMU).

2009 à aujourd'hui, la Banque Nationale de Belgique, la BCE, le SSM, la Commission Européenne et l'ESRB ont vu leurs compétences s'étendre largement au niveau macro prudentiel. Il est de même pour le FSMA et l'ESAM dans l'aspect micro-prudentiel. L'objectif est de développer une convergence sur deux axes : celui au niveau national et européen mais aussi celui des compétences micro et macro-prudentielles.

	Niveau national	Niveau européen
Micro-prudentiel	Banque Nationale de Belgique	BCE, CE, ESRB
Macro-prudentiel	FSMA, Banque Nationale de Belgique	ESMA

b. Contre argument

Le Shadow Banking en Belgique est considéré comme bien maîtrisé par ses régulateurs. La représentation de l'ensemble des interconnexions entre institutions financières (banques, Shadow Banks, compagnies d'assurance, etc.) est relativement bien évaluée par ces organisations de supervision. Une bonne partie de ces fonds en question est consolidée au sein d'un groupe bancaire, cela permet aux régulateurs de mieux identifier les liens entre chacune de ces institutions. Mais qu'en est-il de cette cartographie à l'échelle européenne ? Le système financier belge est-il exposé à d'autres marchés ? Oui, évidemment. Il y a un risque systémique important à l'échelle européenne. Cela signifie que la Belgique n'est nullement à l'abri d'un stress au sein d'un marché extérieur. L'activité d'intermédiation non-bancaire est considérablement plus importante au Luxembourg ou en Irlande pour des raisons d'optimisation fiscale. Cela pose deux problèmes auxquels les régulations actuelles ne nous permettent pas de répondre :

- **Le problème d'uniformisation des politiques** fiscales mais aussi financières au sein de chaque état membre de l'Union Européenne
- **L'importance du risque systémique**, permettant de répandre un effet de contagion à travers de nombreux marchés européens.

Un autre aspect dans lequel les régulations actuelles ne permettent pas de trouver une solution dans un horizon à court-terme est celui de la croissance de l'endettement privé, faisant l'objet de l'inquiétude de la majorité des experts. Les seuls pays où la dette privée a diminué à un niveau acceptable, sont en Irlande, en Espagne, au Portugal et en Grèce, c'est-à-dire là où elle était de toute façon insoutenable ce qui n'est pas le cas en Belgique. Nous en avions déjà abordé dans la partie théorique ce problème où dans un système endetté, une variation des taux

d'intérêts impacte considérablement la stabilité du système financier. Il est donc nécessaire de nous réorienter vers une économie mieux balancée. Nous prenons aujourd'hui le chemin contraire.

c. Conclusion

Les arguments mentionnés ci-dessus sont effectivement des problèmes urgents à résoudre. Cette hypothèse propose donc de nous baser sur les régulations et directives qui ont déjà été émises, et de continuer dans la même direction. Du point de vue de la majorité des intervenants, cette troisième hypothèse répond à la question initiale. De manière générale, notre système financier a été rendu plus résilient depuis la crise financière de 2008. Nous savons toutefois que la mise en place d'un système efficace à l'échelle européenne prend du temps. Nous avons été capables de répondre à deux défis : celui du développement de régulations macro-prudentielles et celui d'une plus grande inter action entre organisations nationales et internationales. L'objectif à travers le Capital Market Union est d'arriver à terme à une convergence des politiques financières à l'échelle européenne.

À titre de conclusion, il est important de mieux comprendre ce qui a déjà été fait en termes de directives européennes. Vous trouverez en annexe un tableau exhaustif de l'ensemble des directives adoptées ou proposées par la Commission Européenne. Le tableau ci-dessous vous donnera une idée des propositions majeurs. Nous comprendrons ainsi quels sont les premiers défis de l'Union Européenne, de la Banque Nationale de Belgique et de FSMA :

AIMFD (hedge funds et private equity) **Effective : 2011**	Particulièrement destinée aux Shadow Banks, cette initiative vise à accroître la transparence de ces institutions. Elle devient alors une approche de régulations commune à toutes ces différentes Shadow Banks. Cette directive cherche aussi à améliorer la protection des investisseurs en délimitant de manière précise les frontières de ces fonds alternatifs.
EMIR **Effective : 2015**	L'EMIR propose un ensemble d'exigence sur le marché des dérivés (OTC market). Elle pose aussi les contraintes relatives aux structures CCPs. Depuis sa mise en place, elle permet d'accroître la protection des investisseurs sur les marchés en question et d'étendre le rôle des CCPs.
Financial Supervision Package **Effective : Sep 2009**	Ce package consiste à mettre en place de nouvelles infrastructures telles que l'ESRB, le Europan Supervisory Authority (ESA), l'EBA, l'EIOPA ou l'ESMA, toutes représentées par 27 superviseurs nationaux. Doté de différentes responsabilités, ces

	acteurs sont un poids supplémentaire dans une meilleure supervision micro et macro-prudentielle.
MIFID I et II **Effective : 2014 & 2018**	MIFID est une directive mise en place en 2008, visant à établir une meilleure compétitivité au sein des marchés européens plus intégrés. Renommée (MIFID II), elle permet maintenant d'établir une vraie structure de marché et rendre ceux-ci plus transparents. Les nouveautés sont le renforcement du pouvoir de supervision des régulateurs, des sanctions ainsi qu'une plus grande protection des investisseurs (entreprises et particuliers).
CCP **Effective : 2016**	Rendue effective depuis le 23 novembre 2018, c'est une structure mise en place sur les marches financières permet de relier les deux parties lors d'une transaction. L'objectif est de réduire les risques de défaut et l'ensemble des risques d'interconnexion entre tous les marchés.
Source : Commission Européenne	

Entre 2009 et 2018, 61 directives (impactant directement le Shadow Banking) ont été adoptées ou proposées par la Commission Européenne. Nous sommes donc sur un projet long terme, il ne s'agit pas de se contenter de ces directives comme proposées dans l'hypothèse 1. Contrairement au système bancaire, il ne s'agit pas non-plus d'établir une structure réglementaire prédéfinie régulant le Shadow Banking dans son ensemble.

Pour conclure, les risques relatifs au Shadow Banking subsistent. Des discussions sont en cours sur la manière avec laquelle nous gérons ces risques. Il est donc question d'établir une liste de priorités, de manière à réduire ces risques. Les régulateurs cherchent donc à cibler des directives qui auront l'impact le plus important.

Chapitre 7 : Limites et points de discussion

Ce dernier chapitre cherchera dans un premier temps à mettre en lumière les limites de cette recherche. Ce mémoire se conclura part un point de discussion, celui de l'avenir du Shadow Banking et de l'économie dans son ensemble. Chaque entretien de cette thèse s'est conclu par une discussion sur le point de vue sur chaque expert et sur leur perspective de l'avenir de notre économie dans une vision de 5 à 7 ans. Il s'agira de mettre en lumière les besoins et les risques futurs non-encore évalués jusqu'ici.

I. Limites de cette recherche

Le Shadow Banking est un sujet très vaste comme nous avons pu le mentionner tout au long de ce mémoire. Un des intervenants considérait même que cela devrait être un sujet de doctorat tant la quantité d'informations à traiter était volumineuse, ce qui est vrai. Le domaine de l'intermédiation non-bancaire englobe le domaine des « hedge funds », les fonds d'investissement, les MMF, les activités de titrisation, de transformation de liquidité, de maturité, d'initiation et de stockage de prêt. Il nécessite aussi une connaissance des marchés financiers, ainsi qu'une compréhension avancée des mécanismes relatifs au risque systémique et à la stabilité financière. Chacun des concepts cités peut lui-même être un sujet de mémoire. La première limite se traduit par la présentation assez brève de chaque concept permettant de comprendre le Shadow Banking, sujet nécessitant un certain nombre de connaissances. Ce mémoire peut être perçu comme léger pour certains experts qui le liront, bien qu'il ait été écrit de sorte à être accessible au plus large public possible.

Le Shadow Banking est un sujet assez récent. Il ne commença à devenir un sujet de discussion pour les régulateurs qu'au lendemain de la crise financière de 2007-2008, à partir du moment où il fallut constater les failles de notre système financier. Cela a plusieurs implications :

La première, est la sensibilité du sujet. C'est en effet un thème que les banquiers ne veulent en aucun cas aborder, allant même jusqu'à nier leurs connaissances dans le domaine non-bancaire. Il fut par conséquent assez complexe d'obtenir un rendez-vous avec des experts du domaine. La limite réside dans le manque d'interviews permettant de rendre les données de ce mémoire plus consistantes. Il aurait effectivement été d'autant plus pertinent d'obtenir un échantillon

d'interviews d'experts travaillant pour d'autres institutions telles que les autres banques nationales européennes, l'ESMA, l'ERSB ou encore le Conseil de Stabilité Financière. Nous avons pu toutefois établir une analyse transversale puisque notre échantillon contient des entretiens avec des experts à un niveau national comme Européen, spécialisé dans la supervision micro et macro-prudentiel. La deuxième, est le manque de données quantitatives accessibles au grand public. La plupart d'entre elles sont privées et confidentielles, ce qui a rendu le travail plus difficile dans le cadre de la récolte d'informations quantitatives permettant de soutenir les différentes hypothèses de ce mémoire.

Bien que très utile dans le cadre de ce mémoire, l'usage d'entretiens semi-directifs peut aussi être considéré un inconvénient dans certains cas. La qualité des données recueillies dépend de l'expertise mais surtout de la volonté des intervenants. Il était dans certains cas assez compliqué d'aller plus en profondeur sur des sujets sensibles car certaines personnes n'étaient pas autorisées à discuter de ce thème avec un intervenant extérieur à l'organisation. De plus, la flexibilité de ce type d'entretien rend la structuration des données plus compliquées. Comme les informations étaient développées de manières différentes par chaque personne interrogée, il est possible que les données ne soient pas confrontées de manière efficace. La comparabilité des données devient par conséquent plus complexe.

Enfin, la conclusion de cette recherche a aussi ses limites. L'objectif était de définir de quelle manière le Shadow Banking doit être régulé. Bien que la majorité des intervenants aient convergé vers la dernière hypothèse (laquelle), il est important de prendre en compte la limite des données disponibles. Il ne faut pas écarter la possibilité que certaines données inaccessibles (car privées) puissent nous amener à une conclusion peut être différente. Il est donc important de souligner que cette recherche peut être vue comme la confrontation de différentes perspectives nous amenant à une conclusion plutôt ouverte. L'intérêt porte donc dans la possibilité que ce mémoire puisse être le socle de recherches plus approfondies dans le domaine du Shadow Banking ou de la stabilité financière en général.

II. Perspectives d'avenir et recommandations

Après avoir décrit les limites de cette recherche, il a été jugé utile de demander à chaque personne interrogée quelle serait perspective de l'avenir dans un horizon de 5 à 7 ans. Ces différentes perspectives sont pertinentes pour le lecteur car elles permettront dans l'avenir de

constater ou non si les différents sujets abordés seront réellement d'actualité. L'importance de cette section se traduit par la nécessité pour chaque acteur financier de développer un esprit critique lui permettant de développer une vision réaliste d'un horizon court terme.

a. Prochaine crise

La possibilité d'une future crise est revenue à quatre reprises au cours des entretiens, et souvent de la même manière. Il y a premièrement une référence à l'aspect cyclique des crises financières. Il est question de cycles dans lesquels nous nous trouvons dans une surchauffe (forte inflation) et d'autres de croissance plus limitée. Dans notre cas, tous les intervenants ont mentionné la croissance de la dette privée. Une crise s'accompagne toujours d'un système déséquilibré. Il est effectivement difficile de croire que nous pouvons maintenir une croissance aussi fortement financée par la dette. La grande question est quand cela aurait-il lieu ? Une crise arrive toujours là où on ne l'attend pas. Certains parlent d'un horizon de 4 à 5 ans. Pour d'autres il sera question d'une simple correction de marché. Après il va de notre capacité à réagir positivement à une telle correction afin de réduire l'impact systémique de celle-ci.

b. Uniformisation ou fragmentations nationales ?

Le second sujet revenu avec insistance est celui de l'uniformisation des politiques nationales. C'est un sujet dont les avis étaient plutôt divergents. Certains parlent d'une fragmentation nationale progressive au sein de l'Union européenne, allant jusqu'à l'extrême : la décision d'un pays de quitter l'Union Européenne. À l'opposé, il est question d'une forte convergence des politiques intra-européennes, notamment sur les décisions financières. Plusieurs soulignaient l'importance du Capital Market Union dans les 4 à 5 prochaines années. Il est aussi question d'une plus grande intégration du système bancaire européen.

c. Sans opinion

Trois des intervenants ont décidé de ne pas se prononcer sur cette question pour différentes raisons. L'horizon de 5 à 7 ans est trop lointain, il est par conséquent trop complexe de se prononcer sur cet avenir car il y a trop de variablee à prendre en compte. Il y aussi le non-désir de se prononcer sur un sujet trop instable, qui est impossible de définir avec précision.

d. La digitalisation

La thématique de la digitalisation est un sujet qui est revenu avec insistance. Pour certains, l'aspect digital jouera un rôle principal dans un avenir proche. Il semble même évident que les Fintech[25] joueront un rôle considérable dans le système bancaire de demain. Il s'agira peut-être d'une révolution, pas seulement bancaire mais industrielle.
Dans une tout autre perspective la digitalisation pourra aussi être vue comme un danger, celui de la cyber-sécurité. Cela pourrait même être un sujet très sensible dans les années à venir.

e. Une croissance plate

La productivité mondiale est un sujet qui a été à maintes soulevé lors des interviews. Il est fort probable que la croissance européenne soit plus faible que prévue dans un avenir proche plus faible que prévu. Il est de même pour la productivité mondiale, expliquée entre autres par le vieillissement de la population.

f. L'importance de l'écologie

L'écologie est un sujet qui a été souvent abordé. Il est probable que des labels financiers soient mis en place, poussant sur des investissements plus durables pour l'environnement. Au-delà des labels, il pourra peut-être s'agir de directives européennes. Dans un autre cas, il est question de la création future d'une organisation européenne donc le rôle principal serait axé sur la finance durable.

g. Recommandation finale

Chers Lecteurs, nous avons conclu que les futures directives et lois de la Commission Européennes seront amenées à évoluer et s'adapter aux futurs besoins de nos marchés et de notre économie. Ce mémoire se terminera par une recommandation. Bien que tout un système ait été mis en place au lendemain de la crise, le message le plus important, revenant à travers toutes ces recherches est l'inexistence du risque zéro. De mon point de vue, la prochaine crise éventuelle pourrait venir de la négligence humaine. Certains aspects pour lesquels nous ne donnons que peu d'importance pourraient nous être fatal. Cela s'est prouvé lors de la crise des subprimes, de la négligence de certains politiques grecques lors de la crise de la dette

[25] Le mot Fintech qualifie les nouvelles entreprises active dans le domaine de l'innovation des technologies des services financiers et bancaires.

souveraine. Ma recommandation est claire : nous devons trouver un équilibre entre décision politique et stabilité financière, sans quoi nous laisserons une partie de notre économie courir à sa perte. Il sera crucial de garder une attention particulière aux signaux d'alerte. Ceux qui aujourd'hui, attirent mon attention sont la croissance de la dette privée chinoise ainsi que l'environnement des taux bas dans notre économie profondément endettée.

Bibliographie

Adrian, T. &Ashcraft, A. B. (2012) : Shadow banking: A review of the literature. *Staff Report, Federal Reserve Bank of New York*, No. 580.

Adrian, T., & Jones, B. (2018). Shadow Banking and Market-Based Finance. *Departmental Papers / Policy Papers, 18*(14), 1. doi: 10.5089/9781484343883.087

Albert, E., Lauer, S., & Chaperon, I. (2018). *Dix ans après la crise financière, la finance mondiale renoue avec les excès*. https://www.lemonde.fr/economie/article/2017/07/08/les-germes-de-la-prochaine-crise_5157671_3234.html, consulté le 10 septembre 2017.

Ansidei, J., Bengtsson, E., Frison, D., & Ward, G. (2018). Money Market Funds in Europe and Financial Stability. *Working paper*, ESRB.

Ari, A., Darracq-Paries, M., Kok, C., & Dochowski, D. (2017). Shadow Banking and Market Discipline on Traditional Banks. *IMF Working Papers*, *17*(285), 1. doi: 10.5089/9781484335376.001

Bakk-Simon, K., Borgioli, S., Grión, C., Hempell, H., Maddaloni, A., Recine, F., & Rosati, S. (2012). Shadow Banking in the Euro Area. *Working paper, European Central Bank*.

Banque de France. (2008). *Revue de la stabilité financière n°11 : Février 2008*. [Fichier PDF]. Disponible sur https://publications.banque-france.fr/fevrier-2008-1

Basel Committee on Banking Supervision. (2017). *Consultative Document Identification and measurement of step-in risk*. Bâle: Bank for International Settlement.

Bender, D. (2015). Money market funds. *Ernst & Young LLP*.

Berns, D., & Cloot, A. (2018). *Dix ans après 2007, une nouvelle crise financière reste possible*. https://plus.lesoir.be/check_cookies?url=%2F107883%2Farticle%2F2017-08-04%2Fdix-ans-apres-2007-une-nouvelle-crise-financiere-reste-possible, consulté le 09/09/2017.

Bichsel, R. (2017). *Macroprudential Policy and Stress Testing at the SNB: a brief overview*. Communication présentée au Swiss Institute of Banking and Finance HSG, St. Gallen, Suisse.

BIS. (2015). *Shadow banking: Some considerations for measurement purposes*. Bank For International Settlement.

BIS. (2016). *Consultative Document Identification and measurement of step-in risk*. Bank For International Settlement.

BIS. (2018). *Committee on the Global Financial System CGFS Papers No 59 Repo market functioning*. Bank For International Settlement.

Blanchard, O. (2014). Les dangers nous guettent. *Finance & Dévelopment*, pp. 28-31.

BNP Paribas (2018). *An Overview of the European Repo Market*. [Fichier PDF]. Disponible sur http://econ.sciences-po.fr/sites/default/files/file/mcgrory.pdf

Brown, M. (2018). *Asset-Backed Commercial Paper Carries High Risk*. http://www.investopedia.com/articles/bonds/08/commercial-paper.asp, consulté le 03/09/2018.

Changing Times. (1981). Is your money Market Fund Safe. *The Keplinger Magazine*, pp. 8-9.

Chen, J. (2018). *Collateralized Debt Obligation - CDO*. https://www.investopedia.com/terms/c/cdo.asp, consulté le 01/03/2018.

Chen, J. (2018). *Medium Term Note - MTN*. http://www.investopedia.com/terms/m/mtn.aspc, consulté le 01/03/2018.

Claessens, S., & Ratnovski, L. (2014). *IMF Working Paper What Is Shadow Banking?*. [Fichier PDF]. Disponible sur https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/What-is-Shadow-Banking-41334

Collier, A. (2018). *Shadow Banking and the rise of capitalism in China* (1ère éd.). Hong Kong: Palgrave Macmillan.

Commission Européenne. (2012). *Green paper Shadow Banking*. [Fichier PDF]. Disponible sur https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012DC0102

Commission Européenne. (2013). *REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL Shadow Banking – Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector*. Bruxelles : European Commission.

Commission Européenne. (2013). *REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL on the Single Supervisory Mechanism established pursuant to Regulation (EU) No 1024/2013* (pp. 3-6). Bruxelles : European Commission.

Commission Européenne. (2018). *Investment funds EU laws and initiatives relating to collective investment funds*. [Fichier PDF]. Disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_en

Commission Européenne. (2018). *What is the capital markets union? General information on the objectives of the capital markets union.* [Fichier PDF]. Disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en

Commission Européenne. (2018). *Progress of financial reforms Tables listing all measures and actions related to the EU financial reform.* [Fichier PDF]. Disponible sur https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/progress-financial-reforms_en

Conseil de Stabilité Financière. (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf

Conseil de Stabilité Financière (2011). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2011.* [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf

Conseil de Stabilité Financière (2012). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012.* [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/2017/05/global-shadow-banking-monitoring-report-2016/

Conseil de Stabilité Financière (2013). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.* [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_131114.pdf

Conseil de Stabilité Financière (2014). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.* [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141030.pdf

Conseil de Stabilité Financière (2015). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015.* [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf

Conseil de Stabilité Financière (2016). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016.* [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf

Conseil de Stabilité Financière (2017). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017.* [Fichier PDF]. Disponible sur http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf

EPFSF. (2014). *Shadow Banking and Money Market Funds.* [Fichier PDF]. Disponible sur https://www.epfsf.org/images/stories/PDF/2014/140114_epfsf_briefing-paper-on-shadow-banking-mmf_final.pdf

ESRB. (2015). *Annual Report 2015*. European Systemic Risk Board.

ESRB. (2016). *Annual Report 2016* (pp. 5-41). European Systemic Risk Board.

ESRB. (2016). *Macroprudential policy issues arising from low interest rates and structural changes in the EU financial system*. European Systemic Risk Board.

ESRB. (2017). *A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2016 April 2017*. European Systemic Risk Board.

ESRB. (2017). *Annual Report 2017*. European Systemic Risk Board.

ESRB. (2018). *EU Shadow Banking Monitor No 3 / September 2018*. European Systemic Risk Board.

European Money Markets Institute. (2017). *Consultation paper on a new reference for the EURO Repo Market*. Brussels : European Money Markets Institute.

Girasa, R. (2016). *Shadow Banking, The Rise, Risks, and Rewards of Non-Bank Financial Services* (2ème ed.). Cham, Suisse : Springer International Publishing, pp.167-196.

Gorton, G., & A. Metrick (2013) Securitized Banking and the Run on Repo. *Journal of Financial Economics*, (09-14).

Guélaud, C. (2015). *Le FMI souligne les risques liés aux taux d'intérêt très bas* http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/04/15/le-fmi-souligne-les-risques-lies-aux-taux-d-interet-tres-bas_4616444_3234.html, consulté le 16 novembre 2017

Guttmann, R. (2016). *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-regulation, and the Future of Global Markets* (2ème éd.). New York, États-Unis: Palgrave Macmillan.

Harutyunyan, A., Massara, A., Ugazio, G., Amidzic, G., & Walton, R. (2015). *IMF Working Paper Shedding Light on Shadow Banking (WP/15/1).* https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1501.pdf, consulté le 23 octobre 2012.

Hix, S., & Høyland, B. (2011). *The political system of the European Union* (2ème éd.). London, Angleterre: Macmillan Education UK.

Hördahl, P., and King M. (2008): *Developments in repo markets during the financial Turmoil*, BIS Quarterly Review. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0812e.pdf, consulté le 13 novembre 2017.

International Monetary Fund. (2010). *IMF Global Financial Stability Report, October 2010: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity* (2ème éd.). Washington D.C., États-Unis: International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2014). *Global Financial Stability Report Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking Curbing Excess while Promoting Growth* (2ème éd.). Washington D.C., États-Unis: International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2018). World Economic Outlook Cyclical Upswing, Structural Change. *World Economic And Financial Surveys*.

Kiesler, C.A. Mathog, R., Pool, P., & Howenstine, R. (1971). Commitment and the boomerang effect: A field study. *The psychology of commitment: Experiments linking behaviour to belief*. New York : Academic Press.

Knaepen, D. (2016). *International Financial Management*. Lecture, Louvain-La-Neuve.

Kodres, L. E. (2013). What is Shadow Banking?. *Finance And Development*, Vol 50, No2, pp. 33-51.

La Banque Mondiale. (2018). *La croissance de l'économie mondiale devrait progresser de 3,1 % en 2018, avant de ralentir progressivement.* https://www.banquemondiale.org/fr/news/press-release/2018/06/05/global-economy-to-expand-by-3-1-percent-in-2018-slower-growth-seen-ahead, consulté le 16 juillet 2018.

Lemma, V. (2016). *The Shadow banking system creating transparency in the financial market* (2ème ed.). London: Palgrave Macmillan.

Les Echos (n.d.). Valeur liquidative. https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_valeur-liquidative.html, consulté le 24 Sep. 2018.

Levine, M. (2017). *Shadow Banks and Investor Meetings Also SEC enforcement, Venezuela, Morningstar stars and blockchain.* Bloomberg.com. https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-10-27/shadow-banks-and-investor-meetings, consulté le 13 septembre 2018.

Lewis, C. (2015*). Money Market Fund Capital Buffers.* SSRN Electronic Journal. https://www.researchgate.net/publication/274635539_Money_Market_Fund_Capital_Buffers, consulté le 18 octobre 2018.

Luo, J. (2018). *Quicktake Shadow Banking*. Bloomberg.com. https://www.bloomberg.com/quicktake/shadow-banking, consulté le 13 septembre 2018.

Luhbi, T. (2008). *Run ends on money market funds - Sep. 29, 2008*. https://money.cnn.com/2008/09/29/news/economy/money_market/, consulté le 13 septembre 2018.

Luhbi, T. (2008). *AIG: What just happened - Sep. 17, 2008.* https://money.cnn.com/2008/09/17/news/companies/aig_explainer/index.htm, consulté le 09 septembre 2018.

Mancini, L., Ranaldo, A., & Wrampelmeyer, J. (2016). The Euro Interbank Repo Market. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2331355

Mann, C. (2017). *Perspectives économiques globales, juin 2017*. *OCDE.org*. http://www.oecd.org/fr/eco/perspectives/une-embellie-bienvenue-mais-insuffisante-perspectives-economiques-de-l-ocde-juin-2017-brochure-pour-la-presse.pdf, consulté le 09 septembre 2017.

McKinsey Global Institute. (2011). *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences (Updated analysis).* https://www.mckinsey.com/featured-insights/employment-and-growth/debt-and-deleveraging-the-global-credit-bubble-update, consulté le 09 novembre 2017.

Mellios, C., Pluchart, J., Larosière de Champfeu, J. et Chambon, J. (2015). *Le Shadow Banking*. Paris, France: Eyrolles, pp. 33-36.

Morisod, D., & Zaki, M. (2016). *La finance de l'ombre a pris le contrôle* (1ère éd). Lausanne, Suisse : Editions Favre.

NBB, & FSMA. (2017). *Report on Asset management and Shadow Banking*. Brussels: FSMA & NBB.

NBB, & FSMA. (2018). *Report on Asset management and Shadow Banking*. Brussels: FSMA & NBB.

Noeth, B. and Sengupta, R. (2011). Is Shadow Banking Really Banking?. *The Regional Economist*, 19(4), pp.8-13.

Pacces, A. (2017). Shadow Banking. *Encyclopedia Of Law And Economics*, 1-9. doi: 10.1007/978-1-4614-7883-6_717-1

Parlement Européen. (2010). *RÈGLEMENT (UE) No 1092/2010 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique* (pp. 1-5). Strasbourg : Journal officiel de l'Union européenne.

Parlement Européen. (2010). *RÈGLEMENT (UE) No 1095/2010 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission*. Strasbourg: Journal officiel de l'Union européenne.

Parlement Européen. (2011). *RÈGLEMENT (UE) No 1095/2010 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission* (pp. 1-3). Strasbourg: Journal officiel de l'Union européenne.

Parlement Européen. (2017). *RÈGLEMENT (UE) 2017/2402 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 12 décembre 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées, et modifiant les directives 2009/65/CE, 2009/138/CE et 2011/61/UE et les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 648/2012* (pp. 1-2). Strasbourg: Journal officiel de l'Union européenne.

Ranaldo, A. (2017). *Systemic Risk Contagion Master of Arts Program in Banking and Finance (MBF)*. Lecture, St. Gallen (HSG).

Rice, D. (2012). Why Money Market Funds Break The Buck. https://www.investopedia.com/articles/mutualfund/08/money-market-break-buck.asp (Consulté le 09 novembre 2017).

Rezende, F. (2010). *Understanding the Run on the Shadow Banking System*. Présentation, University of Missouri- Kansas City.

Roche, M. (2011). *La finance de l'ombre est au cœur de la crise actuelle*. https://www.lemonde.fr/economie/article/2011/09/15/la-finance-de-l-ombre-est-au-c-ur-de-la-crise-actuelle_1572632_3234.html, consulté le 3 aout 2017.

Rupprecht, M., Ranaldo, A., & Wrampelmeyer, J. (2016). Fragility of Money Markets. *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.2713711

Securities and Exchange Commission. (2009). *Proposed Rule Money Market Fund Reform*. Washington, États-Unis: SEC.

Sheets, N. (2017). *17-12 Race to the Top: The Case for the Financial Stability Board.* Washington, États-Unis: Peterson Institute For International Economics.

Tett, G. (2010). Repo needs a backstop to avoid future crises | Financial Times. https://www.ft.com/content/692d4184-c72d-11df-aeb1-00144feab49a (Consulté les 19 aout 2017).

World Bank Group. (2017). *Global Economic Prospects* (1ère éd.). Washington, Etats-Unis : World Bank Publications. pp 3-19.

Annexes: Entretiens Semi-directifs

I. Guide d'entretiens

Sujets	Questions potentielles
Introduction	• Pouvez-vous brièvement vous présenter ? Quel est votre rôle au sein de la [redacted] ? • Est-ce que le shadow banking est un sujet dont vous entendez régulièrement parler ? • Rôles de la [redacted] en détail ? • Comme la [redacted] a pour rôle principal d'être un centre d'étude, et de recherche sur la stabilité financière, pensez-vous que ce secteur est un sujet de préoccupation à l'échelle nationale ou Européenne ? • 10 après la dernière crise financière, pensez-vous que l'économie va mieux aujourd'hui en Belgique, en Europe et dans le monde ? • Quand on lit le titre de certains journaux (le Monde, le soir), on lit « les germes de la prochaine tempête financière », « 10 ans après 2007, une autre crise reste possible ». Il s'agit de sujet tels que la dette titrisée américaine, de la dépendance des pays émergents, le poids des mauvais crédits en Europe, mais aussi le cas de dette privée chinoise. Que cela vous inspire-t-il ? • Demander son point de vue quant au terme shadow banking ? Est-ce qu'il y a réellement une connotation négative ?
Entrer dans le sujet du SBS	• Lorsqu'on regarde l'évolution du SBS à travers le temps, l'on remarque une forte croissance de ce secteur (juste une baisse en 2008). Il sera très probablement amené à grandir encore plus dans les prochaines années. Pensez-vous que cette industrie sera amenée à jouer un nouveau rôle dans l'avenir ? • En quoi le SBS est-il un soutien pour l'économie ? • (Questions *1 *2) : non relevant. • Les risques principalement connus du shadow banking sont : o La complexité des entités et le manque de transparence o La croissance de la dette mondiale et la croissance du shadow banking en lui-même o La croissance du risque systémique & interconnection o La Titrisation, opérations de transformation de maturité ou de liquidités, les opérations à levier o L'inexistence de garanties officielles et publiques comparables à celles des banques Est-ce que toutes ces caractéristiques justifient l'inquiétude des régulateurs ? • Interconnection : Y a-t-il une région du monde par rapport à laquelle la Belgique dépend fortement ?
Lien banques - SBS	• Appendice 2 : expliquer histoire du securitisation et en quoi les banques sont directement reliées aux SBS. Pensez-vous que le rapport qu'entretiennent ces deux secteurs devraient faire face à un plus grand monitoring ?

	• Comme leurs activités semblent assez similaires, pensez-vous qu'il est nécessaire de les réguler de la même manière ? Appliquer un dispositif tel que Basel aux shadow banks ? • Comme on a pu le voir à travers la crise, les risques de contagions peuvent provenir de ces autres intermédiaires financiers, pensez-vous que le risque systémique est en ce moment pris à la légère ?
Belgium	• Appendice 3 : On remarque que les deux acteurs principaux sont les banques et le SBS, pensez-vous qu'il y a un équilibre entre les deux secteurs en Belgique. • Quel est le rôle des Belgian Shadow banks sur la scène internationale ? Sachant que l'Irlande à une position dominante en Europe. • Appendice 5 : Quand on regarde ce schéma, peut-on penser qu'il y a un réel risque avec les household ou les banques ?

Europe	• Comme l'Irlande se positionne comme l'eldorado du SBS en Europe, même si la plupart des pays sont capable de faire face à un choc national, y a-t-il de grands dangers que cela vienne d'un autre pays, comme l'Irlande par exemple ? Appendice 4 (table with all the countries)
	• Cela remet-il en question les problèmes d'uniformisation des politiques de manière générale en Europe ?
	• La position de la banque centrale :
	  ○ S'est-elle retrouvée bloquée avec les taux d'intérêts
	  ○ Est-ce que le quantitative easing est la seule solution ?
	• Avec cette histoire de taux d'intérêts, les pratique de rachat par endettement sont-elles vues comme à risque ?

Directives	• Parmi les directives telles que MIFID, AIMFD, CCP contribuent réellement à une diminution des risques systémiques ? Est-ce que ces contraintes ont réellement un impact sur le shadow banking ? • Pensez-vous qu'il est possible de continuer de ne pas réguler le shadow banking ?
Si possible : Impact politique	• Les banques ont-elles un rôle important dans le développement du shadow banking ? • Expliquer histoire de
Conclusion	• Comment voyez-vous la situation économique mondiale ainsi que de la balance Banques – Shadow banking dans un horizon de 5-7 ans (2025) ? • Expliquer les 3 hypothèses et lui demander laquelle est la plus plausible et pourquoi ?
Idées de contacts pour d'autres intervenants ?	•

II. Entretiens

a. Entretien 1- Jean[26]

PIERRE:

Bonjour Monsieur de « Jean », je suis Pierre Colin, le mémorant au sujet du Shadow Banking. Si je ne me trompe pas vous avez un petit temps à m'accorder pour poser quelques questions sur ce sujet. Pour revenir brièvement sur le contenu de mon mémoire concrètement je ne préfère pas utiliser le terme "Shadow Banking" mais plutôt l'ensemble des activités d'intermédiation financières se situant en dehors du système bancaire traditionnel tel que ce nous le connaissons parce que le terme initial prêté souvent à confusion. Le but est de répondre de manière générale à la question. C'est vraiment de manière générale, ce n'est pas pour finalement obtenir une réponse X ou Y, c'est dans le but de réaliser un débat constructif sur la question : "De quelle manière pouvons-nous réguler le Shadow Banking de sorte à réduire les instabilités financières qui sont elles-mêmes dues à la croissance de ce Shadow Banking en question".

Les différentes hypothèses à travers lesquelles je vais tenter de trouver une réponse seront :
- Ne pas réguler le Shadow Banking est tout simplement la solution pour diverses raisons. Par exemple elle permet de financer l'économie mondiale. Par conséquent, chercher à limiter la croissance du Shadow Banking à travers des régulations pousserait à diminuer la croissance.

- Est-ce que mettre en place différentes directives (comme ce qui est actuellement le cas) avec les MIFI, CCP ou AIMFD (ce sont des directives qui permettent de limiter les frontières de ces activités), est-ce que cela est la solution ?

- Réguler de manière concrète comme au lendemain de la crise avec des régulations comme celles bancaires (Bale I, II, III).

Alors pour commencer, j'aimerais vous poser une question très générale, comme voyez-vous la conjoncture économique actuelle 10 ans après cette crise financière ?

J:

[26] L'identité de chaque intervenant sera gardée confidentielle. Pour cela, chacun se verra attribué un nom fictif.

Et bien on en voit encore les séquelles mais la situation économique globale est bonne. Donc il y a des cicatrices. Mais non la situation économique globale est globalement bonne.

PIERRE:
Dû au fait nous soyons relancés économiquement parlant et que nous ayons des prévisions de croissance d'environ de 3.9% pour 2019 ?

J:
Il y a deux jours cette prévision a été revue à la baisse à hauteur de 3.7%, mais c'est dans le bon. Donc oui ça veut dire que la croissance économique mondiale est bonne aujourd'hui. Donc si vous me demandez comment va l'économie je vous dirais qu'elle va globalement bien.

PIERRE:
Alors, concernant ce qu'il y a eu en 2008-2010 on va dire que la presse cherche toujours à re-débattre sur ce sujet. Dans le thème d'introduction, j'ai repris les différents articles du Monde ou du Soir. Ceux-ci citaient il y a un an précisément : "Les germes de la prochaine tempête financière" ou "Une seconde crise économique est possible". Comme par hasard ces deux journaux ciblaient des sujets principaux tels que la croissance de la dette privée aux USA à travers la titrisation, la croissance de la dette privée en Chine, son impact sur les pays en voie de développement et les problèmes de dette que l'on a en Europe, notamment en Italie. Est-ce que vous avez quelques commentaires sur ces sujets ? Pensez-vous qu'il est justifié d'utiliser le terme de prochaine crise ?

J:
Alors je pense qu'il faut distinguer les différents problèmes que vous évoquez. En soit la dette italienne n'est pas vraiment problématique on est à 130 pour-cent du PIB c'est vrai que c'est beaucoup mais il y a d'autres pays qui s'en sortent pas mal en termes de dette plus élevée. Je pense notamment au Japon. Regardez la situation aux États-Unis c'est la situation ou l'économie est la plus rigoureuse et simultanément dans quelques années ils auront une dette équivalente à la dette italienne. Donc je pense que le problème potentiel est plus dans la dette privée que dans la dette publique. Et à cet égard c'est plutôt la Chine qui serait une source de préoccupation mais en même temps je suis convaincu que les autorités chinoises disposent de la marge de manœuvre suffisante pour en cas de problème prendre des mesures compensatoires et ensuite gérer cette crise. Donc aujourd'hui je ne suis pas trop inquiet.

En fait je ne suis pas inquiet du tout. Je ne suis pas inquiet il y a effectivement des dangers mais ça ne me semble pas être des dangers particulièrement grands par rapport aux dangers que l'on a pu connaitre par le passé.

PIERRE:

Et donc justement par rapport à cela pensez-vous que le fait que le Conseil de Stabilité financière lance justement des recherches depuis maintenant 7 ans sur cette intermédiation financière qui est en dehors du système bancaire. Ou l'IMF ou d'autres institutions nationales et internationales lancent des recherches sur ce sujet. Trouvez-vous cela préoccupant de manière générale ou c'est un moyen de garder un œil sur l'ensemble de ces activités.

J:

Bien sûr il faut se rend compte que quand on régule quelque chose on peut ne pas réguler l'intégralité du monde que l'on croit réguler. C'est notamment le cas dans le secteur financier on régule le secteur bancaire mais on sait qu'il y a autre chose qui ressemble au secteur bancaire mais qui est en dehors du périmètre qu'on régule. De plus, tout puisqu'on régule le secteur bancaire on peut donner une incitation à déplacer certaines activités de ce qui est régulé vers ce qui n'est pas régulé. Donc que les banques centrales se préoccupent aussi de ce qui est dehors du champ de ce qu'elles régulent. C'est une très bonne chose. Le fait que l'on en parle, que l'on s'y penche, ça ne m'inquiète pas, ça me rassure justement. C'est mieux que la Banque centrale parle du système parallèle plutôt que de faire semblant que ce système parallèle n'existe pas.

PIERRE:

Donc vous dites que c'est une très bonne chose ? Mais par le fait qu'elle puisse être une alternative crédible de financement pour les particuliers, gouvernement et entreprises ou il y a encore d'autres raisons ?

J:

Oui, on sait que toute activité de nature financière ne se fait pas que par l'intermédiation bancaire. D'autres opérations peuvent se passer en dehors du système, donc avoir un œil là-dessus c'est important car il faut voir ce que ce système donnerait s'il y avait une crise pour le système bancaire qui pourrait couler d'une crise non-régulée. Il faudrait voir quelles seraient les conséquences macro-économiques en partie non-régulée, il faut se poser ces questions.

Mais voilà, je pense que c'est mieux d'en parler, ça ne veut pas dire qu'il faut condamner toute forme de d'activité en dehors du système bancaire.

Peut-être que ces activités ne sont pas justifiées que par le fait qu'elles ne soient pas ou moins régulées que le secteur bancaire. Mais il est possible que ces autres activités aient leur mérite propre et dans ce cas il faut aussi pencher mais sans interdire ces autres activités.

PIERRE:
Oui. Alors concernant le terme Shadow Banking, pensez que son usage serait plutôt erroné, et qu'il résulte plutôt d'un usage standardisé à l'échelle internationale et qui devrait plutôt être changé dans rebut d'avoir une connotation plus positive ? Parce que l'on peut dire que ce terme peut parfois laisser le doute à la confusion. Par exemple, on a souvent tendance à associer le Shadow Banking à au financement d'armes illégal. Partagez-vous cette opinion ?
J:
Ecoutez-je ne saurais que répondre à cette question.
Il est clair qu'il y a des choses qui dans le Shadow Banking sentent très mauvais qui est hautement condamnable sur le plan moral et puis à côté de ça il peut y avoir des activités qui ne sont pas régulées, mais qui ne sont pas pour autant moralement ou légalement condamnables, donc je n'ai pas de réponse.

C'est vrai que c'est un domaine dans lequel on pourrait voir le pire et le meilleur.

PIERRE:
J'aimerais revenir sur le fait que vous disiez que nous ne sommes pas dans une zone à risques. Mais quand on considère la taille et données du conseil de stabilité financière c'est que justement les autres intermédiaires financiers sont représentés à travers 30.000 milliards de dollars aux États-Unis, environ au même montant en Europe. Est-ce que cela ne vous inspire pas un certain danger quand on se pose la question du fait que les supprimes mesuraient 1.200 milliards à l'époque ? En termes de proportion, cela vous semble-t-il pas inquiétant ?

Ou il est question de parler justement de deux poids, deux mesures ?

J:
Oui, donc on sait depuis la crise des subprimes que même un problème relativement petit peut avoir des conséquences très très lourdes. Donc ça ne veut pas dire que tout ce qui est grand va donner des problèmes. Mais c'est vrai que plus c'est grand, plus ça peut potentiellement faire des dégâts. Déjà ce qui est petit peut aussi faire beaucoup de dégâts. Donc oui, ça indique à se

pencher, mais pas à paniquer.

PIERRE:
Je passe à un autre sujet, mais pensez-vous que les banques centrales possèdent la même marge e manœuvre qu'auparavant sachant que les taux d'intérêts restent très, et qu'il subsiste un certain danger à les relever, surtout lorsqu'il s'agit des politiques de Quantitative Easing ?

J:
Il est aujourd'hui vrai que les taux d'intérêts très bas ont pour effet de décourager l'intermédiation bancaire classique et peuvent avoir pour effet de pousser les agents à se tourner vers des formes plus rémunératrices mais moins régulées de transaction financières. Donc oui, c'est vrai qu'un des effets de la politique actuelle des banques centrales est d'inciter les gens à aller dans le Shadow Banking. D'une part parce qu'il y a eu ce surcroit de régulations, l'attrait en termes de moindres régulations du Shadow Banking est devenu plus grande maintenant et l'attrait du Shadow Banking est aussi devenu plus grand en raison de la position des taux d'intérêts. Ce sont des facteurs qui ont poussé au développement du Shadow Banking.

PIERRE:
Ma question suivante se pose plutôt sur la relation entre les banques et ces autres intermédiaires financiers, donc on peut parler de money market funds, des hedge funds, private equity ou des ETF. Mais pensez-vous d'un point de vue personnel que cette relation est assez forte ?

J:
Là malheureusement je n'ai aucune idée, je ne sais absolument pas quelles sont les relations statistiques et entrepreneuriales entre les acteurs du Shadow Banking et les banques classiques.

PIERRE:
Ma prochaine question concerne les régulations ou directives telles que MIFID ou CCP. Ces directives ont donc été mises en place en Europe afin de limiter les frontières de certaines institutions. Pensez-vous que d'un point de vue économique cela est nécessaire ou que cela n'a tout simplement pas eu d'impact ?

Alors ces directives ont une bonne finalité ?

J:
Ça a un impact sur les activités des gestionnaires de fortune comme nous ou des banques privées ou l'ensemble des banques. Mais est-ce que ça a eu un impact sur l'ensemble du Shadow Banking system, je ne sais pas répondre, je ne sais pas.

PIERRE:
Il y a quand même un désir de la part des institutions internationales de réguler un minimum le Shadow Banking, mais on remarque en analysant les chiffres qu'en Irlande ou Iles Caïmans, que ces pays bénéficient d'un avantage fiscal au travers de leurs lois leur permettant de développer une activité nettement plus forte dans le Shadow Banking. Alors je me demande s'il est possible si nous voulions appliquer une régulation sur ce système de l'appliquer à l'échelle européenne sachant que nous avons des déséquilibres ne terme de politique intérieure.

J:
Alors c'est naïf mais je pense que oui. On aurait pu avoir un avis critique à l'encontre de la régulation financière classique. On aurait aussi pu penser qu'il y allait y avoir de la concurrence entre pays, que si l'Europe se mettait à réguler, ça allait faire le jeu de places financières en Europe. Et néanmoins on l'a quand même fait. Donc je pense que le fait que les capitaux soient mobiles ne doit pas être un obstacle absolu à l'adoption de mesures de régulations plus aptes, et donc qui changent le Shadow Banking.

PIERRE:
Oui je vois.
Alors une des dernières questions. C'est de la part d'un gestionnaire de portefeuille qui donnait un séminaire en Chine. Il a expliqué être assez étonné que lors de ce séminaire, il a demandé qui pratiquait cette activité de prêt en dehors de son activité principale, et il était étonné de remarquer qu'en Chine la majorité des entrepreneurs pratiquent ce genre d'activité en dehors de leur activité principale. Est-ce que vous pensez que ce genre de pratique peut être dangereuse si elle s'appliquait en France ou en Europe par exemple ?

J:
C'est difficile de donner une réponse je pense que c'est bien chacun nous ayons une expérience diverse et en tout genre, je crois que la multiplicité des expériences personnelles et notamment professionnelle est une bonne chose et d'avoir une autre vie qu'une vie de banquier n'est pas

nécessairement un mal, mais bien entendu ça peut conduire à des pratiques de financements plus occultes, ça peut amener des conflits d'intérêts donc il faut être sur le principe de la diversité des compétences et de la trajectoire professionnelle, c'est plutôt bien mais d'un autre coté c'est vrai que ça peut être une source de préoccupation.

PIERRE:
Je change de sujet, de manière générale, une pratique de rachat par endettement, dons les LBO, pensez-vous qu'elles peuvent être rapidement impactées par les taux d'intérêts ?

J:
Alors on peut l'imaginer même si on a vu tout ce qui était LBO qui pouvaient prospérer dans un environnement de taux plus élevés. Surtout que les taux bas stimulent le recours à l'endettement et plus encore des taux d'intérêts réels. Et comme il y a un minimum d'inflation. Bien-sûr que les taux réels stimulent l'endettement notamment pour acheter des actifs qui rapportent plus, c'est donc un facteur qui peut stimuler tout ce qui est rachat avec effet de levier par endettement, et donc remonter les taux d'intérêts pourrait affecter cela. Est-ce que ça aurait des conséquences systémiques ? Ça je ne le crois absolument pas.

PIERRE:
Pensez-vous que le fait de réguler ces autres intermédiaires financiers de la même manière qu'avec Bale 1,2 et 3, est tout simplement réaliste et est-ce que ça importerait négativement la finance mondiale ?

J:
Je ne pense que c'est à moitié irréaliste. Je veux dire par là que oui, s'il y a une véritable volonté politique de le faire, alors oui il y a moyen de réguler mieux ou de commencer déjà à réguler ces activités mais bien-sûr on ne saura jamais tout réguler dans la finance alternative, qu'on ne régulera jamais, qui est la finance de la corruption, qui est la finance de tous les usages mafieux, là on ne la régulera pas. Donc je pense qu'on peut ambitionner de mieux réguler ce secteur et d'étendre le champ de ce qui est sujets à régulations. Donc ma réponse est plutôt oui à votre première question.

Le deuxième volet, celui des conséquences de la chose, je crois que c'est plutôt un bien qu'un mal. Alors bien-sûr qui dit réguler à auteur de l'administratif dit taux d'intérêts, dit aussi entrave

au bon fonctionnement de l'économie à l'allocation efficient de ressources, etc. Mais simultanément je pense que c'est un petit prix qui convient d'être disposé à payer, et qui nous permet d'éviter des crises financières et qui sont bien plus dommageables donc l'incidence macro-économique de la régulation de l'activité autre, je pense qu'elle est globalement favorable. il vaut mieux de se mettre à l'abris du risque d'une nouvelle crise quitte à entraver un petit peu certains free capitaux.

PIERRE:
Alors justement en revenant sur la régulation, ce que l'on critique souvent à travers le Shadow Banking, c'est le fait que ces institutions sont plus complexes, il y a moins de transparence mais il y a aussi le problème de garanties. Ces Shadow Banks ne bénéficient pas de garanties réelles de la part d'une institution publique ou d'une banques centrale. Mais pensez-vous que cela est vraiment nécessaire pour protéger les risques relatifs aux chocs qui pourraient impacter l'économie de manière globale ?

J:
Je pense qu'il ne faudrait pas chercher à étendre les régimes de protection tels qu'ils existent aujourd'hui. Je trouve que du point de vue individuel il y a déjà une protection qui va jusque 100.000 euros sur les dépôts, qui est extrêmement généreuse, voire même trop généreuse, donc ne pense pas que ce soit raisonnable de chercher à encore étendre la protection, puisque la protection signifie aussi responsabilisation. Si vous êtes assuré contre l'incendie vous serez moins incité à mettre des détecteurs d'incendie dans votre maison que s'il n'y a pas d'assurance incendie. Vous ferez plus attention à bien éteindre les braises du feu si vous n'êtes pas assuré que si vous l'êtes. Mais bon l'exemple est un peu idiot parce que personne n'a envie de mourir même en étant bien assuré.
Mais il faut dire que l'assurance a pour corollaire une déresponsabilisation, c'est ce qu'on appelle le problème de l'aléas moral en économie ou le "moral hasard" en anglais.

Donc ça c'est un problème bien connu et donc je ne suis pas partisan d'une extension des mécanismes d'assurance qu'il existe aujourd'hui pour les particuliers. Je trouve que 100.000 euros c'est déjà trop, j'aurais préféré que nous restions aux 20.000 euros comme ce qui était le cas antérieurement en Belgique. Donc voilà je ne suis pas partisan de cette extension de cette protection de la finance alternative. Mais bien-sûr sucette finance alternative est assujettie aux mêmes contraintes et financent la collectivité de la même manière, il n'y aurait pas non-plus

lieux de faire de la discrimination et de réserver la garantie publique à la seule finance classique au détriment de la finance autre. Donc je ne voudrais pas non-plus aller dans un environnement dans lequel il n'y a pas de level playing field, d'égalité de traitement entre opérateurs. Si la finance alternative est aussi régulière que la finance classique, alors le corollaire c'est qu'elle doit être aussi sûre que la finance classique et donc comporter la même protection sur les dépôts.

PIERRE:
Oui effectivement.
Ma dernière question est à titre de conclusion. Dans un horizon de 5 à 7 ans, disons 2023 à 2025, quelle vision avez-vous du futur en termes de situation globale économique ?

J:
Je serais très prudent quand on me demande de jouer à madame soleil mais je pense qu'à priori le choix économique sera comparable à celle que nous connaissons aujourd'hui et un petit peu meilleure donc je ne pense pas à un big-time, ni une grande crise mais voilà.

PIERRE:
Je vous remercie beaucoup.

J:
Je vous en prie.

b. Entretien 2- Eric [27] (BNB)

PIERRE:
L'objectif principal de ce mémoire est de répondre à la question : "Est-il nécessaire de réguler maintenant le Shadow Banking ?". J'émets par cela l'hypothèse que le Shadow Banking est l'ensemble des activités financières se trouvant en dehors du secteur bancaire traditionnel.

E:
Et d'assurance !

PIERRE:
Oui bien sûr. On a tendance à changer les limites selon les différentes Limites. Les différentes questions que je me pose à travers ce mémoire c'est tout d'abord est-ce qu'on devrait continuer à fonctionner de la même manière ? C'est-à-dire mettre en place certains directives qui permettraient simplement de limiter le contour de certaines institutions financières. C'est-à-dire que l'on ne va pas réguler l'ensemble du Shadow Banking, mais on va s'attaquer aux investment funds, hedge funds ou des money market funds par exemple.

La seconde hypothèse consiste à ne rien réguler car cela permet de financer l'économie et d'être une bonne alternative aux banques. Donc on ne préfère pas réguler.

Dernière hypothèse, cela consiste simplement à réguler ces Shadow Banks de la même manière avec laquelle nous avons régulé les banques. En d'autres termes, de la même manière que Basel 1, 2 ou 3. Ici on y mettrait quelque chose de concret, on pose précisément les limites, on y met des contraintes, par exemple en capital. C'est plutôt cela l'idée sous-jacente de la dernière hypothèse.

Alors pour commencer, de manière générale, est-ce que le terme Shadow Banking est assez adéquat ou il fait plutôt référence à quelque chose d'abstrait avec une connotation négative ?

E:
Le Shadow Banking c'est quelque chose que le gens ne comprennent pas. Ils comprennent que ce sont des activités de même nature que celle bancaires, c'est-à-dire de soit récolter des dépôts et de

[27] L'identité de chaque intervenant sera gardée confidentielle. Pour cela, chacun se verra attribué un nom fictif.

faire du prêt à l'économie mais sans avoir la licence bancaire soumise à la réglementation bancaire prudentielle.
Et on a essayé de délimiter, on a émis un rapport comme d'autres l'on fait, le FSB l'a fait, nous l'avons fait à notre échelle avec le FSMA. Et je pense que pour répondre à votre question de départ le Shadow Banking a grandi en importance depuis la crise pour plusieurs raisons. Sans doute pour des raisons en partie règlementaires, mais pas que, je pense qu'il y avait des raisons de marché aussi. L'environnement de taux était tel qu'il était beaucoup plus profitable en tout cas plus attirant et pour les banques et pour l'épargnant à priori d'aller vers des produits qui étaient pas directement bancaires dans la structure de produits d'épargne classique pour essayer de gagner du rendement pour les uns, et pour gagner des commissions pour les autres. Alors que si on mettait en dépôt bancaire de base pour une banque ça coûte plutôt puisque tu déposes à la facilité de dépôt qui lui coute 40 points de base et doit rémunérer le même minimalement donc ça lui coute cher.

Donc dans ce contexte là ça s'est développé. Comme vous dites la Commission Européenne et d'autres de manière générale voient ça d'un bon œil puisqu'elles considèrent que ça fait partie du Capital Market Union qui est voulu par l'Europe comme étant une autre manière de financier l'économie réelle que le seul canal bancaire, ce qui a du sens puisque on a une crise bancaire et on voit à quel point ça peut être pénalisant de n'avoir que ça pour financer l'économie réelle.

Cela dit, ceci justifie le fait qu'il puisse y avoir une autre règlementation à mon sens. La règlementation doit être de la même nature qu'une activité bancaire ? A priori je ne le crois pas encore. Je pense par contre, qu'il est important d'analyser les risques au niveau des activité de Shadow Banking et de faire en sorte que ces règlementations adressent les différents risques. Alors les risques il y en a plusieurs mais moi j'en vois en tout cas au moins troiS:

- Le premier c'est le fait que ces structures donnent l'illusions de la liquidité au passif. Parce que souvent ces fonds sont des fonds ouverts, pas tous. Mais ils sont souvent open-ended. C'est dans la mesure ou le client qui détient les parts, qu'il soit un corporate ou un retail, a la possibilité, du moins c'est le qu'on lui promet, d'entrer et sortir quand on veut et donc d'avoir des liquidités sachant qu'à l'actif il y a souvent des actifs qui sont souvent relativement pas toujours liquides à long terme. Et en situation de stress on peut s'imaginer que tous seront en train de présenter pour pouvoir obtenir le remboursement de leurs parts mais que ça forcera le fond à devoir "refer". C'est une part de ces actifs, le vendre à prix cassé, fin plutôt quel que soit le prix. Et ça, ça peut non pas créer mais exacerber une crise. C'est-à-dire que ça peut à un certain moment être un facteur d'amplification dans ce sens que ça provoque des baisses de prix.

PIERRE:
Vous parlez d'un risque de rédemption par exemple ?

E:
Oui, que le client se présente au remboursement, et que le fond dise qu'il soit obligé de fermer son fond. Les gens n'ont plus de liquidités au moment où ils en avaient besoin, ou que le fond reste ouvert mais que le fond en question ou que les gestionnaires du fond doivent tout ou quasiment tout vendre à des prix de ventes à perte.
Ce qui alors provoque un effet de richesse négatif pour ceux qui les détiennent avec des conséquences qu'on ne connait pas sur le plan macro. Mais aussi que ça provoque des baisses d'actifs qui se répercutent dans les marchés détenus par des acteurs réglementés, qui eux détiennent aussi des obligations et des actions. Et donc pour réglementer ça à mon avis ce qui s'imposerait c'est en tout cas des normes de liquidités pour ces fonds, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. C'est au moins qu'on leur impose suivant la nature ce qu'ils promettent au passif et qu'ils ont à l'actif, des obligations en termes de liquidités.
PIERRE:
Dans ce que vous avez cité, on parle tout de suite de risque à travers la transformation de liquidités ?

E:
Oui, enfin notamment. Ce que je veux dire, c'est qu'ils doivent détenir à l'actif différents actifs liquides que pour pouvoir faire face. Un buffer si vous voulez.

Il y a ça. On pourrait dire des normes de capital. Maintenant l'exigence en capital en elle-même est une possibilité mais je ne crois pas que ce soit assez pour des fonds qui ont pour nature d'être des fonds de placement détenus par des particuliers avec une contrepartie. Mais par contre l'idée d'avoir des obligations d'utilité c'est autre chose. Et surtout si les fonds sont des EFT ou des structures qui reproduisent le comportement de placement en achetant des actifs qui reflètent un indice.
A ce moment-là ça peut provoquer de manière très pro-cyclique d'amplifier un stress et donc s'il n'y pas de liquidités dont vous pouvez disposer pour pouvoir en tout cas vous baser là-dessus pour rembourser les premiers.

Le deuxième élément qui serait utile c'est d'avoir des "Mitigants" au remboursement.

PIERRE:
Une sorte de garantie alors ?

E:
Il peut y avoir beaucoup de choses. Ça peut être soit des pénalités qu'on donne aux premiers sortants, pour solidariser le risque, pour faire en sorte que le premier sortant n'ai pas tous les avantages. Parce qu'alors tout le monde voudrait être le premier sortant, tout le monde le voudra. Donc si on dit dans ces fondS:
Si vous sortez, très bien. Mais si vous sortez dans les situations de stress la pénalité risque d'être plus importante, parce qu'on vous fait supporter 3 fois plus frais. Voilà c'est un exemple. A ce moment-là les gens vont se dire qu'ils vont quand même attendre. Et donc on n'a pas des éléments, parce qu'aujourd'hui les gens savent que les premiers sortis en cas de stress seront les premiers servis. Donc tout le monde voudrait être le premier servi, donc tout le monde voudra se présenter à la sortie, ce qui va exacerber le truc. Donc je pense que c'est une option. Il y en a beaucoup d'autres, mais elles ne sont pas obligatoires. Et peut-être on pourrait progressivement en fonction de la nature des fonds, on ne va pas traiter de la même manière un MMF qu'un hedge fund. Mais le but est d'avoir des comportements qui ont des contraintes. Aujourd'hui c'est statutaire s'ils le décident, c'est comme ça sinon pas. Mais il n'y a pas d'exigence règlementaire qui peut forcer ça. Donc ça c'est un premier élément pour le risque.

Le deuxième risque que je vois c'est le Step-in. C'est d'ailleurs dans tout notre Shadow Banking en Belgique, pas tellement à l'étranger. En Belgique le Shadow Banking n'est pas bancaire mais il est fort lié aux banques.

PIERRE:
Donc c'est plus lié à l'interconnexion ?

E:
Ce sont des fonds commercialisés conçus par les banques et qui souvent investissement dans des produits bancaires. Et donc la question qui se pose est de se demander quelles exigences doit-on mettre pour la banque en question des fonds qu'elle crée. Aujourd'hui il n'y a pas d'exigences. Or si demain il y a un problème avec ces fonds, il est évident que la banque va vouloir, même si elle n'est pas tenue légalement de le faire, d'intervenir, parce que sinon elle va perdre le client et elle va en perdre beaucoup. Et donc c'est pour ça qu'à Bale on réfléchit au Step-in risques et au client, et donc d'imposer ça comme part du pilier 2 donc c'est l'exigence en capital spécifiquement pour les banques

en question. Et c'est d'autant plus vrai si comme dans certaines de nos banques ces produits sont plus réinvestis dans les produits de la banque. Par exemple l'equity du fond sont passés dans la banque en question. Donc ce qui crée un caractère non pas incestueux, mais je dirais d'une interconnexion très forte.

Le troisième élément c'est la position de dérivés qui sont pris par ces fonds pour couvrir un risque ou pour offrir une garantie en capital ou etc. Là il faut avoir une vue beaucoup plus claire sur la nature de des contreparties, de manière générale qui sont les contreparties en positon dérivée, parce qu'une crise peut venir de là aussi. Et aujourd'hui cette vue peut être donnée par EMIR, mais on n'exploite pas encore les données d'EMIR, ce serait utile d'avoir ça. Parce qu'il y a un risque aussi, c'est le risque qu'un moment donné les positions sur dérivés soient extrêmement concentrées entre quelques institutions qui prennent une position des deux côtés. Et le défaut d'une défaut d'une position peut faire capoter tout le système, même si vous avez un CCP qui s'interpose. Parce le CCP il est là mais fondamentalement il n'a pas beaucoup de capital donc il doit pouvoir résister à ça. Donc le test d'exigence, de résilience et donc de ce test des CCP est donc une exigence en capital additionnel, ou en tout cas l'idée d'adresser plus spécifiquement le risque systémique des CCP c'est important je pense, voilà.

PIERRE:
Par rapport à ce que vous avez dit (Pierre montre le graphique de Reuters). Au lendemain de la crise on remarque directement que l'activité de titrisation ...

E:
S'écroule ...

PIERRE:
Voilà. Mais cela ne veut pas dire que la titrisation mondiale s'écroule, c'est simplement à travers les banques. C'est à travers le bilan des banques que ces actifs sont transférés à travers le Shadow Banking.

Est-ce que vous trouvez cela risqué. Du moins d'un point de vue de superviseur de la banque nationale de ne pas avoir ne transparence totale à travers ces actifs qui sont transférés. Est-ce que cela représente un risque ?

E:

Oui, c'est-à-dire que ce qui est important c'est trois choses.
D'abord la titrisation en tant que telle pour moi n'est pas gênante. L'important c'est qu'elle se fasse dans des conditions où la nature même du risque qui est pris est correctement appréciée par celui qui octroi le crédit, qui l'achète, qui l'évalue et qui investit. On appelle ça le "Incentive misalignements". Et donc ce qu'on a vu pendant la crise c'est que celui qui initiait le crédit ne prenait plus le risque puisqu'il le re-packageait, le revendait. Et donc finalement il pouvait amener des prises de risque dans des emprunteurs dont il sait très bien dont les capacités de remboursement étaient faibles du moment qu'il prenait sa commission c'était bon. Donc l'idée d'une rétention du risque par l'initiateur me parait quelque chose de sage. Aujourd'hui elle est en partie prévue, pas suffisamment généralisée mais en partie prévue.

Le deuxième élément c'est de savoir où sont ces titres et de ce point de vue-là, la commission et la BCE on a essayé de développer leS : "Simple, transparent and .." il y a trois termes. Ce sont des titrisations qui répondent à trois critères. C'est-à-dire simple transparent, et j'oublie le troisième. Et qui sont en fait l'idée de titrisation de bonne qualité, qui à ce moment-là seraient éligibles pour la politique monétaire.

PIERRE:
Ok, sous forme de conditions alors ?

E:
Oui, et qui sont en soit une bonne chose. Ce qui nous dérange beaucoup plus, qu'en clair se soient des actifs titrisés classiques avec une titrisation plutôt "straight through", c'est-à-dire que l'on sait ce que l'on achète. Ce qui nous embête beaucoup plus c'est quand le truc est "re-packagé", de telle sorte que personne ne sait le risque qu'il prend. Et que vous avez une approche synthétique où vous êtes dans une tranche avec un rating qui est relativement abstrait, on ne sait pas vraiment le risque que vous prenez, puisqu'il y a du risque de repayment qui prend ce risque, il y a un risque de crédit qui prend ce risque, à quel niveau ? Et donc tout c'est relativement abstrait, c'est donc tout cela que l'on ne veut plus. Donc si c'est ça, on le ré-intègre dans le périmètre de la banque. Mais si ce sont des titrisations classiques où on a un portefeuille de prêts hypothécaires évalués, dont on connait le rendement, le risque de pré-payment a été pris en compte, il est transféré de la banque, là on sait globalement quelles exigences en capital peuvent se soulager pour la banque pour faire en sorte qu'il soit logé ailleurs. Et on sait aussi que l'investisseur sait ce qu'il prend puisque globalement c'est transparent, et à ce moment-là ça va. Donc ça ne dérange pas, et ça peut sortir du bilan de la banque puisque notamment le risque est pris ailleurs.

Ce qui nous embête beaucoup plus c'est quand ce sont des structures quasi-captives qui sont des pseudo titrisations où la banque reste encore en risque, et bien alors on le ré-intègre dans le périmètre de consolidation.

PIERRE:
Vous avez cité les deux premiers critères, simple et transparent. C'est une sorte de label en fait ?

E:
Oui, c'est une sorte de label. C'est la BCE qui l'a fait. La BCE développe beaucoup cela pour l'instant.

(...)

Ça s'appelle "simple and transparent", c'est sur le site de la commission européenne.
Et à ce moment-là il n'y a pas de problème pour nous, parce que là j'achète une parte dans un portefeuille d'actifs bien identifiés. On sait qui sont les clients il n'y a pas des milliers de garanties qui sont données dans tous les sens. Et à ce moment-là, si ça s'est donné, c'est normal que ça échappe au périmètre de consolidation de nos banques. Mais aujourd'hui ça ne s'est pas encore trop développé, pourquoi ? Parce que la politique monétaire amène les banques à regorger de liquidités, donc elles n'ont pas encore besoin de ça. Le jour où il y aura beaucoup moins de liquidités ou qu'elles seront plus rares, il n'est pas impossible qu'elles fassent appel à ça évidemment, pour sortir du bilan qui sont relativement lourds en liquidités et pour se faire des liquidités à l'actif.

PIERRE:
Cela répond déjà à plein de question que j'avais noté.

Un thème qui revient souvent c'est bien sûr les conditions de taux que la banque centrale regarder rester très bas, est-ce que vous pensez que garder les taux faibles n'est pas devenu maintenant un outil que l'on utilise mais plutôt une obligation ? Si on relève les taux d'intérêts, on s'expose à des risques. Par exemple le rachat par endettement (LBO) ou à travers le marché des repo, relever les taux amènerait (bien sûr je grossis la chose) un système de runs ou de redemption. Y a-t-il des risques ?

E:

Je pense que le but de la politique monétaire c'est de stabiliser les prix. C'est pour ça qu'on maintient les taux bas pour l'instant c'est parce que le conditions d'un retour à la croissance sont là, on le voit. Mais il n'est pas encore extrêmement ancré. On voit que les derniers trimestres ont pas été top, ils ont été revus à la baisse, l'inflation est à 2% mais hors pétrole et donc l'underlying, le core inflation est à 1,5 % ou 1,2 %. Donc que les taux restent bas dans ce contexte c'est assez normal pour moi. Par contre ça a des conséquences, à un moment donné ça anticipe, ça pousse beaucoup d'agents économiques à s'endetter. Et on le voit en Belgique, avec les particuliers notamment dans l'immobilier mais on le voit aussi sur les entreprises, ça continue de monter. Et ça ça nous inquiète. C'est pour ça qu'on vient avec différentes mesures pour corriger ces effets-là. Maintenant est-ce que la politique monétaire reste basse pour éviter le clash, ça je ne crois pas. Parce que si l'inflation était au-dessus des 2% pour la stabilité des prix, la BCE augmenterait ses taux.

Mais elle n'est pas folle, elle voit bien quelles sont les positions sur le marché donc si elle y va, un peu comme la FED, elle ira graduellement, je pense. Et surtout en disant aux agents économiques, voilà ce que je compte faire. Pour se préparer parce que le runs en question ils sont surtout créés quand on prend les marchés par surprise. On augmente les taux c'était pas attendu, les marchés corrigent. Si c'est attendu et qu'on fait du forward guidance, c'est-à-dire une politique de transparence (pour autant que les données soient à la hauteur, et cohérentes, par rapport à ce que vous aviez dit), on peut donner une certaine prévisibilité à la question et ça, ça permet un certain gradualisme dans l'augmentation des taux. Ce qui est sans doute la meilleure chose pour les banques et assurances et les fonds. Car si on a des augmentations brutales, ça va corriger durement. Et ça la BCE n'en veut pas, et elle a raison.

Pour le dire autrement, la gradualité est, pour l'instant la reprise n'est pas super ferme et d'autre part on veut faire quelque chose qui n'entraine pas des conséquences négatives sur les marchés, mais qui est aussi en rapport avec le mandat. Par contre est-ce qu'on le fait pour garder les taux artificiellement bas, pour éviter les conséquences sur le marché, là je peux vous dire que non. Il y a D'abord le risque inflationniste.

PIERRE:
Maintenant toujours sur le thème de l'Europe, j'aimerais plus tard revenir un peu sur le cas de la Belgique, mais la Belgique n'est pas la plus grande sachant que le secteur y est toujours important, parce qu'on voit qu'en Hollande il est plus conséquent, en France et en Allemagne aussi. Mais ce qui attire l'attention de l'union Européenne c'est aussi le cas de l'Irlande où on voit que la quantité d'actifs présentes au sein du pays a complètement explosé, on voit que la quantité a presque doublé

par rapport au second pays en Europe. Ça fait référence aussi au cas des Iles Caymans où on voit justement que la fiscalité permet de garder en son sein énormément d'actifs, de fonds. Est-ce que cela n'est pas dû à un problème de politiques d'uniformisation, et si oui, est-ce que cela entraine des risques ?

E:
Alors dire que le Shadow Banking en Belgique est pas si important ... Dans l'absolu si on prend des fonds de type belge, c'est vrai. Puisqu'on a quelque chose proche des 150 milliards d'Euros, ce qui représente 40% du PIB. Par contre si vous prenez les fonds d'origine luxembourgeoise. Vous avez quasiment le double ! Et c'est aussi pour des raisons fiscales entre autres. Donc le Shadow Banking, même s'il est très fort lié à nos banques n'est pas si petit que ça. Mais il n'a rien à voir avec ce qu'il est en Irlande, ça c'est vrai, et se sont essentiellement des motifs fiscaux. Et c'est clair que dans ce domaine, l'idée d'avoir sur le plan fiscal une harmonisation qui permet d'éviter d'avoir des allocations de capitaux qui soient essentiellement dû à des raisons de ce type là, ce serait sans doute très sain, je le crois.

PIERRE:
Quand on regarde sur le site de la NBB, on voit que le rôle principal c'est aussi la stabilité financière mais aussi un rôle de recherche. Quel est donc son rôle principal dans la stabilité financière de la part de la NBB.

E:
En fait la loi dit qu'on doit veiller à la stabilité financière. C'est très large et ça prend tours formes: La première c'est que la façon dont on travaille avec la BCE (ce qu'on fait dans le cadre de l'Eurosystem) à la stabilité des prix, ça participe à la stabilité financière.

Deux, le contrôle micro-prudentiel des banques qu'on fait aussi avec le SSM à Francfort ou encore les assurances que nous faisons nous-même, ça participe aussi à la stabilité financière.

Il y aussi un troisième volet qui est le fait d'assurer l'intégrité et le bon fonctionnement du système de paiement. Ça contribue aussi à la stabilité financière, on gère avec Francfort des systèmes de paiement interbancaires. S'ils s'arrêtent, on l'a vu pendant la crise financière, là c'est un problème, il n'y a d'un coup plus de liquidités.

Mais il n'y a pas que ça. Il y a aussi la mentalité de dire que dans un environnement de taux bas, il n'y a pas des mesures macro-prudentielles ? On doit pouvoir prendre à l'échelle de l'ensemble du système pour faire en sorte que les risques qui naissent de taux trop bas, ou très bas soient adressés pour faire en sorte qu'on essaie d'en prévenir les excès essentiellement, ou augmenter la résilience notamment des agents comme les banques, assurances et éventuellement les fonds, de conséquences d'une crise, en se disant c'est la mesure que l'on a prise en matière d'augmentation d'exigence de capita; des banques qui étaient exposés aux risque immobiliers. Car dans un environnement de taux bas les gens sont incités à acheter de l'immobilier avec l'idée qu'en Belgique ça ne va jamais baisser et qu'il n'y aura pas de crise, ce qui est tout à fait contredit de marchés extérieurs comme l'Espagne, l'Irlande. Mais en Belgique on y croit dur comme fer que ça ne baissera jamais. Alors les gens s'endettent beaucoup dans un contexte où ils pensent que racheter de l'immobilier qui vous donne du 2% de rendement c'est toujours mieux que le 0% que j'ai à la banque et donc je vais m'endetter pour ça. Le problème c'est qu'un moment ça peut baisser donc nous voulons amener les banques à être plus prudentes dans l'octroi de crédit et donc on prend des mesures. Et on se pose la question de savoir si on ne les appliquerait pas aussi aux compagnies d'assurance sur la position de l'immobilier : ça c'est veiller. C'est de la prévention.

PIERRE:
En regardant le rapport fourni pas la NBB et le FSMA de 2017 sur la gestion du Shadow Banking et de l'asset management, on parle dans les recommandations que les risques principaux sont mis à part les liquidités la titrisation mais dans certaines mesures et un troisième point c'est les risques de levier. Pensez-vous que c'est vraiment un risque jeu majeur en Belgique ou même en Europe ?

E:
De manière générale ce sont des risques qui se sont accrus. Ce sont des risques qui sont susceptibles de pouvoir faire en sorte qu'une crise s'accélère. C'est vrai. Si on a une crise sur certains marchés d'actifs qui font que certains marchés deviennent il liquides et qu'on ait des baisses fortes, je ne dis pas que c'est probable, mais ça peut arriver.

Beaucoup de gens pourraient être enclins à sortir très vite de leurs fonds et les font vendre très vite. Ça peut provoquer des baisses amplifiées qui se répercuteront sur tout le système y compris pour ceux qui restent avec tous ces fonds donc la valeur va baisser complètement mais en plus sur les agents contrôlés eux-mêmes. Donc l'idée d'avoir une promesse de liquidités que l'on donne alors que vous n'avez pas les capacités de donner, c'est quand vous n'avez pas de buffers suffisants, en

capital ou en liquidités, ça fait que on teste cette validité dans une crise. Ça pourrait ne pas passer et je pense qu'effectivement il y a un risque systémique.

Surtout si là vous avez pour vous couvrir une position de taux dans le marché mais je l'ai pris car il y avait une contrepartie qui pourrait tomber. C'est un peu comme à l'époque des discriminations, en disant c'est pas grave je suis couvert par AIG, qui me couvre mon risque de crédit. Et un moment donné, ça pète.

Et après je vais devoir vous laisser.

PIERRE:
Oui bien sûr.

Le risque systémique, pensez-vous qu'en Europe il est particulièrement important et il sera amené s'accroitre ?

E:
Je pense que ce qui a été fait en matière règlementaire est une bonne chose. Cela dit ça pourrait ne pas suffire.
Pourquoi ? Parce que d'abord la crise ne vient jamais d'où on peut qu'elle va venir. En quoi c'est bon, c'est que la solidité des banques et des compagnies d'assurance est sans meilleure que ce qu'elle était il y a 10 ans. Cela ne veut pas dire qu'ils sont invulnérables, je ne pense pas. Ça veut simplement dire qu'ils sont plus résilients qu'avant. Ce qui moi m'inquiète c'est que l'endettement global a augmenté en Europe, l'endettement publique certes suite à la crise, la récession, la nationalisation. Mais aussi l'endettement privé, notamment du corporate. Et le seul endroit ou la dette du corporate a baissé c'est en Irlande, en Espagne, au Portugal et en Grèce. C'est-à-dire à des endroits où elle était de toute façon insoutenable et de toute façon et elle a baissé à des niveaux qui sont acceptés par les marchés comme relativement plus accessibles mais globalement toutes les autres dettes, comme c'est le cas en Belgique.

Et donc une économie très endettée, ce que l'Europe commence à devenir, (pas à l'échelle américaine encore) est une économie fragile. Et je ne connais pas de crise financière où il n'y avait pas des agents endettés d'abord. Et cette augmentation de la dette m'inquiète

PIERRE:

Donc c'est la dette privée ?

E:
Et la dette publique, parce que suite à la crise mais on ne peut même pas dire que cette dette publique a pour but de racheter la dette privée, on voit que la dette privée continue d'augmenter, et donc ça ça m'inquiète.

PIERRE:
Pour ma dernière question, certaines personnes disent, on ne sait pas vraiment si c'est de la langue de bois ou pas, que l'économie mondiale et les marchés actuels vont bien, même s'ils mettent du temps à se relancer mais la question que je me pose c'est :
Comment voyez-vous l'avenir de la stabilité financière dans les 5 à 7 prochaines années en Belgique ou en Europe ?

E:
Je pense que ça dépend de ce que l'Europe fait pour régler ses problèmes structurels. On est dans un contexte de vieillissement de la population, donc on sait que pour gardeur certain niveau de croissance on va devoir augmenter plus la productivité, or on n'est pas très bon là-dedans.

De deux choses l'une. Ou bien on s'améliore, on améliore notre marché du travail pour faire en sorte que les gens soient plus productifs et que les gens du chômage soient plus mobilisables. Et on augmente les taux d'investissement mais si on n'arrive pas à faire ça, on doit s'habituer à une croissance plus faible. Mais une croissance plus faible avec un endettement élevé (ce qui veut aussi dire une inflation plus faible, ce qui veut dire que le poids de la dette est très fort), c'est un environnement dans lequel certaines valorisations devront être corrigées, car elles anticipent une hausse qui ne sera sans doute pas celle-là, et ça ça peut amener des crises. Les crises sont souvent amenées par des agents qui ont des "expectation gap" par rapport à la réalité. Et tout d'un cou ils se rendent compte, un peu comme on a connu avec la crise souveraine où les marchés avaient fait le pari de la convergence de la politique économique et budgétaire, et ils se sont rendu compte très tard que pour certains pays c'était juste insoutenable et alors ils ont augmenté les spreads mais de manière gigantesque brutalement. Mais c'est souvent comme ça avec les marchés, c'est tard mais c'est brutal.

Je ne suis pas en train de me dire "ça va aller", je crains que dans les 4 à 5 ans qui viennent on aura quelque chose, peut-être pas de la même ampleur que ce qu'on a eu, mais il y aura quelque chose. Je ne peux pas croire qu'on peut garder une croissance aussi fortement financée par de la dette.

PIERRE:
C'est insoutenable ?

E:
À moins que ce soit votre génération qui paie tout, mais il faudra alors à un moment donné restreindre

C. Entretien 3- « Phillip [28]» (BNB)

PH:
Just for the record, we agreed. I'm "Phillip", from the NBB. I would have the opportunity to look at the text and the thesis and that these would be serious conflict with confidentiality, that there is the right to delete some parts of the answers answered by me.

PIERRE:
It's completely understandable.

To start the interview, can you make a short introduction and describe your role at the NBB?

PH:
I'm "Phillip", I'm currently ……[29] at the National Bank of Belgium and I'm part time professor at the …. . My role in the central bank, I'm responsible for setting out and coordinating macro-prudential policy, which means making proposition to the macro-prudential board at the NBB and in that function I also represent the NBB in various international forum at FSB, ECB, ERSB and many others.

PIERRE:
People tend to believe that Shadow Banking might not be seen as what it is actually, they may think it is related to something more shadow or dark or even illegal, which is not true.
It is all the financial intermediation located outside the regular banking system.

PH:
To correct the definition a little bit, it's all the financial intermediation taking place outside the regulated banking sector that has some maturity transformation in there. Not everything. So that should be maturity transformation, and sometimes liquidity transformation.

PIERRE:

[28] L'identité de chaque intervenant sera gardée confidentielle. Pour cela, chacun se verra attribué un nom fictif.
[29] La position de chaque intervenant est aussi gardée confidentielle,

And regarding the expression, do you think it's okay to say that Shadow Banking should still be called Shadow Banking? Because of the negative connotation?

PH:
I understand the negative connotation, that shadow is something in the dark, illegal. It's may be better to change names. More on forum people are debating whether Shadow Banking should be the most adapted word or not. I don't really have a strong opinion on it. To me it doesn't really have a negative connotation, it's just as the definition we gave.

To the large public I can understand that using the term Shadow Banking might be a little bit to "glummy". For what the sector represents, it also has many good properties.
So yes it's not a bad idea to have better names.

PIERRE:
What is the main role of the National Bank regarding the prudential area and may be the financial stability?

PH:
We are what is called a competent authority and the national bank is assigned as the competent authority regarding the macro prudential policies. That's by law, the Belgian banking law. As a consequence, the NBB is responsible for setting out the macro-prudential policy, but also to monitor financial stability and taking necessary actions if ever needed. So that's our role as a macro prudential area.

From the micro-prudential area we're still considered as a regulator and supervisor where we have full control and authorization over less significant institutions. And we also participate to the supervision together with the FSMA in the supervision of the significant institutions.

So that is our role. We also are at the support of the Belgian ministers and government to help them decide on the position of the regulatory framework, negotiations going on.

So we have full competences on the macro-prudential area, we share competences with the ECB and SSM regarding the area of banks in Belgium.

On the macro area, it also includes insurance companies and other financial companies active in Belgium.

PIERRE:
Like pension funds for instance?

PH:
No, pension funds are included in the FSMA area. But all insurance are ours.

PIERRE:
To enter a bit more into the subject, 10 years ago we had the financial crisis. And some journals refer to different subjects such as the current Italian case, the private Chinese debt or the securitization in USA. They say that it might be possible to have another financial crisis that might have stronger impact. do you think it's really an area of concern now? Or we shouldn't worry that much?

PH:
About the financial crisis?

PIERRE:
Yes.

PH:
We gave a speech, a seminar for secondary school teachers we clearly mentioned that financial crisis can never be excluded because basically financial crises are inherent to the area of financial intermediation. It's based on trust. Once trust goes away you might have a financial crisis. We can think about the 17th century, the Tulip Mania, the Internet Bubble, and we have many many of this crisis. We one in the 20th century a very big one.

There is nothing that makes us believe that the regulatory is such that we have eradicated all potential sources of banks' financial crisis, that's impossible.

The one thing we can do is, as a supervisor is mitigate the impact of financial crisis on banking sector which is a crucial sector and also the impact on the economy. I think we are well prepared to mitigate the fallout of potential financial crisis than before.

But again you mentioned the credit bubble in China or the credit securitization, I don't think it's a major issue, it might be actual for Italy. You must keep in mind the there are other processes going on that also might have in them a potential of financial crisis. One can be the digitalization that you see in the banking sector, more precisely the strong exposure to cyber-risk, that might be another trigger of financial crisis.

I trying to say that we cannot eliminate the possibilities of financial crisis. A financial crisis often come in a part of the financial system where you don't expect if to come.

PIERRE:
Like you cannot anticipate it?

PH:
Right, the best thing you can do is to try to get precautionary measures to mitigate the form of risks. And one of the areas where you might see a financial crisis or problems is in the digital area, the cyber risk and so far.

PIERRE:
Now, regarding the size of the Shadow Banking, on overall and based on the FSB report release last year, we can see that either in Belgium or on a worldwide basis the industry is still growing up and the main thing is that it decreased right after the financial crisis, but then it never stopped increasing compared to the other sectors.

Based on the OFIs (other financial intermediaries), they never stopped growing up.

PH:
Is that Belgium or on the worldwide basis?

PIERRE:

On a worldwide basis. And the Belgium one is here (show the paper). It's more or less getting stable but still growing up.

Is this an area of concern?

PH:
Again, few observations. We should first be very careful about how to define Shadow Banking. And the statistics that you show, these are interesting statistics, but we should be very very well aware of the fact that in these offices there is a mixture of all types of institutions that have different types of things. Some of those things are consolidated under the banks, where some of these things are not consolidated under the banks, and are independent. So the one consolidated in the banking group are under the control of the bank, so are regulated under the banks. Those that aren't are really in the Shadow Banking sector, independently and might consist to risks if their activities are such large maturity, liquidity transformation.

You should be well aware of the fact that you have a lot of leasing companies, car lease companies are in there, some manufacturing companies, that do certain financial activities that do not involve liquidity/ maturity transformation, that are not necessary very risky. What you also have in the OFI for instance is what they call and what is relevant for Belgium the financial centres, or financial coordination centres. For tax reasons and tax purposes basically channel all their profits into Belgium. And then rework them a bit in order to get tax deductions in the context of notional interest rate deduction. Also a lot of company would be in these profiles. It's a large class and just on these general statistics it's very difficult to make a strong statement on how much risk is in there and the growing size of the Shadow Banking sector which is like all this mixture of all kinds of financial institutions.

So it's very difficult to say something very sharp on this. We have published with the FSMA a report on Shadow Banking in Belgium. The main conclusions that was that the Belgian Shadow Banking sector does currently not constitute a big risk for the Belgian system. Partly because there are additional measures taken by the FSMA to control liquidity risk that you might have in some of these equity funds partly because the sector is relatively small and partly because of the fact that some of the Shadow Banking entities are in the consolidation of the banks.

So for now I think that in Belgium at least the Shadow Banking does not represent that much of a risk that we identified. You can never exclude that risks can come from there, there are some risks that can come from Shadow Banking sector from .. I don't know in France or in the USA or Ireland. So it's difficult to say something about that. What we do know is that at least the feedback of Shadow Banking into the banking sector is now much more close that it was for the financial crisis. So yeah it's difficult to say.

PIERRE:
Regarding what you said, it would be may be better to consider the narrow measure when looking at the size, which is more relevant then?

PH:
Yeah of course, but not too narrow neither. You must take into account all the maturity liquidity transformation and ...
That's one of the main problem in the Shadow Banking system: you need to take into account all the synthetic leverage that have been taken from derivative positions. It's not the easy to cover. So one of the main concern is on the derivatives in Belgium, in these positions you might have some exposures to risks that are a little bit under monitor.

PIERRE:
So by this you mean a derivative form a derivative from another derivative on which it might be very difficult to trace up?

PH:
Yeah, so the difficult part on the derivative is not to know the Belgian position derivatives of the banks, we have a clear idea of these positions. But you want to know who is the ultimate provider. Is this CCP? Is this one of the bigger company providing derivatives or not? So you want to know who's the ultimate counterparty. And this is very difficult to know given the entire network of derivative positions that are as you say on party, from another one. So it's very difficult to trace the ultimate source.

PIERRE:
And so form that, if I understand well, the risk might come from an area where it's impossible to fully anticipate?

PH:

There might be a risk because we're not aware of who is ultimately holding all the risks and if those risks would be too concentrated on this, in too few shady firms then there might be a risk. Imagine a CCP going down then you have a major problem. It's very hard to trace the ultimate derivative providers to the Belgian sect for instance. So yes the risk might occur there.

As in many other things, as I told you for instance in the digitalization, in China, although it's a bit decreasing I think there are may be sources of risk that can arise.

PIERRE:

Regarding the report from the FSMA and the NBB, it was mentioned as the main recommendations that liquidity risk was the main area of concern, but also the leverage. It is possible to know more about that? In which way is liquidity risk seen as a main risk from a national perspective?

PH:

This is really the competence of the FSMA. I will not take the responsibility to answer to that. I'm sure that FSMA talked a lot about this. But this has a lot to do with redemption that forces Equity funds to start paying out redemptions while in the asset side they have an illiquid assets. We're really answering the question of equity funds and so on. I will not take any position on it.

PIERRE:

Now I would like to describe the structure of my thesis: description of the question research, the practical part and then the 3 hypothesis.

PH:

In Shadow Banking you're not counting insurance companies, pension funds, they're not in the Shadow Banking sector according to you, right ?

PIERRE:

Yes, right, I just wanted to introduce that part to go deep into the subject.

I would just like to know from your perspective, in which way it the Shadow Banking positively seen, what are the advantage.

PH:
We haven't made any statement to say whether Shadow Banking is good or not. What we do statements about, we believe that financial intermediation should become more balanced than it is now. There is I think, I'm not sure about the precise number, but 80% of the financial intermediation is going into the banks in Belgium.

And one of the lessons of the crisis is that if you have like financial intermediation mainly to banks and if something happens with banks then financial intermediation, and credit supply might get into trouble having second source of financing to markets more than from banks is a very good thing. Therefore I think the national banks supports in general very much the establishment of the capital market and we believe to some degree equity funds can grow, but it's a very good thing, private equity growing even some of these bond funds .
So I don't think there is anything bad, from the fact of have a growing financial intermediation direct the thing. It might also bring new things like diversification like new incentives to innovative finance. So full support of CMU. And that has to happen not on national level but also from initiatives in the commission, the EU at least, may be from the FSB over the G20. That's the full support.

At the same time you cannot leave such a sector unregulated if you want it to grow. As you said, it is already on the way to be regulated, like with all these directives, which are a good thing. Basically they make sure that this CMU is capita market based finance can develop in a robust way.
We therefore need regulation that sounds practices in this sectors too. And on top, why we need a regulation at the EU level, it's because you want to have a level playing field on all of these financial sectors in the EU.

Does that mean we need additional directives? I don't know, that depends on the cases we will discover or the need of additional regulations we might discover along the way. It's certainly not the case that you shouldn't do anything. You need at least directives to open up capital markets because now it's very much fragmented over national borders so you might think working on solvency law, across countries and so far. You can set up rescue instrument or

institutions like banks or asset management and so far. But that's about it, certainly not leave it as it is. so now it's not CMU, we're far from there. It is also not the case that it is not regulated. What a lot of people thinks that Shadow Banking is not regulated. It's not a wild and vast unregulated industry.

PIERRE:
I don't want to make a big summary by putting everything into a framework, but we're more oriented on the second hypothesis? Like fitting different gaps depending the for need of the sector in the future?

PH:
Some gaps arise while this activity arises at the same time. So cyber-risk is something we didn't think about like 10 years ago. Now in the coming years or months, based on new IBA guidelines, cyber-risk will come out and so far. Climate risk is another one. so we have nothing on there but it's gonna come in the coming month and years. The transition is important and it has to be under control with directives and regulations.

PIERRE:
Another point, the ECB mentioned different risks that are the main ones such as the complexity of the processes, its size, the fact of using the intermediation, the leverage use on the repo market. And the last one is the interconnection, which is directly related to the systemic risk. It's a broad question but given that there exists a high interconnection with the banks, is it possible that the risks can come from another country like for instance Ireland where we know that it's pretty high, and then affect Belgium?

PH:
Yeah, if there is one risk there indeed it's like a stepping is an important task in the sense that banks might cover off for their asset management companies that they might have in the Shadow Banking sector in another country like Ireland. And if one of these companies make huge losses it's very likely that there's going to be a fallout on the bank itself either on the cross positon on derivatives or credit line, so yes, that is a risk that needs to be ... There is a connection which is relatively well understood basically. Typically the interconnection of the asset management company within a firm and a bank itself, they fall under the supervisor of the banking group. So they're well identified.

We do these studies as well: the company, the industry the leverage, how they're connected to the bank and so on. You have a relatively clear view on those things and you can take actions when they think the step in risk becomes too big, you can still notice to the banks, to monitor or even take actions if necessary.

So the connections are there but they're also relatively well managed.

PIERRE:
So when people say that we definitely cannot identify the risks, it's partly not true then?

PH:
But only partly not true. We were talking about the connection with the banks, right?

PIERRE:
Yes of course.

PH:
So the connections with the banking sector are known within the limits of the banks you can know. The things you cannot know is one of these asset from management companies of the bank is doing all kind of very complex transaction with a counterpart outside the limits of the bank scope. You do not really know what a company is going to do. Then there might be a serious impact outside company outside the asset management and then on it.

So it's not because you know the interconnection system that you can really identify the risks very well. You have to be really sure about the risks that are being taken by every entity of the group.

PIERRE:
It there another risk of under-estimating the size of the sector?

PH:

Yes there is a risk. However, the size of the sector doesn't really tell everything. I don't know how derivatives are really counted, is that at notional value, at market value, the net value? It's also the complexity and the intrinsic leverage that they have that is crucial, not necessary the size.

For instance, Lehman Brother was the 8th bank of the USA, so that's not the biggest bank. So that can be relatively smaller institution that can cause troubles around the world. Basically because of the banks that were very much connected, that triggered cascades.

All of that is not under one statistic of the size of LB. Size is a good statistic, but it's only one statistic among others that should be complementary with many other tools among which synthetic derivative positions. So with only size, you cannot only map that kind of risks accurately I think.

To me you're focusing too much on the size of the Shadow Banking sector. To me the size isn't everything. It really depends on so many aspects, you need to look at the composition of the activities.

PIERRE:
Is that in a certain way positive that we can still analyze the risks regarding the Shadow Banking though the banks? Is this inter-relation between the two activities can be seen as a risk in one side but also positive on the other side because you can identify the main information from it?

PH:
I think it's crucial to have a good view of all the potential risks to banks. Whether they come from the banking or the Shadow Banking sector from the pension fund sector. Why because basically banks are the core of the financial intermediation within the European countries. They take the work with lots of leverage, based on trust and confidence. It's based on trust and confidence and if something goes wrong with that because of any of those different sources. So you need to follow all the potential risks that come from the Shadow Banking sector in a serious way. And therefore it's very good to have like all the connection maps. These connections create systemic risks. Risky interconnection can become very dangerous.

At the same time you have to be very realistic, banks should also be able to operate investment activities. So having everything mapped is a very good thing. Does that mean that it's good to have an interconnection of banks with the Shadow Banking sector? Not necessarily. If these connections create systemic risks, I'd rather have a bank that doesn't take this systemic risk and then you don't need any information, to then have a very risky interconnection. At the same time you have to be very realistic, banks should also be able to operate investment activities. And then it's a very good thing to have everything mapped out very clearly.

Knowing all the risks to banks is crucial. So yes it's very important to have everything mapped out.

PIERRE:
The fact if having a relation between banks and the Shadow Banks: it can be seen as a risk but it can also be interesting because we can benefit from more information regarding the Shadow Banking, right?

PH:
But we don't have much information regarding this Shadow Banking. It's more about the step-in risk of the banks rather than the activities in the Shadow Banking sector. So that is what you know if you got all the interconnections mapped-out. You'll not know much more than that to be honest. I don't think it's a good strategy to try to identify the risks in the Shadow Banking sector through the reporting that is done via the connections in the banks that's not the best way. If you really want to go to the dark part of the Shadow Banking you'll never get useful information with this strategy. It's not because you know the credit lines of a bank towards one of its entities active in the Shadow Banking that you know all the activities in the Shadow Banking, you just know the credit line.

PIERRE:
I would know like to discuss about this graph (the worldwide securitization). Is it right to make the assumption that this securitization has just been transferred from the banks to the Shadow Banking?

PH:

I don't think so. At the moment, the market just become very flat. I think that securitization took a serious hit, it didn't move to another sector, it's just that markets went down. This is why you have these initiatives on the STS.

By the way the securitization market wasn't only based on the banks, there many other entities that were very active in the market, so I don't think so. But you never know, it's like there exists a dark web, and you don't know what's inside!

PIERRE:
Other graph (the one provided by the Nbb regarding the interconnection in Belgium). We can see on the graph that the relation between households and Shadow Banks is pretty strong, is it seen as a risk?

PH:
The link between these two, is due to the fact of retained securitization. Belgian banks have been extending huge amounts of mortgage loans to households so on their books they have like mortgage loans, and the problem with mortgage loan is that they cannot liquidate separate loans. So if you're central banks you need liquidity, you just cannot go with the loans and say that you want to liquidate these loans.

What banks have done, they have created SPVs, so financial companies that are not banks, they're Shadow Banks. They just securitized a part of their loan portfolios, created debt instruments in these SIVs, and those instruments can be liquidated with SIVs. To get it liquidity.

PIERRE:
(showing the personal graph on securitization)
In that way?

PH:
Yeah exactly. And those securities go back to the bank and those securities you don't sell them on the market but you give them as a collateral. Those activities are still on the books in a consolidated way, these SPVs are still part of the bank.

How are you going to map the link between the households? Those loans are in the SPV, no longer on the bank books. So the households have to repay the SPV and not the bank. So the part you mentioned on the graph, it's just their loans having put on the SPV not on the bank, this is why you get this huge amount. But in theory, the SPV is still part of the bank.

It's just a construct that they can liquidate easily part of the loans. And that's the only thing that is going on there.

PIERRE:
Ok, tank you that's very interesting.

PH:
And you have to know that securitization is used is especially used during the crisis (confidential information). The liquidity crisis 2007-2008, they basically created lot of those things, but now the banking crisis is over, the financial crisis more or less over, they're taking back some of those loans on their books. So you'll see in the future that you might see some of those households, SPV loans will decrease a lot. So as a conclusion, these households are not a lot exposed to the sector.

PIERRE:
As a conclusion, how do you see the future of the financial stability over the next 5 to 7 years?

PH:
Very hard to predict:

- Digitalization
- Cyber security
- New directives that will adapt to the current situation with new topics.
- Environment

d. Entretien 4- Christian (European Commission of Financial Stability)

P :

Que pensez-vous de la connotation négative associée au terme Shadow Banking?

CHR:

De notre point de vue, c'est-à-dire au niveau de la commission européenne, le terme Shadow Banking n'a pas de connotation négative à proprement parler. C'est à un niveau inférieur que l'on y accorde une connotation plus péjorative. De notre niveau, ce terme est précisément défini.

En ce qui concerne le niveau global (donc international, le plus haut niveau), c'est-à-dire le FSB, il y a toutefois ce désir de changer le terme Shadow Banking dans les rapports à venir. L'on chercherait à passer de « Shadow Banking » à « non-bank Financial intermediaries).

Toutefois, la commission européenne n'est pas entièrement d'accord avec ce changement. Mais le but est de s'aligner un maximum avec le FSB, qui est quand même l'institution la plus globale afin d'uniformiser toutes ces idées.

En effet, le FSB et la Commission européenne s'alignent déjà sur différents sujets tels que sur le domaine de : l'asset management et le banking en général (Basel). Je vous conseille de jeter un coup d'œil sur le rapport de la FSB sur l'asset management (aussi celui du ERSB).

Il va aussi de soit de comprendre la différence entre monitoring et standard setting.

P :

Quand on jette un coup d'œil aux rapports de la FSB sur la taille du SBS en Europe, que cela vous inspire-t-il ?

CHR:

Je pense qu'il faut être très prudent avec l'usage de ces chiffres. En effet si vous comparez leur chiffrer à ceux fournis par les institutions Européenne, on remarque une certaine différence dans les chiffres. Cela est dû au fait que nous n'utilisons pas les memes mesures, ce qui induit

une taille différente pour chaque marché. Il faut donc être très attentifs à comment chaque institution évalue la taille du Shadow Banking.

P :
Explication des hypothèses 2 et 3

CHR:
Alors ce qu'il faut comprendre, c'est qu'il y a plusieurs types d'initiatives parmi lesquelles on peut identifier les lois et les directives (s'informer plus sur les deux). La loi est quelque chose que l'on applique à l'échelle du secteur en question dans son entièreté. Tout le monde est obligé de s'y plier, c'est comme ça. De l'autre côté, on a les directives, qui sont plus vues comme des recommandations. Le but est de promouvoir certaines idées dans le but de permettre aux membres de l'Union de l'UE de transposer chaque directive à leur manière. D'un côté c'est bien mais il y a aussi un risque, celui de non-uniformisation entre chaque membre.

Cas de l'Irlande
L'UE prend en compte différentes caractéristiques comme la taille, les channels of contagions, tu type de compagnie, etc. Intéressant de regarder le rapport de l'ERSB :
«Macro prudential beyond banking » de ERSB.

L'objectif est de comprendre chaque type d'entreprise impliquée dans ce système dans le but d'identifier les risques principaux sous-jacents.
Encore une fois, effectivement il réside toujours un problème d'intégration des politiques nationales. Toutefois il est important de comprendre que le risque systémique d'une banque est nettement plus puissant que celui d'une institution financière lamba, son interconnexion est plus considérable. En effet, dans le cas de la Belgique par exemple, si une des banques fait faillite, c'est une faillite nationale, toutes les banques suivent et coulent aussi. De l'autre côté, si un fond investissement (pour lequel nous considérons que le risque systémique est négligeable), est entrainé dans certains problèmes, voire de faillite, son impact et donc les risques seront probablement négligeables sur le reste du marché.

P :
Quels sont les aspects sur lesquels vous vous penchez principalement ?

CHR:

Il faut d'abord comprendre que nous avons un rôle macro-prudentiel et non pas micro. Cela veut dire que nous nous intéressons à la question sur le plan large, nous nous intéressons à tous les acteurs du système. Il y a deux types de risques sur lesquels nous nous penchonS :

- Le risque de contagion : on parle ici des risques de rédemption par exemple.
- Les risques d'imbalanceS : Il est ici question de la dette privée excessive par exemple.

Dans ces cas, le risk premium est un des aspects primordiaux sur lesquel nous nous penchons souvent.

« Impact of low interest environment » report from the ERSB

Les plus gros risques ?

P :

Vision du futu r?

CHR:

Il y a plusieurs aspects sur lesquels la Commission Européenne S'attarde pour le futur.

- La fragmentation nationale des banques et le développement du Banking Union
- L'intérêt sur l'évolution du price / book ration de ces institutions et des banques. On remarque aussi que ces Shadow Banks on des ratios bien différents des banques, et souvent en dessous de 1.
- Notre objectif pour le futur est de s'assurer d'accroitre la résilience de ces institutions. Est-ce que c'est assez en ce moment ? non.
- Banking Union : nous ne sommes qu'en plein développement du banking union, rien n'est encore clairement défini.
- Le cas de l'Italie sera aussi notre préoccupation pour le futur proche.
- Les pertes dans le secteur de l'assurance.
- Les « counter cyclicar-buffers »
- La croissance de la dette privée est un sujet de plus en plus préoccupant.

e. Entretien 5- François (Banque Centrale Européenne)

PIERRE:
Pourrais-tu te présenter ?

FR:
Je suis sorti de la LSM en 2014 avec un master en finance mais je m'étais spécialisé ensuite en contribuant à étudier à Science Po Paris. J'avais fait un master en risk management et régulation financière, parce que était l'endroit où je voulais me spécialiser ce qui fait que maintenant, après avoir fait ce master et quelques mois à KPMG, je suis parti directement à la BCE, où ça fait maintenant 2 ans et demi que je travaille.

C'est très intéressant. C'est une institution assez récente, il y a pas mal de choses à faire et à découvrir. Je ne dirais pas que c'est une start-up, mais c'est une entité gigantesque avec une bureaucratie assez énorme. Et voilà, il y a plein de choses à faire et c'est très stimulant.

PIERRE:
Au sein de **la Banque Centrale, vous vous situez dans le coté du risk management ?**

FR:
Non, moi je suis du coté **SSM**, le Single Supervisory Mechanism c'est l'arme de supervision bancaire de la BCE. Du coup il y a environ 1000 personnes dessus qui sont divisés en 4 directorats, donc 4 directions générales qui sont organisées comme suit.

Donc la **DG1**, c'est celle au sein de laquelle j'appartiens. C'est la DG qui s'occupe de superviser les plus grosses banques européennes. Du coup tu as les banques gigantesques comme BNP Paribas, Société Générale, DB, Unicredit. Donc ce sont les banques qui sont les plus larges en termes de balance sheet et il se trouve que je travaille pour ce compartiment.

Ensuite la **DG2**, ... Avant de passer là-dessus, juste pour que tu comprennes un peu mieux, quand tu bosses en DG1 et DG2, tu bosses pour une équipe qui supervise une banque seulement. Du coup chaque équipe est d'environ 10 personnes va superviser une banque. Alors il y a certaines équipes qui en supervisent 3 d'un coup, mais c'est parce que ce sont des banques assez

petites et qui ne nécessitent pas forcément de temps. Mais la majorité des équipes supervisent seulement une banque. Tu vas avoir 15 personnes qui vont travailler sur DB.

La **DG2** alors ce même principe sauf que là tu vas superviser les banques un peu plus petites. Par exemple dans DG tu as beaucoup banques allemandes parce que c'est le système bancaire allemande, généralement c'est beaucoup de petites banques fédérales. Elles ont un balance sheet assez petit mais plus petit que les gros groupes internationaux. Donc ça c'est la DG2.

Ensuite T'as la **DG3** qui est assez particulier parce qu'ils ont pas mal de sujets différents. Eux ils sont en charge de tout ce qui est sujet particulier dans le sens où ils s'intéressent à tout ce qui est Fintech donc voir quels sont les impacts en termes de régulation de supervision. Ils sont aussipas mal en contact avec lesbanques centrales de chaque pays, il y a toujours la supervision côté national, et du coup eux ne se chargent pas mal de l'interaction avec eux. Ils ont le sujet Brexit aussi donc faire des workshops pour voir quelles sont les banques les plus impactés par le **Brexit**. C'est un peu une DG fourre-tout en quelques sortes. Eux ne se considèrent pas comme ça mais voilà ils ont un peu tout plein de sujets différents on sait pas trop où les mettre. Donc ça c'est la DG3.

Et tu as enfin la DG4 est la DG un peu plus technique donc on a pas mal d'économistes qui travaillent là-bas et c'est eux qui font des études de risques un peu horizontaux. C'est eux qui s'occupent des stress tests par exemple regarder ce qui se passe s'il y avait une crise financière quel serait l'impact sur les banques, quelle est la méthodologie à appliquer. Donc voilà c'est vraiment là la partie des techniciens qui fixent les standards et qui font des études un peu plus poussées et un peu plus technique sur le système bancaire européen.

PIERRE:
Ok donc ce dernier DG c'est plutôt l'aspect donc beaucoup plus quantif ?

FR:
C'est ça ouais c'est des gens beaucoup plus quantitatifs. Donc t'as pas mal de gens qui font des doctorats, qui sont économistes etc.

PIERRE:
Ok un de mes professeurs en échange s'occupait des stress test pour la BCE.

FR:
Tu sais comment il s'appelle ?

PIERRE:
Angelo Ronaldo.

FR:
Ça ne me dit rien. Ça ne m'étonne pas qu'il fasse partie du DG4. Après il y a beaucoup de monde, donc ce n'est pas étonnant que je ne les connaisse pas

PIERRE:
Donc toi tu supervise dans la DG1, ton rôle est de superviser cette banque principale. Mais cela s'analyse en termes de bilan ?

FR:
Alors c'est la supervision se fait autour d'un processus que tu peux voir sur le site de la BCE qui s'appelle le **SREP**. Je ne sais plus quelles sont les initiales. Cela signifie qu'il est basé autour de différents indicateurs qu'on va étudier donc surtout ce qui est autour d'un côté market risk et credit, risk créditrices, risk over capital et la liquidité. Enfin on va utiliser plusieurs indicateurs pour donner une note à la banque qui se situe entre 1 et 4 sur deux aspects. Je vais prendre un exemple concret, par exemple sur le credit risk on va regarder par exemple quel est le taux de créances douteuses de la banque donc ce que j'entends par là c'est quand la banque fait un prêt, si tu fais sans prêt par exemple dans l'année il y en a 5 qui ne vont pas rembourser l'argent auprès de la banque. Donc la compagnie est en défaut et ne peut plus rembourser ses prêts. Et là, la banque va engranger des pertes.

Du coup un bon indicateur pour voir quelle est l'intensité de ce risque c'est de regarder est-ce que la banque a beaucoup de clients qui sont en défaut, qui ne sont pas capables de payer leurs prix. Parce qu'à travers ça on peut inférer : est-ce que la banque va faire beaucoup de pertes sur son portefeuille de crédits et comment est-ce que ça va impacter son capital. Donc on va regarder par exemple cet indicateur là et on va avoir une idée du risque de la banque. Par exemple en **France, un exemple, le taux de créances douteuses se situe en moyenne entre**

eux entre 2 et 3%. Donc si tu fais 100 prêts, il y en aura 2 ou 3 qui seront en défaut où tu n'auras pas fait d'argent et tu auras plutôt fait les pertes dessus.

Alors sur des pays un peu plus en stress économique le taux là est beaucoup plus élevé, par exemple en Grèce. **Je pense que maintenant 40**% des prêts que fait une banque qui sont en défaut. Donc tu peux imaginer que là dans le P/L de la banque ça a un impact assez important. Du coup quand tu prends une banque française, normalement sa note de risque de crédit sera autour de 2. Donc ça veut dire que celle-ci a par ailleurs pas grand-chose qui a pas beaucoup de sujets là-dessus, là où il peut y peut être qui aura une note de 4, qui veut dire qu'il y a un gros impact sur sa solvabilité donc on met des notes de 1 à 4 sur ces zones de risque, mais on les fait de deux façons. On fait des différences entre le risque level (donc le niveau de risque donc on étudie encore une fois des indicateurs par exemple encore une fois le taux de créances douteuses) et on va aussi regarder ce qu'on appelle le risque contrôle. Ça c'est la partie un peu plus qualitative que la banque met en place pour suivre ces risques. Par exemple toujours sur le credit risk, est-ce que la banque a des guidelines en place pour que chaque employé quand il autorise un prêt il ait bien en tête le risque du client est-ce qu'il y a bien un processus d'acceptation des prêts qui est en place pour être sûr qu'il n'y ait pas trop de risques qui soient pris. Je ne sais pas si mes exemples te parlent mais c'est pour regarder les procédés que la banque a pour contrôler ses risques en fait. Donc par exemples tu peux avoir une **banque a un taux de créances douteuses de 2%,** ce qui est très faible mais elle aurait une note des risques de crédit assez haute parce qu'on se rend compte qu'elle ne elle ne suit pas du tout ces risques. Du coup, là ça nous impactera car elle ne suit pas ses risques et ça pourrait s'emballer par la suite.

Donc on fait vraiment une différence entre d'un côté le risque contrôle et le risque level. Et donc on fait ça pour ça, que chaque zone de risque est typiquement dans l'équipe t'as deux, trois personnes qui sont assignées à un risque, par exemple aux risques de marché donc il va regarder quelles sont les pertes par semaine de la banque quelle est leurs risk limit sur la value at risk (VaR). Deux autres personnes qui ont travaillé sur le risque de crédit qui ont regardé quelles sont leurs taux de créances douteuse. Chaque personne va étudier ces indicateurs là et donc ce SREP, on fait ça entre avril et septembre, une période assez busy je dois t'avouer. Mais autour de ça on va avoir des tâches de supervision un peu had-hoc par exemple on va se dire on a

identifié un portefeuille, on sait pas trop ce qui se passe là-bas et donc on va faire un deep task, ce qu'on appelle un deep dive et donc on va aller sur place et faire des interviews avec la banque, poser des questions sur ce portefeuille, regardez leurs fichiers en interne alors.

Alors il y a ce **SREP**, et au-delà de ça il y a vraiment beaucoup de tâches un peu had-hoc, par exemple les stress tests. Moi j'ai travaillé dans les cinq derniers mois j'ai travaillé sur les stress tests où j'étais le point de contact entre la DG et la banque, et donc j'avais un travail d'analyse assez énorme à faire. Après voilà il y a des inside inspection, il y a des deep dive, il y a plein de taches un peu had-hoc qu'on fait dit plein de tâches un peu had-hoc qu'on fait le reste de l'année pour avoir une meilleure compréhension de la banque. Par exemple, en ce moment pour ma banque qui a l'aspect du **Brexit**. Donc on essaie de voir quel sera l'impact du Brexit sur eux ont fait une revue de leurs modèles internes, est-ce que leurs modèles internes sont des modèles qui collent à la réalité ? Il y a vraiment plein de sujets qui sont ceux qui sortent du cycle des supervisions normal.

PIERRE:
Ok mais alors quelque chose que je me demande quand tu parles du VaR vous travaillez donc souvent en parallèles par exemple avec les autres organismes comme Bale, j'imagine par exemple **le risque de liquidité**, relié au pilier 2. C'est quelque chose que vous devez retenir en compte en fait quand vous travaillez dessus ?

FR:
Alors oui ça parce que nous, notre job c'est de fixer donc tous les milliers de Bale avec ce minimum qui soutient 8%, je sais plus exactement. Et nous en fait notre travail il se résume c'est un peu réducteur, mais le travail se résume à fixer les exigences en capital au-dessus de cet aspect-là, au-dessus de ce pilier de 8%. Après il y a les autres buffers, le countercyclical et le ... j'ai oublié son nom. Et du coup nous au final on a un impact en tout cas sur les banques qui vont bien. On décide entre 1,5, ou 2-2,5 de capital en plus en fonction du résultat qu'on a à travers ce SREP.

PIERRE:

Ok, et du coup par rapport à ces institutions donc par exemple tu parlais de regarder les portefeuilles peut-être qui vous semblent pas les plus réguliers et je me demandais si vous aviez par exemple accès aux interactions qu'ils ont par exemple avec les autres types d'institution, que ce soit par exemple des fonds d'investissement des hedge funds, n'importe quoi afin de mieux évaluer le risque systémique quand vous faites simulation ?

FR:
Alors non parce que notre interlocuteur c'est seulement la banque. On n'est pas censé avoir accès. Enfin que je sache on n'a pas de contact direct avec leur contrepartie. Donc là-dessus je te dirais que non. Après nous on est énormément en contact pas avec les clients des banques mais avec les autres institutions. Faut vraiment comprendre que le **SSM**, c'est pas seulement la Banque centrale Européenne mais c'est aussi les banques nationales en fait. Mais bon ça je pense que ta question tu voulais m'emmener sur le sujet du Shadow Banking pour voir un peu s'il y avait des liens. Mais encore une fois, c'est pas du tout dans le radar, en tout cas pas dans le mien. Après je t'avoue que j'ai fait une mission assez intéressante, j'ai travaillé avec ABN-AMRO sur le **CLREARING**, j'ai effectivement vu à travers un deep dive que ABN AMRO, à travers cette activité de clearing, finançait pas mal ces institutions non-financières mais qui faisaient des prêts Beaucoup de hedge funds, beaucoup de boutique, d'asset management. Mais voilà c'était pour moi aucun sujet de supervision dessus.

PIERRE:
Ok je comprends. Alors quand tu parles de clearing, tu parles de l'intermédiaire sur le marché des repos ?

FR:
Tu vois le marché des **CCPs** ? Mais en gros si je me souviens bien c'est un contact entre plusieurs banques (8-10 banques qui seront des clearing members). Et là-dessus, ABN-AMRO est l'n des plus importants clearing members de sa CCP. Et nous notre mission était de se damner ce qui se passait s'ils avaient un stress de la CCP en fait. Donc c'est se dire si dans un stress financier la CCP peut demander à ABN AMRO de fournir plus de capital collatéral et comment est-ce ça a impacté la banque.

PIERRE:

Ok tout je vois. D'un point de vue d'un point de vue de banque centrale européenne comme tu avais dit, vous interagissez avec les banques nationales mais c'est vraiment fait une full intégration, vous interagissez très souvent avec eux où c'est plus sûr des cas très précis où vous échanger certaines informations.

FR:
Alors c'est important comme question parce que c'est vraiment un fondement du **SSM**, il ne faut pas penser ça comme une sous-partie de la BCE mais c'est plus l'agglomération de la BCP avec les autres banques nationales. Les équipe de joint supervisory team, travaillent en synergie avec les banques nationales. Moi je supervise une banque française est donc officiellement je suis en contact tous les jours avec les membres de la CPA qui est l'autorité de supervision bancaire français. On a un fonctionnement vraiment en une seule équipe. Les sujets qu'on traite en informations sont pas parfait mais assez efficace. On travaille maintenant la main dans la main. Après il faut être honnête certaines collaborations se passent mieux que d'autres. Il y a des banques nationales qui ont des divergences. Et il y a toujours des divergences sur ce que doit être la supervision bancaire, et qu'avec certaines entités nationales, la coopération se passe moins bien.

PIERRE:
Est-ce que vous interagissez aussi avec la Banque de France ou l'ESMA ?

FR:
Alors l'ESMA c'est plus la régulation et la supervision et tout ce qui est plus non-banques en fait, c'est tout ce qui est la finance qui n'est pas une banque. Alors l'ESMA justement oui on est en contact avec eux mais assez rarement, c'est vraiment sur des sujets très particuliers encore une fois par rapport aux **CCPs**, je me rappelle qu'on avait eu un working group avec eux mais après voilà je t'avoue que l'ESMA c'est très rare en tout cas qu'on ait un contact avec eux. Notre autorité, comment dire une des institutions européennes avec qui on est le plus en contact c'est l'EBA parce que c'est l'entité qui fixe les règles. C'est elle qui dit que pour superviser le risque de crédit il faut faire ça, etc.

C'est vraiment l'entité qui nous chapotte un peu en quelques sortes et qui est liée à la Commission Européenne.

PIERRE:
Entre entités européennes, est-ce que vous avez un rôle de support ? Dans le sens où, s'il y a des discussions avec les green papers, devez-vous fournir des informations pour les prices de décisions au niveau de la Commission Européenne ?

FR:
C'est intéressant comme question parce que c'est aussi un aspect fondamental d'une banque centrale, c'est son indépendance et du coup si tu regardes un peu la liste de toutes les organisations européennes, la banque centrale n'est pas une agence en fait. Alors c'est un des aspects légalistiques assez importants car c'est indépendant. Là où **l'EBA** prend ses ordres, l'EBA est en contact constant avec la commission européenne, la banque centrale est en contact aussi mais d'une façon différente. Il n'y a pas de lien de subordination en fait mais comme tu dis oui la banque centrale européenne fait souvent des papiers ou donne ses opinions sur ce qui devrait être fait. Mais sur certains aspects. Mais ils n'ont pas de pouvoir sur les réformes économiques dans les pays par exemple. Ce sont des choses purement indicatives avec ces choses qui ne sont pas son domaine. Le domaine de la banque centrale européenne c'est la stabilité financière et l'économie.

PIERRE:
Ok donc c'est un rôle de consultation et d'information.

Quels sont les risques les plus importants pour une banque aujourd'hui lorsqu'on regarde par exemple les cas de l'Italie, des dangers qui peuvent venir de Chine, l'endettement privé et publique, ou même la forte titrisation. Est-ce que ces sujets sont fortement liés à l'activité bancaire en Europe ?

FR:
C'est compliqué comme question parce que on sait tous qu'il y aura une crise mais on ne sait pas quand et on sait pas comment elle va arriver. Parce que si quelqu'un savait, toute l'intensité de la supervision serait basée sur cet aspect-là et on arriverait à prévoir pour qu'elle n'arrive pas.

Il va y avoir une crise mais on ne sait pas comment elle viendra ni quand elle viendra donc nous ce qu'on fait c'est qu'on identifie des zones de risque chaque année donc le SSM va à écrire un document qui s'appelle SSM priority, je pense qu'il est public. Et on va dire voilà nous cette année-là on va vraiment faire un focus sur ces choses-là parce qu'on considère que ça a un impact important sur le système bancaire et pourrait créer des situations de crise. Alors il me semble que l'an dernier plusieurs trucs ont été identifiés je pense notamment mais encore une fois au pourcentage de prêts qui sont en défaut. C'est un focus qui est particulièrement vrai pour les pays dont on a nommé l'Italie, la Grèce, Chypre etc. Mais voilà c'est ce document-là qui nous oriente après il y'a énormément choses qui ont été faites par rapport à 2008. On a mis le paquet sur la partie.

En fait il y a deux choses qui peut créer des crises dans les banques c'est ça c'est une crise de solvabilité et une crise de liquidités qui est beaucoup en interaction. Donc la solvabilité c'est quoi c'est que la banque n'est plus capable de répondre à ses dettes et la **liquidité** c'est que la banque n'est plus capable de fournir des services parce qu'elle n'a plus les réserves en liquidités nécessaire que faire ses activités. Là-dessus ces deux aspects la supervision et la régulation bancaire ont énormément évolué. Par exemple il y a deux ratios de liquidité qui ont été créés et donc par exemple le LCR et FSR. Le LCR dit que à tout moment qu'une banque doit avoir assez de réserves de liquidités pour subvenir à un stress de 30 jours sur sa liquidité. Donc ça c'est un ratio un peu court terme et un autre ratio qui dit que (NFSR) pendant une période d'un an la banque doit avoir assez d'actif de haute qualité pour subvenir à ses besoins. Après pour ta question, après c'est mon avis personnel, c'est pas la BCE qui parle ici, oui je pense qu'il y a un risque politique assez énorme. La BCE suit énormément ce qui se passe en Italie parce que voilà tu as une politique économique y est assez éloignée du souci de stabilité financière et on sait que voilà il y a un lien énorme entre la situation la situation économique d'un pays et celle de ses banques en fait.

Donc je t'invite à taper sur Google le sovereign doom look si c'est ce qui c'est une étude économique qui dit que voilà la situation financière la situation la santé d'une banque dépend énormément du pays dans lequel elle opère. Là voilà c'est un sujet pour les banques grecques pour les banques italiennes. Voilà encore une fois pour ta question les quels sont les risques qui

pourraient créer une crise à l'avenir ça je ne sais pas. Pour moi le moi le risque numéro un c'est le risque politique dans certains pays. Après c'est l'augmentation des taux.
Aux USA ils sont en train de graduellement augmenter leur taux souverain. La BCE, mais ils vont augmenter en tout cas le consensus dit qu'ils n'augmenteront c'est façon assez proche dans le temps. Mais tout ça va augmenter les primes de risque et ça peut créer les effets boule de neige sur les marchés financiers. C'est fait de façon trop abrupte. Et ça a notamment un impact assez énorme sur les sur les pays émergents qui eux dépendent énormément des taux souverains en Europe et aux USA. Donc voilà pour moi il y a un risque assez important que l'augmentation des taux se fasse de façon un peu un peu chaotique disons.

PIERRE:
Ok donc en fait ce que tu veux dire par là c'est que ça pourrait aussi peut-être entraîner par exemple des corrections de marché ?

FR:
Alors oui, les **taux directeurs** ce sont des trucs qui ont des impacts tellement sur toute l'économie que ça peut créer l'effet boule de neige et créé des situations ... voilà si c'est fait trop rapidement ou de façon trop abrupte ça peut créer des effets.

PIERRE:
Beaucoup de personnes me disent qu'il y aura une crise mais on ne sait pas quand, comme cela s'explique-il ?

FR:
En fait c'est théorie économique qui dit qu'il y a des cycles en fin de chaque économie alors encore une fois je ne m'y connais pas trop mais en fait l'économie c'est quelque chose qui se consomme en cycles. Il y a des cycles hauts et des cycles bas en fait. Et c'est là où il faut comment t'expliquer ça, quand tu regardes depuis les années 1900 par exemple plus ou moins. Tous les trente ans on va y avoir des crises y'a des périodes, en fait il faut tu peux regarder par exemple ce qu'ils appellent les cycles de Kondratiev. C'était un truc qui dit que tous les 30 ans il y aura une crise financière. Puis tu regardes la depuis l'an 2000 alors en l'an 2000 il y'a une crise en il y a une crise et maintenant les gens disent si on continue ce timing-là il va y avoir une crise maintenant. En fait voilà c'est lié au fait que l'économie c'est sur des cycles et va la voir des surchauffes du système financier qui va créer une correction enfin

là c'est vraiment une histoire de cycles. Mais la question alors là-dessus c'est qu'il peut y avoir des crises bancaires ça arrive assez fréquemment mais la question c'est ont-elles vraiment un gros impact sur l'économie réelle parce qu'il faut pas perdre de vue qu'au final les crises bancaires on s'en foutrait si ça n'avait pas d'impact sur l'économie. Que la crise de 2008 ça a été une vraie crise parce que elle a créé une récession partout parce que ça a arrêter le développement économique. Mais il y a eu des crises bancaires où l'impact économique a été plus faible, notamment un cas dans les années 2000, il y a eu une correction de marché assez énorme qui a impacté beaucoup, à l'époque c'était la bulle internet.

Donc il y a une correction de marché les indices boursiers ont chuté mais c'était une crise qui était assez minimale parce que elle a fait elle n'a fait que ramener à sa juste valeur les indicateurs boursiers. Donc ça d'un point de vue économique on s'en fout un peu parce qu'après tout si c'est une crise qui nous ramène à des niveaux normaux je veux dire on n'a pas grand-chose à faire. Là où c'est plus dangereux c'est quand c'est des crises qui grippent tout le système industriel, tout système économique. Donc pour moi la question c'est ok il va y avoir une crise mais quel sera quel sera son impact en fait. Si c'est juste une correction boursière que l'économie réelle sera impactée.

La conclusion c'est que les crises ont des conséquences différentes.

Les crises financières par définition elles arrives quand avec a toujours quand cinq et dix personnes qui diront ah mais moi je le savais dans ces cinq entre cinq et dix personnes il y aura deux qui ont vraiment fait les bons calculs mais voilà, par définition ces événements non prédicables.

PIERRE:
J'aimerais te poser en fait une dernière question c'est comment tu vois plus ou moins là l'avenir du secteur financier où justement on va dire d'un point de vue on va dire global et régional européen donc l'avenir on va dire dans les trois, cinq, voire sept ans en Europe ?

S:
C'est une très bonne question je vais répondre sur deux aspects et l'aspect : l'évolution de l'industrie des points de vue technologique et sa réponse dans les deux dans les trois à cinq années donc ça apparemment c'est le laps de temps où je prends la question on va voir se

développer tout ce qui est FINTECH. Voilà alors moi je t'avoue que je suis très vielles France du coup je ne m'intéresse pas vraiment aux évolutions technologiques. Mais ça me paraît clair que ça a un impact sur le système bancaire assez important juste pour te donner l'idée qui est pareillement liés à la Fintech mais qui est lié au développement technologique. Là i y a un phénomène assez important en France qui est que toutes les banques françaises qui ferment leurs succursales ou si tu vas va par exemple en banlieue parisienne ou en province en France, toutes les banques sont en train de fermer leurs petits bureaux qu'ils ont là-bas, pourquoi, parce qu'ils sont en train de développer en parallèle leur activité en ligne.

PIERRE:
Un peu en mode boursorama ?

FR:
C'est ça. C'est extrêmement important parce que d'un côté ça permet aux banques de diminuer réduire leurs coûts c'est un peu triste à dire mais ils ont plus besoin d'un réceptionniste éparpillé dans toutes les régions. Ils ont plus besoin de payer leurs locaux dans le centre-ville. Fin voilà ça va diminuer leurs coûts de façon assez importante.

C'est d'ailleurs SG qui a une politique très agressive là-dessus. Mais l'on sait que c'est qu'un aspect parmi mille autres, je ne sais pas dire que je me connais vraiment pas quel sera l'impact de la FINtech, mais c'est clair que ça va révolutionner l'industrie bancaire. Et notamment là il y a un aspect y'a un lien avec le Shadow Banking parce que certains ont un peu peur qu'après tout n'importe qui et n'importe quand car des gens pourront remplacer les banques et faire de l'intermédiation financière. Mais ça partira du radar de la supervision bancaire en fait. Donc là il y'a un aspect peut-être un peu menaçants et c'est pour ça d'ailleurs qu'en DG il y a des gens qui suivent un peu la Fintech. C'est se dire ok on est en face d'une industrie qui est en train de changer maintenant quelles sont les quels sont les enseignements à en tirez sur comment sécuriser une banque. Donc voilà c'est l'aspect Fintech

Ensuite il y a un aspect rapport au système bancaire européen où je pense que là aussi si tu lis un peu les documents faits par le SSM, même les analyses économiques, elles te diront qu'en Europe le système bancaire est saturé donc ça veut dire qu'il y a trop de banques qui sont en compétition et que si on avait un peu moins le système bancaire et même l'industrie s'en sortirait mieux s'en porterait mieux. C'est notamment lié aussi au fait que comme je disais si les

banques si la santé des banques dépendantes de leur pays dans lequel elles opèrent ouais bien pourquoi ne pas faire des banques intra-européennes en fait. Donc ce serait une banque européenne qui aurait son activité divisées en deux trois quatre pays européens, ce qui ferait qu'il y aura un bénéfice de diversification si un des pays dans lequel elle opère en majorité elle se casse la geule, elle pourra se récupérer sur les autres pays. Mais en gros je sais que là, à l'avenir je pense que dans les 3,5 ou 6 ans qui arrivent on va voir en tout cas des discussions sur des créations de géants bancaires européens. Alors il y a déjà des géants bancaires par exemple BNP sou SG c'est des banques vraiment énormes, mais c'est les banques y sont qui ne sont pas vraiment qui opèrent pas s beaucoup dans les autres pays européens en fait. Et je pense qu'à l'avenir on verra de la consolidation dans le système bancaire européen avec des banques qui se, je ne sais pas moi une marque française avec les banques allemandes, une française avec une banque italienne, ce sont des mergers de banques en Europe. Parce que je pense que c'est la direction dans laquelle va l'histoire et que voilà le système bancaire est obligé d'évoluer dans cette optique-là.

PIERRE:
C'est intéressant je ne le savais pas.

FR:
Mais il y’a plusieurs discussions en cours si tu lies un peu la presse il y a une société générale qui regardait du côté de Unicredit en Italie il y a des noms qui sortent assez souvent. Tout ça dans le but de tester un peu la température de l'eau. Mais je pense que s'il n'y a pas de crise financière dans les 2, 3, 4 ans, je pense qu'on verra de plus en plus de de discussions lancées sur ces sujets-là.

f. Entretien 6- Julia & Claudia (Banque Centrale Européenne, Francfort)

J:
If you don't mind we'll do the interview in English.

PIERRE:
Okay no problem.

J:
Claudia is a more relevant person with you can work on Shadow Banking topic and regulation. I think it would be helpful if you could give a picture of your project or on what you're looking for and also what are your questions so that we can better answer to your questions and therefore guide you to useful documents too.

PIERRE:
Ok, perfect.

(EXPLANATION OF THE THESIS BACKGROUND)

C:
Ok I mean this is really super large field. It's really hard to answer to these 3 large questions.

PIERRE:
No of course, the objective was just to give you the background of the thesis. And based on this background, I would like to ask you few questions that are related to different aspects of the thesis.

C:
I mean, just to listen to this example, it's really broad. It's quite big, I mean I have the feeling that you can stick to this approach while narrowing a little bit because thinking about the Shadow Banking.

You know such a king of subject can even be a Phd. Thesis.

It's just a felling, may be I'm wrong.

PIERRE:
Yes, I completely understand. The point is that I already had the opportunity to discuss about that with many experts.
The objective is to start with a broad aspect of Shadow Banking, and then narrowing more and more the final research question.
But I understand your point.

C:
The business researches related to Shadow Banking in the academic side, it's not really a new topic. I mean, after the crisis, I would be happy to share many papers with you. It would be very interesting to make further research in investment funds for instance.

PIERRE:
Yes, I see.

C:
I wouldn't say that I encourage you, but it's a lot of discussions in terms of terminology. What is Shadow Banking, and what is more market-based finance. Would there be a risk and an advantage in not regulating Shadow Banking? But it could be moving to a more market-based system.

In terms of CMU, you could be looking at this they have a lot of discussions, on a purely bank-based aspect. It's more moving from a discussion to a market based analysis along these lines.

It can also be kind of good not to use the term Shadow Banking as much anymore. Because after the crisis they have been actually put a bit of regulation in the Shadow Banking system. It's not as if it was not regulated. You mention the MIFID, the AIMFD, we have regulations on CCPs. There are also some regulations on the more retail investment funds. After the crisis, this sector is much more regulated.

Of course it's not as much as in the banking system. But I would be a bit more careful in saying it's not regulated. The objective is to find a good balance.

PIERRE:
Another point that I should mention, the objective is more to develop a reflexion on how to regulate the Shadow Banking and the purpose is to have different perspectives: a portfolio manager, a regulator on the national level Belgian, Swiss or French and a regulator the regional level.

Would that be ok for you I could ask you broader questions on the ECB?

C:
Yes sure.

PIERRE:
Can you tell me more about the role of the ECB regarding the Shadow Banking system?

C:
I mean the ECB has like a financial stability management. And they mandate in the recent years the monitoring in the Shadow Banking sector. We're not the supervisor, that's not true, we're not supervising. For instance we're not supervising the investment funds. So it's more like the work we're doing here is more in terms of influencing participation in a working group.
So it's basically a more global initiative. At the beginning of 2016, we had to work on the vulnerabilities of asset managers. You can find this as a public knowledge online and there are some comment agreements on how should they should be leveraged, and how the liquidity should be in investment funds. This is a work from after the financial crisis, which is quiet fundamental. This document has been participating in the working group. This is something you should definitely a look at.

At the same time the ERSB has also published a recommendation in February on liquidity and leverage for investment funds. So this is also something that I would also try to have a look at. So think about the most relevant documents.

And also one thing that might be helpful is the green paper studies.

J:
Yes my former vice-president Peter Costas was really active on that field.

C:
And more recently the ECB has published a bullet on basically a preliminary view on how investment funds could be regulated macro-prudentially, macro-prudential tool for investment funds, or just regulated on the individual level. So what are the macro-prudential leverage limits in the regulation.

The operational in the banking sector is more common. In the investment funds area it's less common. It introduces some initial thoughts on how financial liquidities could look like. So it develops the regulatory framework in that type of practice.
So I think on what the ECB stands, you can look at the publications , that's easier basically. I don't know when you have to submit but ...

PIERRE:
I still have the time to make some further researches.

J:
And also we don't have like a provisory mandate, we don't supervise a bank in the Shadow Banking system. But we have a look at the development in that area in terms of risks.
So another thing that we do is risks, financial stability of risk assessment work. So if you want some data and things like that, or interconnectedness or liquidity risks.
We look at this because we're looking at macro-policy, and so for potential inter-connectedness with all the banking system, the exposure.

C:
You could look at the financial stability review that is published twice a year, monitor of the Shadow Banking sector. There are definitely some information regarding the Shadow Banking. I don't want to use that word, the investment fund et else.

Also the report of financial structure in the past has been quite nice comparing the development fo risks in the banking sector compared to the investment banking sector.

If you go on the financial stability review there is always a section on the regulatory outlook. And basically it develops on what has been discussed, regulated, the new developments. You can therefore find reports related to the crisis. That's what I would do.

PIERRE:
Actually right before the interview I was look at a report from the financial stability review and that's quite interesting, so thank you.

Another point that I would like to ask you, you already mentioned it. I don't prefer using the word Shadow Banking in that case. With Shadow Banking, people then to associate with this a negative connotation. Also I heard that the word Shadow Banking will be replaced by non-banking financial intermediation. Do you think, using such a word is the right expression?

C:
There is an ongoing discussion regarding this subject. It's a bit biased, the negative connotation often capture the entire set of players that are related to Shadow Banking. So the difficulty is to capture the entire view of Shadow Banking.

J:
Also, I want to make another point. The discussion about if Shadow Banking is biased or not with the negative connotation. There has been a lot of discussions about the definition, whether you need to have a narrow or a larger perspective on it. This is key to determine what you're talking about.

PIERRE:
I understand. From what you said, I already had the opportunity to compare the definition made by different institutions. And I could notice that based on the different definitions, we can notice a difference of Shadow Banking size measurement. So this can have a very important impact on the size of the Shadow Banking in Belgium for instance.

Another question that I would like to ask you is what are the advantages of the Shadow Banking system regarding the entire economy?

C:

That's a big question.

PIERRE:
Yes, I know it's really broad.

C:
To answer that question I would look at drivers of the growth, or the factors influencing the growth the we are currently observing in the Shadow Banking system. But still it's not that easy. There are different drivers.

Regarding your thesis, people mention regulatory arbitrage as one important drive. Some other say it's endogement related to the regulation of the banks. So it's important to then look at the investments in the Shadow Banking, which is a less regulated sector.

You could think about the capital market union. All the kind of financing in the economy is concentrated. So I think is really difficult to answer this question. It's a whole discussion around this.

I would focus more on thinking about why is the more diversified system more beneficial, what does risk sharing mean, what if you have a consumption shock in the economy, would it be the impact of a cross country investment and sector and what is the impact on your portfolio. So on GDP development basically. And then I would kind of like look at what different papers say.

PIERRE:
A lot of reports are talking about the maturity and the liquidity transformation as the main source of risks related to Shadow Banking, or even the use of strong leverage. Would you consider that these 3 are the most relevant?

C:
I mean, if you look at the SSB report that I mentioned they mention the use of leverage of the liquidity mismatch, that it concerns about.

These are subject like global agreement, are the main risks you should be thinking about.

PIERRE:

Ok, I seen, thank you.

It's really hard from a regulator perspective to map all the link between the Shadow Banking system and the interconnection that these institutions can have with the other main actors such as bank or insurance. Do you consider that it represents a risk from a map perspective, the fact of identifying these risks, and mainly due to the interconnection?

C:

Now data are much better compared to before the crisis. The new regulations helped us to better understand links among the players. but of course there's always better data. So there is a huge improvement, but of course we need to continue to link the gap.

PIERRE:

I was also wondering about the role of the private debt, there must be link between the Shadow Banking system and the growth of private debt. I was wondering, is there any 5

C:

I understand the view of the low interest rate environment so investors may put their investment basically in a fund rather thank in a bank.

I am not able to make a direct link between this a the private debt. Of course there is a matter of regulatory arbitrage. There might be some defaults.

Another theory is that in the low interest rate environment investors would be more likely to put their investment in a investment funds instead of deposit account.

PIERRE:

Another question related to the interest rates, is there any risk regarding the potential increase of interest rates regarding the next few years or months. If there is an increase do you think there might be a direct impact on the repo market for instance?

C:

I wouldn't be able to comment on this one.

For this one, I would really advise you to go to see the SSR. There is a whole theory about changing the whole topic, but on my case I wouldn't be able to comment on this.

PIERRE:
Ok, I understand.
Now regarding he size of the Shadow Banking, we know that in Belgium the size of the Shadow Banking is pretty faire compared to other countries like France, Germany or Netherlands. However, there is one case where we can notice that the size is more considerable, in Ireland. Would there be any reason for a such important level of assets concentrated in Ireland, more than just for legal reasons?

C:
Of course the tax advantage is one driver.

J:
I didn't listen.

C:
The case of Ireland, why do we have such a high amount of assets in Ireland.

J:
There is a kind of bias in term of taxation.
In the Belgian case this is also relevant in the sense that we have the equity issue.

C:
This is a good example of a country that has taken action on tax advantage. I have the feeling that we tackle on so many subjects.

You should have look at capital market union to have more information on the relation between higher equity investment than debt equity. It's a perfect case. The paper is form Glen Shaper, he made a super good paper that constantly look at the changes.

I also see tax things as major reason.

PIERRE:
In term of structure, how are you able to monitor such a large industry which is the Shadow Banking?

C:
The community have put a lot of effort in connecting better data. We're collecting data. Today all these data are report to the ECB, coming from the different member states. And this counterpart helps a lot to monitor Shadow Banking. So this is all related to data.

The SSR has a very mice structure on the same topic. So it's based on consistent monitoring.

PIERRE:
Another question is, since the ECB is on the regional level, how much do you interact with other national institutions like the national central bank of each country member? Even the ERSB, ESMA, etc.

C:
The ECB is a member and an observer of many of the working groups. It develops on finding consensus,. Other institutions provide recommendations for example. The ECB can also be seen as a direct supervisor. Obviously there must be some extra actions.

PIERRE:
A kind of broad question that I really like asking is how would you see the future, let's say the 5 to 7 years future of financial stability? Like how would you see the financial situation for the European markets from 5 to 7 years ?

J:
Here we focus more the regulatory aspect I think. Mays be if you have a specific question, I can directly put you in contact with the risk effects.

PIERRE:
So that's actually on both aspects, market and regulatory perspective.

C:

In general after the crisis, there is more a development of the non-bank sector. Looking forward, it's really difficult to say. I mean at the bullet article, it's more about how to think about macro prudential perspective on investment funds. This is something preliminary. You can conceptually first think about this.

PIERRE:
Also, we noticed that the Shadow Banking not as big as the banking system. However, its growth is more important than for the regular banking sector. Would you consider that for the next years that the Shadow Banking system would become more important than the regular banking system?

C:
I mean, I can just say that in the past there were growth. But to answer to your question, I honestly wouldn't know.
On the other hand if you think about the initiatives on the capital market union, and how these initiatives were implemented, I would hope that there is some impact. What's the optimal level you should look much more at a market based perspective. If you want to know what is the optimal level of banks based on market based participant you could look at the CMU, there are some market studies in there.

J:
Regarding the CMU, we have to deepen and develop capital markets, in a way that doesn't put in danger. We don't need to have a bigger non-banking system itself. But if you see benefits that could come from that then it's ok. At the same time, it must come with the appropriate regulatory framework.

g. Entretien 7- Florentin (Banque de France)

PIERRE:
Tout d'abord merci beaucoup pour m'avoir accordé un petit temps pour cette interview, pour répondre à quelques questions sur mon sujet de mémoire.

F:
Pas de soucis, je vais essayer de vous aider.

PIERRE:
Alors en fait, juste pour commencer, afin de poser les questions les plus pertinentes concernant votre domaine de prédilection. **Serait-il possible de savoir quelle est votre position au sein de la banque de France** ?

PIERRE:
Oui alors en fait à la **Banque de France** je travaille à la direction générale des études et des relations internationales. La direction générale ...
C'est-à-dire assurer la coordination et préparer toutes les réunions, pour assister d'autres gouverneurs. On assiste à des réunions d'institutions telles que BAB. Alors je ne sais pas si vous connaissez c'est la Banque de Règlements Internationaux c'est un peu la banque centrale des banques centrales. Les réunions du conseil des gouverneurs de la BCE donc les réunions au cours desquelles les décisions politiques monétaire pour la zone Euro sont prises mais on prépare également tout ce qui **est réunions du FMI**. Puisque les ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales deux fois par ans lors des assemblées annuelles du FMI et aussi toutes les réunions du G20. Parce que dans l'univers finance les banques centrales participent à ces réunions. Alors nous en fait au sein de cette action générale, je travail au service des relations monétaires internationales. Donc dans ces services, sur le plan de la valise économique on est en charge de suivre tous les développent économique au sien de toutes les économies en développement. Donc les économies émergentes c'est tout ce qui est Argentine, Brésil, Russie, Inde, Chine, Indonésie fin voilà je ne sais pas si vous connaissez le concept mais on regarde tout ce qui s'avance à ces économies et aussi on travaille sur des sujets reliés à l'architecture financière internationale, donc les mécanismes de mutualisation qui permet une couverture des risques économiques et financiers pour les pays au niveau international. Donc on va travailler sur toutes les questions reliées au FMI, on va travailler sur comment le

mécanisme européen de stabilité peut articuler sa **coopération avec le FMI**. Donc ce sont un peu tous les sujets avec lesquels on va travailler. Donc n'hésitez pas si vous avez des questions. On pourra en reparler par la suite de l'entretien.

PIERRE:
Ok, merci beaucoup. Ce que je vais faire, c'est de relier mon sujet au maximum avec principaux topics avec lesquels vous travaillez.
De mon côté je vais peut-être juste vous expliquer en quelques mots sur quoi traite mon sujet pour que vous puissiez y voir plus clair.

(EXPLICATION DU CONCEPT : REPETITION PARAGRAPHE CLASSIQUE ET description DES HYPOTHÈSES)

Comme première question, j'aimerais savoir s'il y avait un **lien entre la banque de France et par exemple le monitoring à propos justement de ce type d'institutions** (Shadow Banking) ?

F:
Oui, alors pour moi, au sein de la Banque de France, je suis un peu éloigné de toutes ces activités de régulation. Alors ce que je peux dire c'est que les choses sur lesquelles je travaille c'est qu'à la BDF nous avons une direction de la stabilité financière et donc c'est une direction qui a pris de plus en plus d'importance ces dernier années puisque comme vous l'avez dit en fait depuis la crise financière de 2008 on a eu une prise de conscience de tous les risque entourant la stabilité financière. Vous avez d'ailleurs évoqué la création du Financial Stability Board. Donc au niveau national ce qui se passe c'est que les questions de stabilité financière de la BDF donc vont être traitées dans le cadre de la parfaite direction de la stabilité financière et cette direction de la stabilité financière en fait elle répond directement au conseil de stabilité financière de HCSF, je ne sais pas si vous en avez entendu parler ? Donc ça je pense qu'il serait intéressant que vous regardiez.

C'est un organisme à la fois chapoté par le terme finance et la banque de France et qui sont à la fois sur les risques de la stabilité financière ...

Effectivement je vous invite à consulter les rapports et à regarder si le Shadow Banking est considéré comme un défis sur la stabilité financière.

Et je me demandais si ce qui vous intéressait était d'en savoir plus sur les arrangements institutionnels au niveau de la France ?

PIERRE:
Dans le cadre de notre interview, oui effectivement.

F:
Ok, alors voilà, dans mon cas je vais voir tout ce qui est fait au niveau de la stabilité financière et je vous invite à jeter un coup d'œil à un rapport qui est produit un ou deux fois par an par la banque de France. Et le rapport ERS, EVALUATION DES RISQUES SYSTEMIQUES.

PIERRE:
OK.

F:
Dans ce rapport en fait on produit une sorte d'évaluation contrôlée se posant sur l'économie française et notamment et on peut discuter des risques liés au Shadow Banking. Donc ça c'est le genre de rapport qu'on peut produire. C'est ce que produit la **banque de France**, en fait on va dire qu'elle se rapporte dans le but de réguler et de supporter le Conseil de Stabilité Financière.

On suit quand même les questions reliées à la stabilité financière.

J'étais en train de vous expliquer les activités menées par la direction de la stabilité financière à la **BDE** en lien avec le haut conseil de stabilité financière. Et donc je disais qu'une ou deux fois par an il y a un rapport sur l'évaluation des risques systémiques qui est produit. Et donc c'est l'évaluation du risque systémique français et ça se sont des rapports que vous pouvez trouver sur le site de la banque de France et donc c'est une évaluation sur les risques de l'ensemble du système financier français. Donc effectivement dans ce rapport l'ensemble des questions liées au Shadow Banking ont pu être abordées. Alors moi évidemment je vous dis que le Shadow Banking ce n’est pas mon sujet de travail au quotidien. Mais dans notre service,

ce sont plus des questions liées au suivi des économies émergentes, on a pas mal travaillé sur les risque de développement de l'activité de Shadow Banking en **Chine** puisque ce sont des activité qui se sont beaucoup développées au cours des dernières années et qui étaient considérées comme faisant porter un risque sur la stabilité financière au niveau mondial. Donc là ce sont des choses sur lesquelles on va directement travailler. Et donc sur tout ce qui activité de Shadow Banking en France je vous renvoie sur les **ERS** et aux activités du haut conseil de stabilité financière.

PIERRE:
Très bien merci, alors j'irai jeter un coup d'œil sur les rapports de l'ERS.

F:
Il faut savoir que ça a été créé il y a quelques années donc c'est quelque chose de nouveau donc voilà.

PIERRE:
Oui ok.
Donc il y a plein d'organisations émergentes qui sont super utiles en termes de rapport, donc merci.

Et je me demande à propose de l'activité en **Chine**. Un des professeurs avec qui j'étais à HEC, m'expliquait que lorsqu'il donnait un séminaire à des entrepreneurs chinois dans tout type d'activité, et bien toutes ces personnes avaient une activité secondaire qui était du Shadow Banking et j'aimerais savoir si derrière en **Chine** vu que tout le monde participe à cela, est-ce que cela représente un vrai danger ?

F:
Alors oui effectivement ça pose vraiment des problèmes considérables. Et le premier problème c'est qu'en **Chine** toutes ces activités de finance de Shadow Banking, alors de finance non-bancaire ont participé à la création d'une énorme d'endettement. Alors si vous regardez, le FMI a fourni un rapport en avril, ils ont tiré la sonnette d'alarme sur le cas de l'endettement publique privé. Ce qui était pointé du doigt c'est la forte progression de l'endettement privé en Chine. Qui a énormément contribué à la croissance de la dette globale au niveau mondiale. Donc effectivement en fait ces activités de Shadow Banking sont difficilement contrôlables par les

autorités chinoise puisque les activités bancaires en Chine sont pas mal de banques d'état. Et dans ce pays on sait c'est ce qui est de l'état a plus de prise sur ce qui se passe au niveau des banques. Par contre sur le Shadow Banking en effet c'est beaucoup plus difficile à contrôler et ça a participé à cette création de cette forte montée de l'endettement privée qui fait qu'aujourd'hui est considéré comme un des principaux risques pour l'économie mondiale.

PIERRE:
Les pays européens peuvent donc être directement exposés à cette croissance de l'endettement privé en **Chine ?**

F:
Alors la manière donc ça pourrait être perçu. C'est simplement le fait que si vous avez une crise financière en **Chine** c'est-à-dire qu'à un moment vous avez ces entrepreneurs qui se sont endettées et qui sont plus capables de rembourser leurs échéances et ça va en fait faire un effet domino puisque ça va dégrader le bilan des banques qui vont se retrouver en difficultés, et ça va ralentir, se propager l'ensemble de l'économie. Donc cette crise financière ça pourrait surtout entraîner un très fort ralentissent de l'économie chinoise et en très fort ralentissement. On sait aujourd'hui que c'est un des principaux moteurs pour l'activité mondiale. Donc ça pourrait vraiment avoir des répercussions sur les économies avancées aussi.

PIERRE:
Aussi ce que je me demandais, en termes de **pays émergents, les pays comme le Brésil, l'Argentine, d'autres pays d'Amérique Latine, d'autres pays d'Afrique** dépendent de la **Chine** car ils sont producteurs de matières premières dont le premier demandeur est la Chine. Et un ralentissement de l'économie chinoise reliée pourrait directement avoir un impact sur ces pays émergents. Est-ce que vous considérez que c'est vrai ?

F:
Oui, oui tout à fait le risque sur le marché des matières premières et d'un ralentissement de la Chine est vraiment très fort. Si la demande de la Chine pour les matières premières diminue ça va avoir une très grande influence sur les prix mondiaux et comme je vous le disais vous avez beaucoup de pays émergents qui sont exposés. Donc vous parlez de l'Amérique Latine, effectivement, vous avez des pays comme le Chili qui peuvent exporter énormément de cuivre dans ce pays. Alors vous avez aussi les pays africains. La Chine est un gros client

F:
Oui, oui tout à fait le risque sur le marché des matières premières et d'un ralentissement de la Chine est vraiment très fort. Si la demande de la **Chine** pour les matières premières diminue ça va avoir une très grande influence sur les prix mondiaux et comme je vous le disais vous avez beaucoup de pays émergents qui sont exposés. Donc vous parlez de l'Amérique Latine, effectivement, vous avez des pays comme le Chili qui peuvent exporter énormément de cuivre dans ce pays. Alors vous avez aussi les pays africains. La Chine est un gros client vraiment pour les exportations de matières premières des pays d'Afrique Subsaharienne, donc ces pays sont vraiment touchés. Vous avez aussi le Brésil par exemple ou l'Argentine qui exporte pas mal de soja. Donc oui si la demande de la Chine baisse ça va avoir un impact. Donc effectivement il va y avoir un risque de propagation qui peut affecter l'économie mondiale.

PIERRE:
A différents niveaux j'ai posé la question concernant l'usage du terme "**Shadow Banking". Est-ce vrai qu'il y aurait une préférence d'utiliser le terme "non-banking financial intermédiation" en France ?**

F:
Oui effectivement à la Banque de France, ici on préfère parler de financement non-bancaire. C'est un peu un consensus qui est en train d'être créé, et qui est d'avantage utilisé.

Ça peut avoir une connotation négative, ça peut être mal interprété donc c'était mieux d'avoir un terme plus précis on va dire.

PIERRE:
Un autre sujet sur lequel je m'attarde un peu plus, c'est **l'évolution de l'intermédiation non-bancaire.** On voit que même en fait depuis la crise de 2008, c'est l'un des seuls secteurs où on a pu remarquer une croissance considérable. Donc ce secteur est en train de grandir, il n'est pas encore aussi grand que le secteur bancaire mais ça croissance est plus importante. Est-ce que vous pensez que dans l'avenir, on pourra voir apparaitre le secteur non-bancaire comme plus important que le secteur non-bancaire ?

F:
Alors pour moi il est difficile de répondre à cette question parce qu'honnêtement je ne suis pas spécialiste du sujet pour pouvoir me prononcer sur les tendances à l'avenir. Donc je ne pourrais pas vous fournir une réponse précise.

PIERRE:
Pas de problème, je comprends tout à fait. Je me pose aussi la question sur les types d'interactions qu'à la Banque de France avec les autres institutions telles que l'ESMA ou l'ERSB, etc. **Avez-vous beaucoup d'interactions en termes d'échange ou autres ?**

F:
Alors oui c'est sur une réunion collégiale, à la BDF les gouverneurs et sous-gouverneurs vont participer aux réunions de l'ERSB donc les banques centrales nationales sont parties prenantes des travaux de l'ERSB. Je ne suis pas directement en charge avec les travaux de coordination de l'ERSB, donc je ne sais pas quels types d'informations sont échangées.

PIERRE:
Ok, très bien. Alors vous avez mentionné précédemment l'évolution de la dette privée chinoise, mais y a t-il d'autres risques que vous identifiez et que vous considérez comme potentiellement dangereux ?

F:
Alors là vous allez directement avoir ces informations sur le site de la Banque de France au niveau des risques. Et au niveau Européen, c'est directement évoqué dans les rapports ERS. Et donc effectivement il y a des risques qui ont été évoqués. Le prochain rapport ERS sera publié sera le 15 décembre. On parles principalement des risques liés au **Brexit**, reliés au droit qui change, c'est-à-dire principalement à la régulation des contrats qui va changer pour les institutions sur le continent européen.

Il y a aussi le risque lié à la situation en **Italie**, le pays a des difficultés sur le plan budgétaire, on peut avoir des risques que sont spread se creuse, augmente. On peut se demander si ça peut avoir des effets de contagion sur le reste de la zone euro, et que ça entraine une hausse des spreads sur la zone Euro. On va dire que c'est un risque identifié, mais on n'a pas directement de position sur le sujet. Donc c'est un risque qui est abstrait.

PIERRE:
Sur le sujet de **l'Italie**, y a-t-il un risque sur le fait que l'UE ou l'IMF aient des estimations différentes sur la croissance potentielle de l'italien lorsque l'Italie propose une croissance pour les années à venir de 1.5 % lorsqu'on estime à 1.2 % voire 1 %. Est-ce que cela pourrait avoir e grosses conséquences.

F:
Les conséquences seront que si le gouvernement italien surestime sa croissance, on peut avoir, comme en fait tous les ratios sont exprimés en déficit par rapport au PIB national. Alors si dans les projections vous avez un certain PIB attendu ça va faire gonfler tous les rations de déficit et d'endettement. Alors le risque c'est que si vous des prévisions trop optimistes, ça peut donner l'impression que votre déficit budgétaire va être mieux contrôlé et que votre endettement va être mieux maîtrisé. On aura alors des déficits qui vont d'avantage déraper et l'endettement public aussi par la même occasion.

PIERRE:
Est-ce que cela peut-il est directement ou indirectement lié à la situation bancaire en **Italie**, sur la croissance de la dette mais aussi sur les Non-Performing-Loans (NPL) ?

F:
Alors sur les NPL, je vous le dis, on n'a pas une position Banque de France, parce que c'est difficile de se prononcer là-dessus en tant que banque centrale mais le problème des NPL en Italie a été évoqué comme source de risques pour l'économie italienne. Donc vous avez la qualité du bilan de l'entité italienne qui s'est dégradé, et ça pose des risques pour la stabilité financière en Italie. Mais comme je le répète, ce n'est pas une position banque de France. Ce sont des risques qui sont évoqués

PIERRE:
Une autre question, en Europe, sur **l'Irlande**, je parle de Shadow Banking qui est vraiment modéré dans la plupart des pays d'Europe. Mais il y a le cas de l'Irlande, où la taille des actifs échangés est presque deux fois plus grande que le second pays européen. On voit que c'est principalement dû à des raisons de tax advantage, et j'aimerais savoir si on considère que les

risques du Shadow Banking sont bien identifiés en France, il ne réside pas certains risques qui proviennent du Shadow Banking en Irlande par exemple ?

F:
Sur la situation en **Irlande** je ne peux pas vraiment vous répondre. Je n'en sais pas assez. Mais vous avez parlé des activités de Shadow Banking qui seraient corrélées avec les avantages fiscaux, le seul élément qui pourrait répondre à votre question c'est le fait qu'en ce moment l'Irlande est pas mal affecté par la réforme fiscale en cours aux USA. Comme vous le savez, les USA vont défier la fiscalité sur les entreprises. On s'attend à de très mouvements de rappatriation des entreprises américaines sur le territoire américain. Vous avez par exemple le siège de Google qui est en Irlande et donc Google va déclarer une partie significative de son bénéfice en Irlande parce que fiscalement c'est plus avantageux. Si les USA décident d'assouplir le régime fiscal, Google n'aura plus d'intérêts à venir déclarer ses revenus en Irlande. Et donc ils vont tous les rapatrier aux USA. Et ça ça fait peser de grands risques au niveau de l'Irlande. Ça c'est le seul élément que je peux vous donner.

PIERRE:
Alors j'en apprends quelque chose sur ce sujet en termes de migrations de HQ aux **USA**.

Alors une autre question, comme on en a parlé avant, on est capable d'identifier les risques principaux du Shadow Banking au sein de notre pays, et on sait comment les gérer.
Si justement ce risque pouvait venir d'un autre pays au sein de l'Union Européenne est-ce que même si ce risque est bien identifié au sein du pays à cause de nombreuses interconnections au du risque systémique ça pourrait justement impacter un pays pour lequel les risques sont bien identifiés au sein de ses frontières ?

F:
Alors là encore je ne pourrai pas me prononcer, il faudrait l'analyse Banque de France, et aller voir dans les rapports ERS je n'ai pas la réponse directement comme je n'ai pas directement travaillé sur ces risques au niveau européen.

PIERRE:
Ok, très bien, je pourrai alors regarder ces rapports plus en profondeur.

Je touche plus ou moins à la fin de mes questions.
Alors là je vais plus parler du milieu bancaire en général, l'intermédiation bancaire, même ne termes de titrisation ça s'est transféré du milieu bancaire au milieu non-bancaire et je me demandais si d'un point de vue bancaire il est devenu plus difficile d'identifier les risques reliés à l'intermédiation non-bancaire sur les fait que maintenant on est moins **transparent** de l'autre coté ?

F:
Alors également je ne pourrai pas répondre à cette question directement, parce que je ne suis pas spécialisé dans l'analyse du secteur bancaire, pour y donner mon avis là-dessus.

PIERRE:
Ok, alors en termes de pays émergents, j'aimerais juste savoir si de votre point de vue il y a peut-être d'autres risque que l'exposition directe à la relance économique de la Chine par exemple, si c'est pays peuvent être exposés à d'autres risques qui fond qu'en Europe on dépende directement de ça ?

F:
Alors oui, les risques qui entourent ces pays émergents il y en a plusieurs. J'ai évoqué le ralentissement économique chinois qui pourrait avoir un impact sur toute la demande de matières premières effectivement. Le deuxième risque que je constate actuellement c'est le resserrement de la politique monétaire dans les économies avancées. Concrètement c'est que les taux d'intérêts vont être élevé dans les pays avancés, et le risque c'est que les **investisseurs rapatrient de manière assez brute les capitaux qu'ils avaient dans les pays émergents qu'ils rapatrient dans les pays avancés**. Ça c'est vraiment un risque qui pèse sur les pays émergent parce que généralement ces pays ont pu bénéficier de forces d'entrées de capitaux internationaux lors de la mise en place des politiques monétaires non conventionnelles notamment de la part de la FED (2009-2010), donc ces politiques ont pu entraîner d'importantes entrées de capitaux dans ces économies émergentes. Et maintenant que la FED normalise sa politique on s'attend à ce que ces capitaux soient rapatriés avec certains risques. Vous avez beaucoup de pays émergents qui sont des pays qui des déficits courant, ce qui signifie que ces pays sont dépendants des entrées de capitaux internationaux. Donc si cette source d'entrées de

capitaux arrive, ça devrait prononcer des risques importants parce que qu'il y aurait très fort ajustement macro-économique. C'est-à-dire qu'ils ne bénéficient plus de ces capitaux internationaux pour financer, et ça ça peut avoir un impact très fort sur l'économie réelle.

C'est ce qui s'est déjà passé en Argentine depuis de mois d'avril. Le pays a vu une très forte dépréciation de son taux de change et des sorties de capitaux et vous voyez déjà que l'impact sur l'économie réelle va être très fort car le pays va connaitre une forte récession en 2018 qui se poursuivra en 2019, donc ça c'est le pays qui a été le plus violemment touché.

Vous avez aussi la Turquie qui a été quand même assez affectée. Alors la question qu'on se pose c'est qu'on peut avoir au-delà de ces pays touchés on peut avoir une contagion à l'ensemble des économies émergentes et donc l'ensemble de ces économies émergentes dépendantes des flux de capitaux subissent un très fort ajustement macro-économique. Donc ça c'est vraiment un des principaux risques.

Donc ça c'est peut-être le dernier risque qui est identifié c'est pour le risque politique. Alors on en parle un peu moins. Alors il y avait de fortes incertitudes sur les issues politiques qui allaient être menées notamment en Amérique Latine où vous aviez eu des gouvernements radicaux qui étaient élu au pouvoir. Vous avez le Brésil, le Mexique, donc là il y a une incertitude qui peut peser sur la politique économique monétaire dans ces pays.

Et enfin pour finir un autre risque qui existe c'est tous les autres risques liés aux barrières commerciales sous l'impulsion de la politique **de Donald Trump** donc sa peut directement toucher la Chine et ça peut avoir un impact sur d'autres pays émergents donc voilà. Donc on va dire que les 3 risques dont j'ai parlé c'est le risque lié aux politiques monétaires es pays avancés, les risque politiques dans certains pays et enfin les risques liés au commerce.

PIERRE:
Une dernière question que j'aimerais vous poser, à titre de **conclusion, comment voyez-vous la situation économique mondiale au niveau bancaire, financier, économique, dans un horizon de 5 à 7 ans** ?

F:

Sur la situation économique mondiale on a eu quand même une amélioration de la conjoncture récemment mais quand même ce qu'on dit c'est qu'on a d'importants risques baissiers qui pèsent sur l'économie mondiale. Ce que je vois directement c'est que à la BDF on a un blog qui publie un article sur les risques économiques mondiaux. Ce qu'il dit c'est qu'on a quand même d'important risques qui pèsent, il y a tous les risques qui sont évoqués qui sont liés au commerce, à la situation en Chine et aux situations de conditions de financement. Et il y a un autre risque aussi évoqué qui est lié à la politique budgétaire aux USA. Il y a une politique budgétaire qui est pro-cyclique c'est-à-dire des stimulus budgétaires à travers la réduction d'impôts qui sont très importants liés à une bonne conjoncture économique, l'économie américaine se porte très bien pour le moment, et a contribué à l'économie mondiale au dynamisme de la croissance mondiale. A moyen-terme ça peut entraîner une surchauffe de l'économie américaine et donc amener le pays à re-plonger dans une crise économique à moyen terme. Et ce sera écrit dans le blog.

Donc le message pour le moment c'est une croissance économique soutenue, mais avec d'importants risques qui pèsent sur cette croissance.

h. Entretien 8- Geroen (FSMA)

PIERRE:

My first question is what is your **role within the FSMA** and what is the role of the FSMA?

G:

So, my name is Geroen, I work in the department …… and my role is to prepare …….. more precisely I work in a group that is in charge of the supervision of ……[30].

You may know, investment funds are considered to be an important part of the Shadow Banking system so that's why I'm also dealing with these measures.

For the FSMA, its role in general is related to financial stability I can be very brief about that. So as you may know the division of responsibility of financial supervision in Belgium is shared between the FSMA and the national bank. And the NBB is the macro prudential authority in Belgium, which means that they supervise the financial stability. While the FSMA is micro-prudential authority, but also the NBB, so it's more related to consumer protection.
So the NBB has the 2 perspectives, while the FSMA has only micro-prudential issues. However, FSMA is well aware of Macro-prudential issues. We're looking for some aspects that might be related to financial stability but we don't have a mandate for that, only for consumer protection.

PIERRE:

One of the first introduction questions that I would like to ask you is related to the term **Shadow Banking**. I heard that from many institutions that the **expression has a negative connotation,** and some are looking for re-naming that term as **"non-banking financial intermediation".** Do you think it's the right solution?

G:

I can refer 2 things. The first one is explicitly referred in the FSMA report on SBS, that Shadow Banking has a negative connotation, and we explicitly describe it in this report. And that's true, and it's a wrong chosen name because it gives the impression that these entities are considered

[30] Les informations propres à la fonction de l'intervenant ont été gardées confidentielles.

as banks. They're not banks and they do not perform necessarily like a bank. They have similar functions, this is why we say Shadow Banking, but also the term shadow suggests that these institutions escape from regulations. That's not the case there are regulations for most of these entities. For instance, the investment funds have their own regulations. And these are not necessarily the same risks as banks.

So that's why it has an attractive name, but not necessarily the right name. I make the reference to the press release of the second report from FSMA, it is about non-bank financial intermediation so that's would be a better description.

PIERRE:
Okay. It seems that now, the **main risks identified in Belgium** can be well managed in terms of liquidity, maturity transformation of leverage, but I'm going to get back to that later. Do you think that now, compared to the **last financial crisis the situation of the Belgian economy** is much more prepared to face any other market correction or other risks that can be external?

G:
So the question is: are the risks better managed. It's a broad question and it's difficult to bring some answer. They've been many regulations that have been put in place. I'm thinking about AIMFD, MIFID, etc. They aim to get a better overview on regulation. So, these regulations would tend to reinforce or reduce risks.

But regarding the economy it's difficult to answer the question. It's difficult to say whether where the economy is going to go, because it's a matter of policy questions. I would advise you to go checking all the regulations that have been put in place in that area in order to better manage the risks that we've been exposed during the crisis.

PIERRE:
Okay I see.
It's about the **size of the Shadow Banking**. When looking at the data from the FSB, we can see that there is a **constant evolution though the time**, even right after the financial crisis. However, I heard that there actually exists different definitions and I think it's also in the report. It mentions that we should be careful about the definition we use because this **might directly impact the size of the Shadow Banking**. Do you consider that it's really important?

G:
First of all, regarding the definition of the Shadow Banking, it's not so easy. There is the definition of the shadow from the FSB and defining it involves activities and entities fully or partly outside the banking system. And that's an easy definition from a theory perspective and then the question is how are you going to map that it into the real world. Because generally all these entities are going to be called Shadow Banks even if they got different activities. Shadow Banking is more a risk based definition. So it's also a matter of economic functions. So you define these economic functions, and based on each entity, you define whether each institution fills in each of these economic functions. All definition of Shadow Banking start from a very broad overview. Then the objective is to go to the narrow definition of the Shadow Banking. Exactly trying to find out those entity performing in those functions.

There are multiple ways of doing that, so the **FSB has its own definition**, the EBA also has its own rule and finally the ERSB. So based on these definition they might use different definitions. By looking all the definitions, it can provide overview of an upper bound and over bound.

So yes the Shadow Banking sector has been growing that's true. But the banking sector has also been growing these years. This also affects valuation markets.

PIERRE:
If I understand well, the fact that each institution has its own definition regarding the Shadow Banking system can also have a positive aspect since it can bring other aspects on the measure to size Shadow Banking?

G:
Yes.

PIERRE:
Regarding the same topic, I would like to know if from the FSMA perspective, they have to **interact with many other institutions, like the ECB, European commission of other nations banks?**

G:

I see your question. I would like to point out something, it's one of the recommendations of the FSMA, it mentions that both entities NBB and FSMA should continue their effort on an international level in monitoring Shadow Banking. We have contact with other institutions, and international parties, like ESMA, ERSB, FSB etc.

We try to participate as much as possible, but also to give our expertise and try to interact. So we meet other **national regulators. So we also need another approach, the international level**.

PIERRE:
Okay I understand.
Another topic, the risks identified by the FSMA and the NBB. The first one **liquidity transformation.** I would like to know more about this risk and would like to know in which way liquidity transformation can may be increase and have an impact on the redemption risk?

G:
So the liquidity transformation, we're talking about the Belgian Shadow Banking sector. Especially from our report, we're mostly talking about the investment funds, fonds de placement. These are in a way that is you're subscribing as an investor, you pay a certain amount to the fund and the fund would then invest your money in line with investment policy and would by financial assets generally. These can be invested in many risks.

The **redemption risks** of such a type of fund or the liquidity transformation aspect refers to the fact that an investor may ask frequently public funds, it's at least every two weeks. Mostly it's a daily level for the redemption. So the investment funds will sell the assets of the market, but the ability to sell these assets depends on the ability to liquidate these assets. So we're talking about daily possibility of investment funds to face redemption risks.
When the asset is less liquid, it might be difficult to sell the asset on the market. The more the transaction cost is high and then less liquid, the more the liquidity transformation is important. That's the case for an investment fund. But you also have the same issue for banking in case of **liquidity transformation**, when you take deposit from investors and when you invest it in less liquids assets.

There is a possibility of liquidity transformation and that's something that needs to be managed by the asset manager. And that's the potential risk that is associated with a fund is that in a way it might be difficult for the fund manager to sell the asset in the financial market. So that could be a liquidity risk in an **investment fund**, in the case when the investor invests in less liquid assets such as less liquid bonds from emerging market for instance. It the case of potential liquidity risk.

Investment funds represent the most important part of the liquidity transformation in the Shadow Banking part. For the other parts in term of entities I'm sure it's also described in the report in term of assessment.

PIERRE:
In the paper you made some kinds of **drafted proportions** form the FSMA regarding different legislative changes, and I would like to know, how do them concretely work in term of proposal?
And also some expression have been mentioned and I don't really understand them like "**swing pricing**", "**Anti-dilution levis**" and also "**redemption gate**". Is it possible to better understand them?

G:
Yes of course. I would describe them and then provide you explanations. I think the draft proposal has been published earlier this month. So then the manager would be able to use these liquidity management tools. So that's opened to **investment funds**.

So what happens? When an investor would ask for or even a lot of investors would ask for the **redemption** for their shares and the manager has some difficulties in selling assets on the market. If the manager wouldn't be able to sell them, the investor wouldn't get his money back. Of course, this is not good for the confidence. this might not only effect on the fund but also on the market. Right? So that's something you need to avoid. Also, you would generally want to avoid this because if all asset manager would start selling their market shares on the market, thing might have negative impact.

This is why managers often have liquidity tools at their disposal. One of those tools is actually "suspension of the redemption". This is available for all asset managers in Belgium, also at the

European level. In certain circumstances the manager may decide to suspend the possibility of the investor to withdraw its shares, and then avoid redemption, and so then it would be effectively closed. So that's a legal possibility but that's a very extreme option. There are some in-between options as well like anti-**dilution tool, or swing pricing.**

Redemption gate applies in this way. So if redemptions are in a certain threshold then the requests are only partially executed to a limit let's say 10%. The goal is to protect the interest of the remaining shareholders because they get the negative impact of this cause. It also helps to avoid a run on the fund. But this can only be used by managers in period of stress circumstances.

The other tool. "**Swing pricing**", it's a tool that is actually used to avoid a run on a fund beforehand. So if the net subscriptions or redemptions are above a certain threshold then the price of the asset is adjusted downward or upward so there's a swing in the pricing and it's called the swing factor. So that's a swing in the pricing. So if there are investors looking for subscriptions the price would go down, so then when getting back your money you would get a lower pricing, in order to protect remaining shares. Transaction costs would then be increased. So that's something that decreases the liquidity risk.

And the third one is **anti-dilution levies**. And it's informational. If the net subscription is above a certain threshold then the asset manager may apply a higher subscription cost to the investor subscribing or practicing the redemption. That's an actions that protects the remaining shares. This is used to face the negative impact that is used by the excessive redemption. Those are the 3 tools, but they have to be accepted before being actually applied. They may help to decrease liquidity mismatches.

Is that clear?

PIERRE:
Yes, thank you very much, I see clear now. So now I can make the link between all these concepts.

Another question is that we know that the risks can be very well **mapped** regarding the financial stability in Belgium. However, we can identify the risks regarding the banks in Belgium

because we can also map their **links with other financial institutions**. However the risks is that there exists some **synthetic derivatives**, and it's then difficult to identify the initiator, and then the amount of risk. Is it really seen as a risk?

G:
I'm not sure to have understood your question. But I'll try to answer and you'll adjust.
Derivative positions increase the exposure and increase the leverage in a fund or in another institution. And when it creates **leverage** it impacts your fund value and then your risks increase. In Belgium, they're limited to that kind of exposure, 100% to the fund value. It comes from the European level regulation. In Belgium it's applied to all types of funds (AIF). So the average risk would be limited.

The other type of risk coming from derivative position is also a **counterpart risk**, and may be more related to interconnectedness. I don't think I can say a lot about because it's not one of the subjects I'm specialised in. But to be honest, I think the situation has much more improved due to the new reporting requirements on the derivative positions. But also through AIMFD rules especially from alternative investment fund managers. They'll have to report some positions, and leverage counter-party risks.

PIERRE:
Thank you very much, it answers my questions regarding the counter-party risk.
Now regarding the **interconnectedness**, it is sometime difficult to trace the initiator of a financial product, for instance a synthetic derivative.

G:
I would also say that the limited leverage is very important for the **counter-party risk** for investment funds. We have better view. The formatting of **interconnectedness** isn't something that is a **macro-prudential authority**, in our scope. It should be based on the expertise of the Belgian national Bank.

Also it would be better to have a specialist from the national bank. But I think reporting has much improved on this level.

PIERRE:

Regarding the **definition of Shadow Banking**, I heard that we should be careful about the fact that a part of the Shadow Banking is directly linked to the **consolidated pa**rt of the traditional banks. It shouldn't be directly related to the Shadow Banking, is it right?

G:
It's written in the report somewhere, entities that are potentially **consolidated** into a banking group, I don't think that can be considered as part of the Shadow Banking system because they are under the supervision of the regulators. I think that's something mentioned into the report. So they're part of the banking group so they're excluded from the Shadow Banking system. When they're part of a banking group, they're not considered as part of the Shadow Banking.

PIERRE:
Ok, I see.
Something that I sow on the report but that I couldn't understand was the classification of the **EF system with EF1, 2**, etc. What does it stand for?

G:
This is related to the thing I was talking about earlier; the economic function are actually activities that are carried out by entities and that's how you define Shadow Banks. So these entities are classified into the risk based definition. From their economic functions they classify performing entities, it helps to define which entities can be considered as Shadow Banking entities.

PIERRE:
(DESCRIPTION OF MY THESIS)

So I would like to ask you, we always say that Shadow Banking risks are related to the complexity of the products that are used in the Shadow Banking. But also because there is an increasing growth of the private debt, but also the systemic risks and interconnection **(main risks)**. So I want to know if these risks are real or more hypothetical?

G:

This is a very difficult question, this calls for an assessment of risks coming from complex product, private debt growth. Systemic risk is an open question I think. So that's very difficult to answer. What I can tell you from the FSMA is that it's more focused on consumer protection. The complexity of product is something that we may have some concerns about. However the complexity is something mentioned in the report, they fact that we often deal with particularly complex products. Basically since 2011, there's a voluntary distributor of structured products (fixed income components, derivative components, so the payoff is generally laying to the reference value). Their structure can be quite specific, there are different mechanisms used to define what's the payoff of such a practice. And this can be quite **complex**. These products on the market, on the Belgian level, the FSMA has invited distributors of structured product to sign for a monitoring where they're would be willing not to distribute to retail investors anymore products that are considered to be particularly complex.

That's part of the communication of the FSMA. So basically, there is an objective of **transparency** of costs also there should be a balance between what an investor can gain and what an investor can loose with the product. And that's something we've been involved in making sure that investors re not offered too complex products which they may be don't fully understand the risks. That's something the FSMA matters a lot now from the investors perspective.

PIERRE:
Okay. Thank you very much. I will ask you 2 last questions.

So the first one will be, the risks are well identified and well managed in Belgium and so the risks can be well managed. But I had a look at the **mapping** of Shadow Banking between the main stakeholders. And I was wondering, with the fact that there is a strong **interconnection** and **systemic risks**, would it be possible that event tough the risks are well managed within Belgium the risks might come from another country for instance **Ireland**. This is a country where the Shadow Banking is much more active compared to the other European countries. If there is a problem from Ireland, would it be possible that Belgium would directly be impacted even with a strong risk management policy in Belgium?

G:

What I can tell you about that is that it is first important to look at the international perspective so I can give risk assessment on whether the risk in **Ireland** is. What I just want to say is that the international dimension is there, it is something that is given. It also functions within certain regulation, based on what type of **connection** that are applied and possible between countries. The case of **Ireland** is meaningful because there is a large **investment funds** industry. Also, investment funds are more important in Ireland than in any other country. The large majority of what we consider to being Shadow Banking. In Ireland that have 72% of Shadow Banking that is susceptible to be investment funds. So investment funds have a huge impact on the Shadow Banking. But that also depends on the definition. And that also has an impact on statistics.

PIERRE:
So the last question would be more as a conclusion.
How do you see the financial perspective and economy over the next 5-7 years on the overall?

G:
That's an open question on which I can answer, it's impossible to give a perspective of evolution over the next 5 years. There are actually many variables that work and it's difficult to say something with that.

LOUVAIN-LA-NEUVE | BRUXELLES | MONS | TOURNAI | CHARLEROI | NAMUR
Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve, Belgique | **www.uclouvain.be/lsm**