
Chronique financière

DÉRÉGULER À NOUVEAU LA FINANCE ? LE VENT QUI VIENT D'AMÉRIQUE

1. 2017 : Les craintes du démantèlement du renforcement de la régulation financière, les excès des marchés et l'endettement des principales économies de la planète¹

Depuis la crise de Lehman Brothers, plusieurs G7 et G20 avaient été consacrés, en partie ou en totalité, à re-réguler les circuits financiers internationaux, disions-nous dans la précédente chronique. L'arrivée à la Maison-Blanche de Donald Trump semble avoir renversé la donne. Cela inquiète les instances internationales et notamment le FMI. Cet été, dans un document, rendu public avant le sommet du G20 le 7 et 8 juillet à Hambourg, en Allemagne, celui-ci met en avant les « risques négatifs » pour l'économie globale que peuvent représenter « l'incertitude sur les politiques dans les économies avancées, les vulnérabilités du secteur financier et un soudain durcissement des conditions financières ».

¹ <http://www.imf.org/fr/news/articles/2017/09/28/sp092917-central-banking-and-fintech-a-brave-new-world> ; <http://www.bilan.ch/bilan/crise-financiere-scenario-inquietant-fmi> ; <https://www.capital.fr/entreprises-marches/fmi-les-incertitudes-politiques-alimentent-les-risques-pour-l-economie>

Et récemment à l'assemblée générale du FMI, les craintes sont rappelées à nouveau. « Si l'on n'agit pas, cet ensemble de préoccupations pourrait constituer une recette pour une crise financière brutale », avertit la directrice générale du FMI, Christine Lagarde, dans un blog accompagnant la publication du rapport. Le FMI s'inquiète aussi du fait qu'« un démantèlement du renforcement de la régulation financière » intervenu après la crise de 2008, « ne conduise à un affaiblissement des capitaux propres et des réglementations, entraînant des conséquences négatives pour la stabilité financière mondiale ».

Evoquant les inconnues autour des programmes politiques, le FMI note que bien que les élections à risque soient passées, notamment en Europe, « un haut degré d'incertitude demeure avec les difficultés par exemple de prévoir les politiques budgétaires et réglementaires des Etats-Unis ». Et pointe deux dangers.

Le premier danger, qui découle de la politique monétaire accommodante des banques centrales, concerne les excès des marchés financiers. Selon le FMI, « il y a trop d'argent en quête de trop peu d'actifs rentables : actuellement moins de 5% (1800 milliards de dollars) du volume mondial d'actifs à revenus fixes ayant valeur d'investissement génèrent un rendement supérieur à 4%, contre 80% (15'800 milliards de dollars) avant la crise ». Selon cette étude, la

hausse des actifs s'explique par l'attitude des investisseurs qui acceptent de prendre des risques de crédit et de liquidité importants pour doper les rendements.

Le second danger résulte de la hausse de l'endettement des principales économies de la planète. La dette des ménages par rapport au produit intérieur brut (PIB) s'est envolée dans les pays avancés de 35% en 1980 à 65% en 2016, alors qu'elle a grimpé dans les pays émergents de 5% en 1995 à 20% en 2016. D'après le FMI, « l'effet de levier dans le secteur non financier est désormais plus élevé qu'avant la crise financière mondiale dans l'ensemble des pays du G20. Malgré la faiblesse des taux d'intérêt, la hausse de l'effet de levier a entraîné une augmentation des ratios du service de la dette du secteur privé dans plusieurs grandes économies. Cette situation peut mettre à rude épreuve la capacité des emprunteurs plus faibles à assurer le service de la dette dans certains pays ou secteurs »

2. Découdre le Dodd Frank Act et voter le Financial Choice Act 2.0 ?

L'agenda politique du nouveau Président des Etats-Unis, consacré par la formule « America First », a semblé augurer dès le début d'une possible remise en cause des engagements post-crise pris au niveau du G20 en matière de régulation financière. Les décrets présidentiels (ou « executive orders ») signés depuis fin janvier 2017, les débats législatifs en cours et les rapports produits par l'Administration Trump traduisent la volonté de l'exécutif de reprendre la main sur l'agenda réglementaire financier, avec comme mot d'ordre : la nécessité de faire primer les intérêts des Etats-Unis dans le cadre des négociations internationales.

Or, si la force, avec laquelle l'approche américaine en matière de coopération

internationale est aujourd'hui affirmée, est saisissante, cette position n'est pas complètement nouvelle. Déjà, sous le cycle réglementaire précédent, insufflé par la nécessité de remédier aux failles du système financier ayant conduit à la crise de 2007-2008, les Etats-Unis avaient privilégié des positions tranchées favorisant leurs intérêts propres – comme en témoigne, par exemple, leur approche extraterritoriale en matière d'équivalence.

Comment comprendre alors les déclarations de Donald Trump et les premières actions de son Administration ? Signent-elles un (re)-positionnement des autorités américaines de régulation financière au sein des instances internationales ? Si oui, quelles sont les marges de manœuvre dont disposent aujourd'hui les Etats-Unis dans un environnement géostratégique multipolaire et en pleine recomposition (notamment dans le contexte du début des négociations du Brexit) ?

A ce titre, la refonte annoncée du Dodd-Frank Act, symbole de la traduction aux Etats-Unis des engagements post-crise pris au niveau du G20, est symptomatique. Les débats parlementaires en cours (Financial Choice Act 2.0) et la proposition de budget fédéral pour 2018 laissent également présager une possible réorganisation du paysage institutionnel américain.

Lors de la signature du décret du 30 janvier 2017 destiné à réduire la réglementation fédérale, Donald Trump a explicitement fait référence au Dodd-Frank Act, qu'il a qualifié de « désastre » (Trump Vows..., 2017). La remise en cause des réalisations de Barack Obama en matière de réglementation financière est un leitmotiv du discours du Président américain, et plusieurs initiatives, tant réglementaires que législatives, semblent aller dans ce sens.

Le décret présidentiel d'orientation générale du 3 février 2017 (Presidential..., février

2017) dispose que la régulation du système financier est une prérogative de l'Administration Trump. Cette action doit être guidée par sept principes fondateurs, notamment le développement de la croissance de l'économie américaine et la défense des intérêts des Etats-Unis au sein des négociations et réunions internationales.

Ce décret a également enjoint au Secrétaire du Trésor, Steven Mnuchin, de remettre, sous trois mois, un rapport analysant la nécessité de réformer la réglementation financière existante afin qu'elle réponde aux principes directeurs précédemment énoncés. Ce rapport, intitulé « A Financial System That Creates Economic Opportunities – Banks and credit unions », a été publié le 12 juin 2017. Il ne concerne que la réglementation bancaire mais annonce aussi la publication de trois autres rapports (voir ci-dessous) sur les marchés de capitaux (actions, dettes, dérivés, compensation), la gestion d'actifs, les institutions financières non bancaires et l'innovation financière.

Dans le rapport du 12 juin 2017, le Secrétaire du Trésor propose plusieurs pistes de réformes concernant essentiellement le domaine bancaire, comme par exemple :

- la révision des exigences en matière de capital réglementaire, capital contingent, levier financier et liquidité des institutions systémiques ;
- le relèvement du seuil à partir duquel les banques sont soumises à des tests de résistance (de 10 milliards de dollars aujourd'hui à 50 milliards de dollars demain), ainsi que son adaptation à la complexité et au degré de risque de la banque concernée ;
- le recalibrage de la règle Volcker : le Trésor recommande l'exemption de la règle Volcker des établissements bancaires détenant moins de 10 milliards de dollars d'actifs consolidés. Il recommande également l'exemption de l'interdiction des

activités de trading pour compte propre (proprietary trading) des établissements bancaires détenant plus de 10 milliards de dollars d'actifs consolidés, mais qui n'ont pas d'activité de proprietary trading « substantielle ».

En outre, un décret présidentiel pris le 21 avril 2017 (Presidential..., avril 2007) enjoint au Secrétaire du Trésor de remettre sous six mois un rapport visant à réviser le principe de désignation d'acteurs systémiques non bancaires par le Financial Stability Oversight Council (FSOC) : il s'agit d'étudier les risques que font peser la désignation d'acteurs systémiques non bancaires et leur supervision renforcée sur les contribuables et la stabilité financière, ainsi qu'analyser le respect des règles procédurales du FSOC et la transparence du processus de désignation.

De son côté, le Financial Choice Act 2.0 est une proposition de loi du député républicain Jeb Hensarling, président depuis 2012 de la commission sur les services financiers de la Chambre des représentants. En septembre 2016, le premier projet du Financial Choice Act (« Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs ») avait été adopté par la commission sur les services financiers, mais n'avait pas été discuté par la Chambre des représentants. Le 19 avril 2017, Jeb Hensarling a présenté une version remaniée du texte, le Financial Choice Act 2.0, que la commission a adoptée le 4 mai 2016.

Le texte a été adopté par la Chambre des représentants, à majorité républicaine, le 8 juin 2017. Les propositions majeures du Financial Choice Act 2.0 sont les suivantes :

- l'abrogation de la règle Volcker² ;

² Insérée dans la section n° 619 du Dodd-Frank Act, la règle Volcker (entrée en vigueur le 1^{er} avril 2014) vise à interdire aux établissements bancaires américains ou actifs aux Etats-Unis de

- l'abrogation du titre II du Dodd-Frank Act relatif aux procédures de résolution, qui viserait à être remplacé par un nouveau chapitre du code de la faillite conçu pour les grandes institutions financières ;
- la fin de la capacité du FSOC à désigner des institutions financières non bancaires d'importance systémique.

Ces propositions vont sensiblement plus loin que les recommandations du Département du Trésor détaillées dans le rapport du 12 juin 2017. Le Financial Choice Act 2.0 est actuellement en cours de discussion au sein de la commission des affaires bancaires, immobilières et urbaines du Sénat, mais sa substance pourrait être diluée afin d'accueillir les voix nécessaires à son approbation.

3. Revoir la réglementation des marchés de capitaux

Suite à la demande exprimée par Donald Trump dans le décret présidentiel d'orientation générale (Presidential..., février 2017)

s'engager dans des activités de trading pour compte propre à des fins spéculatives. Cette interdiction générale a fait l'objet de plusieurs exemptions : les activités de tenue de marché (market making), de services liés à l'émission sur le marché primaire (underwriting), d'activités de couverture réduisant l'exposition à des risques spécifiques (hedging), les transactions pour compte de tiers et l'achat de titres de dette souveraine américaine demeurent autorisés. Cf. page 73 du rapport : « Banks with over \$10 billion in assets should not be subject to the burdens of complying with the Volcker Rule's proprietary trading prohibition if they do not have substantial trading activity. A further exemption from the proprietary trading prohibition should be provided for all consolidated banking organizations, regardless of size, that have less than \$1 billion in trading assets and trading liabilities and whose trading assets and trading liabilities represent 10% or less of total assets ».

du 3 février 2017, le Département du Trésor américain a publié, le 6 octobre 2017, un rapport sur la réglementation des marchés de capitaux intitulé « A Financial System That Creates Economic Opportunities – Capital Markets » (U.S. Department..., octobre 2017).

Ce rapport est le second d'une série de quatre documents qui doivent être remis au président Trump par le Département du Trésor. Le premier rapport, publié le 12 juin 2017, portait essentiellement sur la recalibration des réformes bancaires (U.S. Department..., juin 2017). Les deux derniers rapports attendus porteront respectivement sur la gestion d'actifs et les assurances ; et sur les entités non bancaires et l'innovation financière. Indiquons qu'un document additionnel visant exclusivement le dispositif de désignation des institutions systémiques non bancaires par le FSOC a également été commandé par la présidence américaine (Presidential..., avril 2017).

Le rapport du 6 octobre 2017 se concentre sur les marchés de capitaux aux Etats-Unis (dette, actions, matières premières, marchés de produits dérivés) et traite également de la compensation centrale et d'autres fonctions opérationnelles (dépositaires centraux et systèmes de paiement). Ce rapport contient un certain nombre de recommandations qui visent à mieux calibrer et adapter la réglementation financière américaine post-crise afin que le système financier américain serve au mieux les intérêts des acteurs de marché américains et les ambitions économiques de l'Administration Trump (en particulier le financement de la croissance des Etats-Unis).

Les principales recommandations du rapport du 6 octobre 2017 sont articulées autour des axes suivants :

- promouvoir l'accès aux marchés de capitaux, notamment via une suppression de certaines exigences en matière de publication d'informations (« disclosure ») ;

- mieux calibrer la réglementation des marchés de dérivés, notamment grâce à une plus grande harmonisation des règles entre la US SEC et la CFTC, une limitation des dispositions extraterritoriale du Dodd-Frank Act (DFA) et une application plus large de la « substituted compliance »;
- s'assurer d'une supervision plus étroite des chambres de compensation (notamment eu égard à leur importance systémique), en augmentant les effectifs de la CFTC et en renforçant les scénarios de stress tests de supervision pour les chambres de compensation;
- rationaliser le processus normatif et de supervision aux Etats-Unis en éliminant les doublons et la fragmentation;
- faire primer les intérêts américains dans le cadre de la négociation et de la mise en œuvre des standards internationaux.

Indiquons que la mise en œuvre de ces recommandations nécessitera soit l'initiative législative (exclusivement parlementaire), soit des actions de la part des agences fédérales indépendantes qui devra s'exécuter par une prise de décision de la part des collèges des commissaires de la US SEC et/ou de la CFTC, aujourd'hui tous les deux à majorité républicaine.

De manière générale, les propositions du Trésor américain visent à introduire des éléments de proportionnalité dans l'application des règles et à limiter les possibilités d'arbitrage réglementaire.

Il ressort d'une première analyse que les recommandations proposées dans le rapport ont une portée et un impact essentiellement nationaux. S'agissant du marché des dérivés par exemple, il s'agit de limiter l'application extraterritoriale du DFA pour les implantations étrangères des acteurs de marché américain (ex. une succursale d'une banque américaine implantée à Londres). Ces recommandations devront toutefois

faire l'objet d'une attention particulière dans le contexte des négociations du Brexit et de la refonte des régimes pays tiers engagée sous l'égide de la Commission européenne.

Dans la lignée du décret présidentiel du 3 février 2017 et du rapport publié le 12 juin 2017, le Trésor consacre un chapitre au positionnement des agences américaines au sein des instances internationales de régulation financière. Il rappelle que, tout en accordant une place importante aux travaux des normalisateurs internationaux, ceux-ci doivent servir la compétitivité de l'industrie financière américaine. Aussi, les agences américaines doivent faire primer les intérêts américains au sein des négociations internationales tout en développant, dans le même temps, des dialogues techniques avec leurs homologues étrangers sur une base bilatérale. Le rapport rappelle en outre la nécessaire amélioration des processus actuels d'élaboration des standards internationaux, qui doivent accorder davantage de place aux études d'impact et aux consultations publiques.

A suivre donc.

14 octobre 2017

Bernard COUPEZ

Bibliographie

- Barichella, A. (2016). *Les relations transatlantiques après le Brexit*. Fondation Robert Schuman. Policy Paper, 409, octobre 31.
- Bergsten, C.F, Truman, E.M. et Zettelmeyer, J. (2017). *G7 Cooperation in the Trump Era*, Peterson Institute for International Economics. Policy Brief, PB15 – 10, May 2017.
- Center for American Progress (2017). *President Trump's Dangerous CHOICE*, April 2017.
- Décret présidentiel du 30 janvier 2017 – Presidential Executive Order on Reducing Regulation and Controlling Regulatory Costs .
- Décret presidential du 3 février 2017 – Presidential Executive Order on Core Principles

- for Regulation the United States Financial System.
- Décret présidentiel du 21 avril 2017 – Presidential Memorandum for the Secretary of the Treasury: Financial Stability Oversight Council .
- Financial Choice Act 2.0. Repéré à <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/10>.
- Friend, A. et Kaplan, J. (2012). Le Bureau de protection des consommateurs de produits financiers. *Revue d'économie financière*, 1(105), 293-308.
- Johnson, S. et Weiss, A. (2017). *The financial stability oversight council: an essential role for the evolving US financial system*. Peterson Institute for International Economics. Policy Brief, PB17 – 20, May 2017.
- Posen, A.S. et Ha, J. (2017). *US-China Cooperation in a Changing Global Economy*. Peterson Institute for International Economics. PIIIE Briefing, June 2017.
- Sheets, N. (2017). *Race to the Top: the Case for the Financial Stability Board*. Peterson Institute for International Economics. Policy Brief, PB17 – 12, April 2017.
- Truman, E.M. (2017). *International Financial Cooperation Benefits the United States*. Peterson Institute for International Economics. Policy Brief, PB17 – 10, February 2017.
- Vergniolle de Chantal, F. (2013). Le Congrès des Etats-Unis : une assemblée incontrôlable ?, *Les Etudes du CERI*, 200, décembre 2013.
- Weiss, A. et Johnson, S. (2017). *Financial regulation calls for 20/20 vision*. Peterson Institute for International Economics, June 1, 2017.