

Le *Dodd Frank Act* : une vision américaine de la régulation financière

Céline Choulet

Le *Dodd Frank Act* (DFA), promulgué le 21 juillet 2010 aux Etats-Unis, est présenté comme la plus vaste réforme financière depuis le *Glass Steagall Act*, établi en 1933 et aboli en 1999. Cette loi a vocation à promouvoir la stabilité financière aux Etats-Unis, à limiter l'aléa moral inhérent au caractère « too big to fail » de certaines institutions financières et à protéger les contribuables et les consommateurs de produits financiers.

En soumettant au vote une loi dès l'été 2010, les régulateurs américains ont incontestablement cherché à prendre les devants sur des sujets majeurs tels que le traitement du risque systémique et la régulation des marchés des dérivés. Pourtant, le manque de convergence et de cohérence des cadres prudentiels entre grandes zones économiques (Etats-Unis, Europe, Asie) risque d'introduire des distorsions de concurrence et d'ouvrir la voie à de l'arbitrage réglementaire, au détriment de la stabilité financière. Ainsi, alors que la migration vers Bâle 2 n'est pas achevée et que la suppression éventuelle du recours aux notations externes pourrait la mettre en échec, aucun engagement de pleine transposition de Bâle 3¹ (ratios de solvabilité et de liquidité) ou des recommandations du G20 en matière de rémunérations dans le secteur financier n'a été pris à ce jour aux Etats-Unis.

Le travail colossal de déclinaison des principes édictés par le volumineux *Dodd Frank Act* en mesures d'application s'est engagé. Les régulateurs américains disposent, pour cela, d'une grande latitude d'interprétation (autorisant un durcissement ou un assouplissement des règles prévues par le DFA) et d'application (périmètres, définitions précises des activités et produits concernés, délais de mise en conformité²), de sorte que la portée du DFA demeure difficile à apprécier.

Des principes du DFA aux mesures d'application : un chemin long et difficile

La promulgation de la loi appelait un nombre important d'études de faisabilité à réaliser (67) et de règles d'application à rédiger (243) par une dizaine de régulateurs différents. Les conflits politiques et difficultés techniques de mise en œuvre ont, toutefois, ralenti le processus, et de nombreux reports et exceptions ont été introduits. A près d'un mois de la date anniversaire du *Dodd Frank Act*, seules vingt-quatre règles des différents titres de la loi ont été précisées par les régulateurs³.

Une supervision renforcée mais pas nécessairement simplifiée

Sur le plan institutionnel, l'architecture de supervision de l'industrie financière aux Etats-Unis demeure complexe. Un organisme fédéral de régulation bancaire est supprimé (*Office of Thrift Supervision*), mais une dizaine de nouvelles agences sont créées, notamment le Bureau de protection des consommateurs de produits financiers (CFPB) ou le Bureau fédéral des assurances (FIO). Les autres régulateurs fédéraux bancaires (la Réserve fédérale, l'OCC, le fonds de garantie des dépôts FDIC) et de marchés (SEC, CFTC) sont maintenus, ainsi que ceux qui relèvent des Etats. L'éparpillement des compétences et les difficultés de coordination entre régulateurs pourraient être, comme par le passé, source de dysfonctionnements. A titre illustratif, en un an, au moins sept règles visant à déterminer quelles références explicites aux notations

de crédit doivent être abandonnées ont été proposées par les huit régulateurs (seuls ou conjointement) dans leur domaine de compétences respectif.

La supervision du risque systémique est confiée au nouveau Conseil de supervision de la stabilité financière (*Financial Stability Oversight Council*, FSOC), qui compte quinze membres dont dix membres votant (les huit régulateurs fédéraux, un expert en assurance et le Secrétaire au Trésor qui le préside). Cette agence de supervision macro-prudentielle vise à identifier les risques de nature systémique et à émettre des recommandations pour les prévenir. Elle est déclarée compétente pour arbitrer les conflits entre régulateurs mais n'est dotée d'aucun pouvoir coercitif réel. Le nouveau Comité européen de supervision du risque systémique (ERSB, créé en décembre 2010), placé sous l'égide de la Banque centrale européenne et épaulé par trois nouvelles autorités (EBA, ESMA, EIOPA), est le pendant européen du FSOC. Mais alors qu'une coopération étroite de l'ERSB avec le Conseil de stabilité financière (FSB) (créé lors du G20 de Londres en avril 2009) est prévue dans le règlement 1092/2010 du Parlement européen, la coordination du FSOC avec le FSB, indispensable à un traitement harmonisé du risque systémique, n'est pas évoquée dans le DFA.

Plus généralement, l'amélioration de la supervision financière aux Etats-Unis demeure suspendue au renforcement des autorités de régulation, en termes de compétences et de moyens budgétaires.

L'état dégradé des finances publiques américaines attise les dissensions politiques sur la loi *Dodd Frank*

Le compromis auquel a abouti la conférence de conciliation réunissant députés et sénateurs américains à la fin juin 2010 a introduit de nombreux assouplissements par rapport aux projets respectifs de la Chambre des Représentants (porté par Barney Frank) et du Sénat (par Chris Dodd). Deux concessions ont, notamment, été introduites. Le principe d'un financement *ex-ante* du fonds de liquidation ordonnée (qui s'élevait à 150 milliards de dollars dans le projet de la Chambre) a, ainsi, été abandonné, tandis que le caractère contraignant de la règle Volcker a été atténué (initialement, le texte du Sénat prévoyait d'interdire aux établissements habilités à recevoir des dépôts de s'engager dans des activités de *trading* pour compte propre et d'investir dans des fonds de capital investissement ou dans des *hedge funds*, indépendamment de leur niveau de solvabilité).

Les agences de régulation déplorent un manque de moyens financiers, alors que l'ampleur des déficits publics devrait contraindre le Congrès à voter un relèvement du plafond de la dette fédérale d'ici août prochain. Les débats budgétaires demeurent difficiles, d'autant plus que les Républicains cherchent à retarder la mise en œuvre du *Dodd Frank Act*. Si leur projet visant à faire adopter une loi de révision technique semble écarté, cinq propositions de texte amendant significativement la loi ont été déposées et débattues en mars dernier. Barney Frank, l'un des co-auteurs du DFA, a nettement rejeté quatre des projets mais a soutenu le report de l'amendement Durbin et le vote d'une loi rectificative.

En application du DFA, la Réserve fédérale a proposé (règle soumise à commentaires publiée le 28 décembre 2010), de plafonner les commissions interbancaires sur les transactions par carte de débit⁴ à 12 cents maximum (contre une moyenne constatée à 44 cents) et de mettre un terme à certaines pratiques anticoncurrentielles des réseaux de cartes bancaires (section 1075 du DFA). L'amendement Durbin est destiné à limiter les frais supportés par les commerçants, et donc indirectement par les consommateurs, et à rendre plus transparente la tarification de ces services. Alertée, par près de 11 000 commentaires, sur les possibles conséquences non désirées de cette mesure, la Fed a annoncé, le 29 mars dernier, le report de la publication d'une règle définitive (initialement prévue le 21 avril 2011 pour une entrée en vigueur le 21 juillet 2011). Trois principales critiques ont été formulées.

Premièrement, le plafond fixé serait contradictoire avec l'exigence posée par la loi selon laquelle les commissions doivent être « raisonnables et proportionnelles au coût supporté par l'émetteur au regard de la transaction ». L'enquête menée par la Fed a, en effet, révélé que la médiane des frais de gestion liés à ces opérations s'élevait à 11,9 cents. Le bien fondé du recours à un plafond alors que la loi introduit la notion de proportionnalité est, également, mis en doute.

Deuxièmement, aucune disposition juridique ne serait prévue ni pour contraindre les commerçants à répercuter la baisse des commissions vers les utilisateurs de carte, ni pour empêcher les banques de compenser la baisse des commissions (la perte de revenus annuels générés par ces commissions pourrait s'élever à 12 milliards de dollars selon certaines estimations).

Troisièmement, l'exemption prévue pour les banques ayant moins de 10 milliards de dollars d'actifs sous gestion serait de nature à contrarier les conditions de concurrence.

Les établissements de taille modeste, bien qu'exonérés de la plupart des mesures en faveur de la protection des épargnants, devront, dans les faits, s'aligner sur les pratiques des plus grandes banques

La rentabilité des banques de taille modeste (moins de 10 milliards de dollars d'actifs) pourrait être, sous la pression concurrentielle des grandes banques, affectée par certaines dispositions de la loi.

Certes, de nombreuses exceptions sont prévues pour ces établissements, qu'il s'agisse, par exemple, de la définition du capital réglementaire (les banques dont le bilan n'excède pas 500 millions de dollars demeureront exemptées de toute exigence en matière de fonds propres ; les titres hybrides, dont les *Trust Preferred Securities*, pourront être comptabilisés dans le capital Tier one des banques présentant moins de 15 milliards de dollars d'actifs) ou des mesures en faveur de la protection des consommateurs (auxquelles les banques dont les actifs sont inférieurs à 10 milliards de dollars sont exemptées). Les nouvelles modalités de calcul des cotisations au FDIC leur sont, en outre, favorables (l'économie pourrait se chiffrer à 4 milliards de dollars sur trois ans pour les *community banks*, des établissements dont la taille n'excède pas 1 milliard de dollars). Or, le secteur bancaire américain est relativement émietté : à la fin mars 2011, le nombre d'établissements habilités à collecter des dépôts et affichant moins de 10 milliards de dollars d'actifs s'élevait à 7 467. Ils représentaient 98% du nombre des établissements affiliés à la FDIC pour 21% des actifs. Si certains jouissent de parts de marché confortables sur des segments délaissés par les grandes banques, les nouvelles règles en matière de rémunération des dépôts ou de tarification des commissions interbancaires devraient, indirectement, s'imposer à la plupart des banques de taille modeste (*price taker*).

L'incidence de la loi *Dodd Frank* sur les résultats bancaires demeure difficile à évaluer

Les règles définitives n'ayant pas été publiées, le coût de la nouvelle réglementation pour les banques américaines demeure incertain. Les commissions nettes perçues (*Card Act*, régulation E limitant les commissions

sur les découverts, amendement Durbin, réforme du financement du FDIC, standardisation des marchés des dérivés) devraient notamment reculer, de même que les revenus de *trading* (règle Volcker), tandis que les charges d'exploitation (mise en conformité des établissements à la nouvelle réglementation, rapports trimestriels sur l'exposition globale des groupes au risque de crédit, plans de démantèlement annuels) devraient s'alourdir. Les banques pourraient, toutefois, compenser, pour partie, la baisse de leurs commissions, en révisant à la hausse la tarification d'autres services.

Certaines mesures, de nature à améliorer la qualité des prêts hypothécaires et à rendre plus transparentes les pratiques des prêteurs et courtiers, devraient, en revanche, limiter, à plus long terme, l'évolution de leurs dotations aux provisions. Depuis le 1^{er} avril 2011, les pratiques de rémunération des « originateurs » sur le marché des prêts hypothécaires résidentiels sont, notamment, plus strictement encadrées (règle définitive de la Fed du 24 septembre 2011). Toute rémunération liée aux termes ou conditions du prêt (notamment au taux d'intérêt pratiqué) autres que le montant emprunté est ainsi proscrite. Le régulateur durcit également les conditions d'octroi des prêts hypothécaires (proposition de règle de la Fed du 11 mai 2011). Quatre modalités de mise en conformité sont proposées aux créanciers. Une première option consistera à s'assurer que l'emprunteur a la capacité de rembourser le prêt dont il bénéficie sur la base de huit critères tels que ses revenus, son emploi actuel, la charge mensuelle de ses remboursements et son niveau d'endettement. Les créanciers pourront également accorder un « prêt qualifié ». Seraient notamment exclus de cette catégorie les prêts dont la maturité excède 30 ans, dont les commissions d'arrangement sont supérieures à 3% du nominal, dont le niveau représente plus de 80% de la valeur du bien immobilier ou lorsque le ratio d'endettement (dette/revenus) excède 36%. Les deux autres options concernent les prêts en zone rurale et les prêts destinés à refinancer un crédit plus risqué. Le DFA prévoit également de contraindre les créanciers à améliorer l'information qu'ils fournissent aux emprunteurs dans le cadre de prêts à taux variable et de restreindre les pénalités de remboursements anticipés pour certains prêts hypothécaires.

Au-delà de son impact sur le coût du risque, l'amélioration de la qualité des prêts hypothécaires aux Etats-Unis est un prérequis au renforcement de la stabilité financière. A cet égard, même si elle n'est pas parvenue à reconnaître la responsabilité majeure de la

politique monétaire accommodante d'avant crise de la Réserve fédérale, la Commission d'enquête sur la crise financière (FCIC) a souligné que des taux d'intérêt trop faibles avaient pu contribuer à alimenter la crise immobilière aux États-Unis.

Le traitement du risque systémique, au cœur du projet du *Dodd Frank Act*

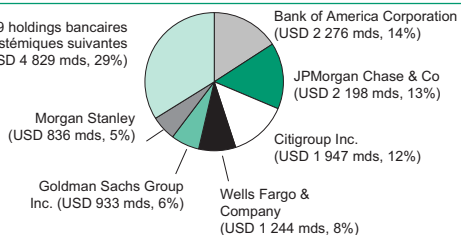
Il s'agit, pour les régulateurs, d'identifier les institutions d'importance systémique, de développer une politique optimale de gestion et de résolution du risque, en s'assurant que cette politique limite les problèmes d'aléa moral inhérents aux garanties publiques et que les coûts de la défaillance d'une institution financière ne soient pas à la charge des contribuables. Tandis que l'identification des holdings bancaires systémiques reposera exclusivement sur leur taille, plusieurs critères seront retenus pour la désignation des institutions financières systémiques non bancaires.

En conférant un poids prépondérant au critère de la taille pour la désignation des institutions financières systémiques, la loi *Dodd Frank* manque, en partie, sa cible

Le *Dodd Frank Act* (section 115) prescrit que le caractère systémique d'une société de portefeuille bancaire (*Bank Holding Company*) doit être apprécié sur le seul critère de sa taille : une BHC est jugée d'importance systémique dès lors que son total bilan, sur base consolidée, excède 50 milliards de dollars. Sous cette définition, la liste des holdings bancaires systémiques se dressait, à la fin mars 2011, à 35 établissements. Leurs bilans représentaient près de 85% des actifs agrégés des banques américaines (banques commerciales, *savings institutions* et *credit unions*) (cf. graphique 1).

Cette règle de désignation paraît, pour le moins, injustifiée et arbitraire. Premièrement, le critère de taille ne renseigne pas sur le caractère plus ou moins risqué des institutions (Thomson, 2009). Au contraire, une taille plus grande peut s'accompagner d'une plus importante diversification des risques (Demetz et Strahan, 1997) et réduire la probabilité idiosyncrasique des établissements à faire défaut (Craig et Santos, 1997, Demetz et

Taille de bilan des BHC systémiques en % des actifs agrégés des banques américaines traditionnelles (au 31/03/2011)



Note : les banques "traditionnelles" désignent les banques commerciales, *savings institutions* et *credit unions*

Graphique 1

Sources : FFIEC, Réserve fédérale, BNP Paribas

Strahan, 1995, Demine et Schoenmaker, 2010, Hugues, Lang, Mester et Moon, 1999). La crise financière récente a, ainsi, pu démontrer la plus grande résilience aux chocs du modèle de banque universelle équilibré tandis que des institutions individuelles de taille modeste mais exposées collectivement au même risque (tels que les fonds monétaires, *Money Market Mutual Funds MMMF*⁵) constituaient des poches de risque systémique substantielles. Deuxièmement, le niveau du seuil retenu conduit à une liste de banques relativement longue, or le risque d'aléa moral associé à cette désignation ne doit pas être sous-estimé, les établissements jugés systémiques sur la base de leur taille devenant de fait "too big to fail". Certes, les BHC systémiques seront soumises à des contraintes supplémentaires, mais on peut craindre que les exigences prudentielles minimales, imposées aux banques non listées, soient bien moindres que celles appliquées en Europe ou en Asie. Troisièmement, le caractère « automatique » de la désignation paraît arbitraire (le bilan de Marshall & Isley Corp s'élevait à 49,7 milliards au 31 mars 2011 contre 50,9 milliards de dollars au 31 décembre 2010) et risque de mener à une sélection adverse contre-productive, en incitant les banques, proches du seuil ou n'ayant pas le statut de BHC, à éviter d'être désignées jusqu'au moment où de graves difficultés se présentent à elles, à l'instar de Goldman Sachs et Morgan Stanley en septembre 2008⁶. Enfin, le fait de ne retenir que le critère de la taille pose le risque d'un transfert d'une partie des activités risquées du système bancaire régulé vers le *shadow banking system*.

L'une des avancées du DFA réside dans l'élargissement de la liste des institutions financières⁷ d'importance systémique à la sphère non bancaire (section 113 du DFA, proposition de règle du FSOC du

26 janvier 2011). Le périmètre retenu pourrait être relativement large (*hedge funds*, *mutual funds*, fonds de capital investissement, compagnies d'assurance). Rappelons que des établissements tels que Bear Stearns, Lehman Brothers ou Merrill Lynch n'avaient pas le statut de *Bank Holding Company*. Les trois premiers critères de désignation proposés par le FSOC (taille, absence de substitut pour les services ou produits offerts par l'institution, interconnexion avec les autres institutions financières) visent à évaluer l'incidence potentielle qu'aurait la défaillance de l'établissement sur la stabilité financière et l'économie. Les trois suivants (endettement de l'institution, risque de liquidité et adéquation des maturités au sein du bilan, existence d'un cadre de régulation adapté) mesurent la probabilité que l'établissement fasse défaut. La surveillance des institutions financières non bancaires désignées comme systémiques par le FSOC sera confiée à la nouvelle direction créée au sein de la Réserve fédérale, le *Financial Institution Supervision Group*.

L'incidence du degré de diversification et de dépendance aux refinancements courts ou encore du niveau de complexité des établissements sur leur vulnérabilité semble sous-estimée. Les variables bilancielles et les seuils permettant d'établir le caractère systémique d'une institution n'ont pas, pour le moment, été précisés. Leur choix sera déterminant. L'opacité relative des interconnexions entre institutions financières et la mesure du risque de contagion constituent, notamment, des défis. Le caractère liquide des actifs est également difficile à apprécier : par exemple, si une part importante des portefeuilles des *hedge funds* est susceptible d'être liquidée en quelques jours lorsque les conditions de marché sont normales, la situation peut se détériorer dans un contexte plus défavorable (Acharya, Cooley, Richardson et Walter, 2010). Il est, toutefois, prévu de soumettre, chaque année, les institutions systémiques à des tests de résistance.

Des contraintes supplémentaires sont envisagées pour les institutions systémiques

Les régulateurs prévoient de renforcer la régulation et la supervision des institutions susceptibles de poser un risque systémique (les holdings bancaires dont le bilan consolidé excède 50 milliards de dollars et les institutions financières non bancaires supervisées par la Fed). D'abord, le Dodd Frank Act prescrit que les

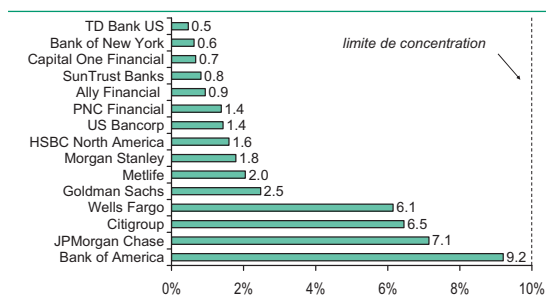
standards prudeniels (exigences en matière de capital réglementaire, capital contingent, levier financier, liquidité, maturité de la dette) de tels établissements soient renforcés (section 165 du DFA). Alors que les difficultés techniques d'application du DFA, de nature à en retarder la mise en œuvre, sont de plus en plus critiquées, la Fed a annoncé que la surcharge en fonds propres requise pourrait être précisée dès cet été - pour une mise en œuvre effective à partir de janvier 2012 (indépendamment du calendrier du G20, lequel devrait émettre ses recommandations sur le sujet en novembre prochain). Le gouverneur de la Réserve fédérale a évoqué, début juin, la possibilité de fixer cette surcharge à plus de 20% des ratios bâlois. Ces exigences pourraient être défavorables au financement de l'économie. Certains travaux empiriques soulignent, en effet, que, compte tenu du coût associé à la levée de fonds propres, un choc exogène qui réduit la taille du matelas de fonds propres excédentaires, en élevant la cible réglementaire ou en affaiblissant la solvabilité des banques, est susceptible de peser sur les volumes de prêts consentis et d'élever le coût du crédit (Kashyap, Stein et Hanson, 2010).

Les institutions systémiques sont, également, invitées à rédiger des plans de démantèlement (section 165 du DFA, proposition de règle de la Fed et du FDIC du 22 avril 2011). Le projet prévoit que ces testaments bancaires, révisés chaque année, intègrent des explications sur la structure du groupe (gouvernance et actionnariat, qualité des actifs et passifs, contreparties majeures) et les mesures facilitant sa liquidation ordonnée dans l'éventualité où il serait proche d'un défaut. Ces institutions doivent, en outre, fournir trimestriellement aux régulateurs un rapport sur l'exposition globale de leur groupe au risque de crédit. Ce rapport doit identifier la nature et l'importance des expositions de l'établissement vis-à-vis d'autres institutions de taille « significative »⁸ et de ces dernières vis-à-vis de l'établissement.

Enfin, le DFA (section 622, étude et proposition de règle du FSOC des 17 janvier 2011 et 8 février 2011) établit une limite à la concentration de certains établissements financiers américains (BHC, institutions de dépôts, *savings institutions*, institutions financières non bancaires systémiques). Dans le cadre d'une opération de fusion/acquisition, la société nouvellement créée ne doit pas représenter plus de 10% des passifs consolidés agrégés de l'ensemble des institutions financières (moyenne des deux exercices annuels précédant l'opération), définis comme la différence entre

les actifs pondérés des risques et le capital réglementaire total, à moins que la société cible ne soit en défaut ou en danger de l'être ou que l'opération soit menée avec l'assistance du FDIC. Sans surprise, la règle limitera plus particulièrement les possibilités de croissance externe des quatre plus grandes banques américaines (cf. graphique 2).

Passifs des principales BHC en % des passifs agrégés des institutions financières (au 31/12/2009)



Graphique 2 Sources : Bankscope, Réserve fédérale, BNP Paribas

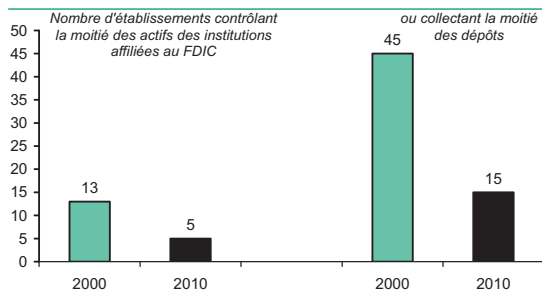
Note : La FED a estimé que les passifs des institutions financières soumises à la limite de concentration s'élevaient à USD 14 300 mds à la fin 2009.

Cette règle vise à réduire les risques liés à une trop forte concentration des actifs et à faciliter les conditions de gestion, de supervision et de résolution des établissements. Il s'agit aussi d'inciter les banques à réorienter leurs portefeuilles d'actifs vers des activités moins risquées ou à renforcer leurs fonds propres. Compte tenu du poids prépondérant des dépôts dans les bilans des quatre plus grandes banques américaines (les dépôts représentaient, en moyenne, près de 50% des passifs hors dérivés de Bank of America, JP Morgan, Citigroup et Wells Fargo à la fin 2010), cette contrainte est finalement assez proche de la limite de concentration des dépôts bancaires imposée par le *Riegle-Neal Act* de 1994. Le périmètre de consolidation des bilans est différencié selon la nationalité de l'acquéreur. La limite de concentration s'applique aux bilans consolidés des établissements américains tandis que seuls les passifs des opérations américaines des institutions financières étrangères présentes aux Etats-Unis sont pris en compte. Un grand établissement étranger, peu présent aux Etats-Unis, pourra ainsi acquérir un grand établissement américain tandis que l'inverse sera interdit. Cette disparité pourrait élever le degré de pénétration étrangère aux Etats-Unis.

La pertinence de la règle doit être relativisée à deux égards. Premièrement, elle est redondante, pour les établissements jugés systémiques, avec l'imposition

d'une surcharge en capital réglementaire, laquelle élèvera mécaniquement leur solvabilité relativement à celle des autres établissements. Il semble, à cet égard, assez surprenant que l'identification des grandes institutions financières se fonde sur des paramètres appréciant la taille, l'exposition aux risques et la solvabilité, tandis que la désignation des holdings bancaires systémiques ne s'attache qu'au seul critère de la taille. Deuxièmement, si la crise financière s'est accompagnée d'un vaste mouvement de concentration du système financier américain (cf. graphique 3), une part non négligeable des opérations de fusion/acquisition a été assistée par le FDIC et/ou motivée par le souci de ne pas laisser faillir des établissements en difficulté.

Concentration du système bancaire américain



Graphique 3 Source : FDIC

Une procédure de faillite ordonnée pour limiter l'aléa moral inhérent au caractère « too big to fail »

L'établissement d'une procédure de liquidation ordonnée des institutions financières « couvertes » (CFC) (titre II du DFA, proposition de règle du FDIC du 25 janvier 2011) vise à contenir le risque systémique lié au défaut d'un établissement et à protéger les contribuables. En amont, il s'agit d'éclaircir les modalités de couverture des pertes par les actionnaires et créanciers afin d'imposer une discipline de marché et contrarier la garantie implicite qu'octroie le statut d'institution financière « too big to fail » ou « too interconnected to fail ». La tâche s'annonce particulièrement délicate pour les établissements les plus interconnectés et/ou pour ceux proposant des services ou produits pour lesquels il n'existe pas de substituts.

Le déclenchement de la procédure de liquidation ordonnée devra recevoir l'agrément du Trésor et de la

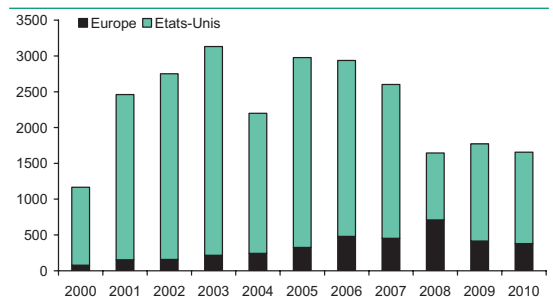
Fed. La faillite de l'établissement devra être jugée imminente et les formalités du chapitre 7 de la loi américaine sur les faillites (*Bankruptcy Code*) inadaptées pour contenir le risque de contagion. L'opération de liquidation sera confiée au FDIC, qui exerce déjà cette mission pour les établissements de taille modeste habilités à recevoir des dépôts. La procédure doit être en mesure de garantir la continuité des services financiers fondamentaux dans l'intérêt de la clientèle non financière et afin d'éviter la contagion à l'ensemble du secteur financier. Le FDIC sera habilité à transférer les actifs liquidés vers un autre établissement ou vers une banque relais (*bridge financial company*). Afin de prévenir tout *run* bancaire, le fonds de garantie pourra mettre en place des mécanismes de garantie des actifs et des dettes, mais sous des conditions très restrictives (vote au 2/3 du conseil d'administration du FDIC, approbation du Trésor et du Congrès). Afin de financer les opérations de démantèlement et de capitaliser la banque relais, le FDIC sera autorisé à emprunter des fonds auprès du Trésor. Les modalités d'indemnisation des créanciers ont été clarifiées ainsi que leur ordre de priorité⁹. Le projet de loi prévoit que le montant des dettes qui ne pourra être couvert par la vente des actifs de l'institution défaillante devra l'être par les actionnaires, les créanciers subordonnés puis par les détenteurs de dettes seniors non garanties. Le texte prévoit, également, les conditions de saisie d'une partie des rémunérations passées (jusqu'à 2 ans) des cadres dirigeants, considérés comme responsables des difficultés rencontrées par l'institution, afin de couvrir les fonds publics mis à disposition par le Trésor. Une contribution *ex-post* des institutions financières systémiques pourra également être requise.

Cette procédure suscite plusieurs réserves. D'une part, au-delà du problème d'aléa moral associé à l'existence d'un fonds de résolution, la mutualisation *ex-post* des pertes au sein du système financier risque d'inciter à des comportements de passager clandestin, d'autant que les standards prudentiels des institutions bancaires demeurent plus contraignants que ceux des établissements non bancaires. Ce dispositif semble, en outre, incohérent avec la constitution de matelas de fonds propres contracycliques, lesquels seraient dédiés, en période de crise, à la couverture des pertes des établissements les plus fragiles (et potentiellement de ceux ayant pris le plus de risque) plutôt qu'à la préservation de la solvabilité des établissements

prudents. D'autre part, la gestion appropriée des délais de mise en œuvre d'une liquidation ordonnée sera déterminante pour éviter la réalisation d'anticipations auto-réalisatrices. L'anticipation d'une procédure administrative de restructuration ou de liquidation peut contribuer à une baisse du cours des actions (et inciter les détenteurs de dette non sécurisée à céder leurs positions sur le marché secondaire), dégradant la solvabilité de l'établissement et déclenchant effectivement la procédure.

La participation potentielle des créanciers à la restructuration ou la recapitalisation des institutions en difficulté, *via* l'application d'une décote (*bail-in*) sur la valeur de la dette non sécurisée ou la conversion d'une partie des titres en fonds propres, sont de nature à soutenir le développement d'un marché des *covered bonds* aux Etats-Unis. Les obligations sécurisées constitueraient une nouvelle forme de refinancement bancaire à long terme au moment où le marché de la titrisation peine à redémarrer (cf. graphique 4) et où l'avenir des agences hypothécaires, Fannie Mae et Freddie Mac, n'est pas encore fixé. En 2010, plus de 33 milliards de dollars d'obligations sécurisées ont été placés auprès d'investisseurs privés, principalement par des émetteurs canadiens et européens (en vue des nouvelles exigences bâloises en matière de liquidité) (cf. graphique 5, page 34). Les craintes exprimées par le FDIC de ne pas avoir accès, en cas de faillite d'une banque, aux actifs utilisés comme collatéraux des obligations sécurisées pourraient, toutefois, contrarier le désir d'établir un cadre légal à l'émission de *covered bonds* aux Etats-Unis (un nouveau projet de loi a été présenté en ce sens à la Chambre des Représentants début mars).

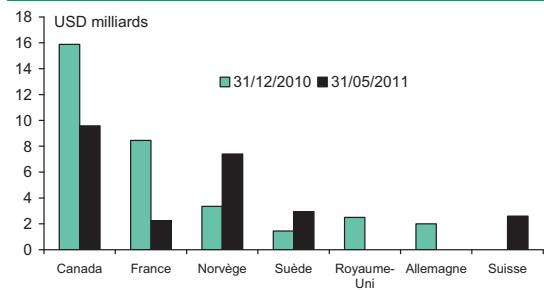
Repli des émissions de produits titrisés sur le marché primaire, en milliards d'euros



Graphique 4

Source : AFME

Emissions d'obligations sécurisées libellées en US dollars
(par nationalité de l'émetteur)



Graphique 5

Source : Bloomberg

L'encadrement des activités bancaires, tel que la règle Volcker, risque d'encourager le transfert d'activités risquées vers le système bancaire non régulé

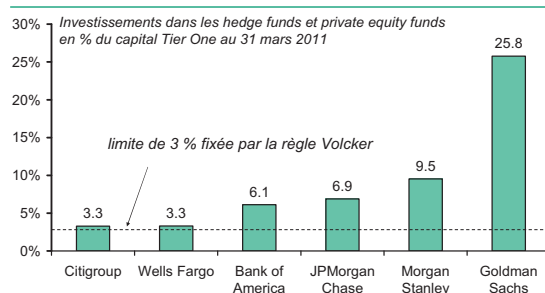
Certaines dispositions du *Dodd Frank Act* visent à accroître la transparence des marchés (par exemple, des marchés de dérivés) et à améliorer la discipline de marché (règle Volcker).

La règle Volcker (section 619 du DFA) vise à séparer certaines activités risquées de celles couvertes par les garanties publiques, dans l'esprit du *Glass Steagall Act*. Le texte interdit aux établissements bénéficiant d'un soutien public (garantie des dépôts du FDIC, accès à la liquidité de la Réserve fédérale), tels que ceux habilités à recevoir des dépôts ou les holdings bancaires, d'effectuer des opérations de *trading* pour compte propre, lorsque ces opérations ne sont ni réalisées pour couvrir des transactions menées pour le compte de leurs clients ni à titre de teneurs de marché (en particulier pour animer le marché des titres publics comme les US *treasuries* ou titres des agences). Le FSOC a émis ses recommandations pour la distinction des opérations de *proprietary trading* qui doivent être interdites de celles, nécessaires au bon fonctionnement des marchés, qui doivent demeurer autorisées (étude du FSOC du 20 janvier 2011). Les investissements et le *sponsoring* des banques dans les *hedge funds* et fonds de *private equity* sont, en outre, plafonnés à concurrence de 3% du capital des fonds et 3% du capital Tier one des banques. Le délai de mise en conformité a été fixé à deux ans après adoption des règles définitives (prévue d'ici à juillet 2012), prorogeable annuellement pendant trois ans maximum (règle finale de la Fed du 14 février 2011). Cet ensemble de contraintes doit permettre de réduire la

complexité des établissements afin d'en faciliter le démantèlement (*resolution*) et de protéger les contribuables.

Bien que l'obligation de mise en conformité avec la règle Volcker ne doive pas intervenir avant 2014 (et que le renforcement des contraintes réglementaires en capital liées à ce type d'investissement devrait être étalé dans le temps), les grandes banques américaines l'ont devancée, en engageant leur retrait de certaines activités (cf. tableau). Si le caractère contraignant de la première mesure demeure difficile à évaluer, tant la frontière entre les activités interdites et celles autorisées par la règle Volcker est ténue, la limite d'investissement dans les *hedge funds* et *private equity funds* devrait principalement pénaliser Goldman Sachs. Nous estimons qu'au 31 mars 2011, les expositions de quatre des six grandes banques américaines aux fonds alternatifs et de capital investissement excédaient encore de 3 à 23 points de pourcentage la limite fixée par la règle Volcker (cf. graphique 6).

La règle Volcker est plus pénalisante pour Goldman Sachs



Graphique 6

Sources : Communiqués des banques, BNP Paribas

La règle Volcker présente trois limites majeures. D'abord, à défaut d'une clarification du périmètre des activités illicites, son application pourrait être contrariée par des conflits juridiques. Elle risque, de surcroît, de créer des opportunités d'arbitrage réglementaire tant l'évaluation des investissements des banques dans les *hedge funds* est délicate. Ceux-ci sont majoritairement comptabilisés comme des actifs illiquides, de niveau 3 (actifs dont la juste valeur est déterminée à partir de modèles théoriques fondés sur des paramètres inobservables), lesquels représentaient, à la fin mars 2011, encore plus de la moitié des fonds propres de Goldman Sachs, JP Morgan et Morgan Stanley (cf. graphique 7). Enfin, la règle Volcker pourrait se traduire par un transfert de risques de la sphère bancaire vers

Désengagement des activités visées par la règle Volcker

Banques	Cessions et réorganisations d'activités (réalisées ou prévues).
Goldman Sachs	A démantelé deux <i>hedge funds</i> , Principal Strategies Unit à l'automne 2010, puis Global Macro Proprietary Trading en février 2011. Ne devrait pas, en revanche, se séparer du Special Situations Group, spécialisé dans les prêts et titres de créances à long terme. Cette unité appartient à la division Investing & Lending qui a généré 2,7 milliards de dollars de produit net bancaire au premier trimestre 2011 (+37% en g.a.) soit 22,7% du PNB de Goldman Sachs (6% des actifs totaux du groupe).
Bank of America	S'est séparée en août 2010 d'un premier fonds spécialisé en capital investissement, BACI (1,5 milliards de dollars d'actifs, 23% du portefeuille de <i>private equity</i> de Bank of America au 30 juin 2010), renommé Ridgmont Equity Partners. A annoncé, en avril dernier, sa décision de se séparer de BAML Capital Partners (5 milliards de dollars d'actifs).
JPMorgan	Prévoit de déplacer certaines de ses activités pour compte propre au sein de sa division de gestion d'actif. Trois <i>hedge funds</i> , spécialisés respectivement dans les marchés émergents, les titres de dette et les titres de capital, seraient créés et, par la suite, ouverts aux investisseurs.
Morgan Stanley	A annoncé, début mars, être parvenu à un accord avec les dirigeants de son <i>hedge fund</i> , FrontPoint, pour le rachat d'une majorité des parts du capital détenues. Prévoit la conversion d'une unité de <i>proprietary trading</i> , Process Driven Trading, en société de conseil indépendante et Equity Trading Lab en " <i>electronic client-trading unit</i> ".
Citigroup	A fermé, début juin, Quantitative Strategies (USD 400 millions d'actifs sous gestion), un <i>hedge fund</i> spécialisé dans le <i>trading</i> pour compte propre.

Tableau

Sources : Communiqués des banques

des structures moins régulées. Ce risque se pose avec d'autant plus d'acuité que l'attention portée aux grandes institutions systémiques incitera, sans doute, à la création d'entités plus petites, susceptibles d'échapper à la surveillance des régulateurs.

Shadow banking, shadow risk

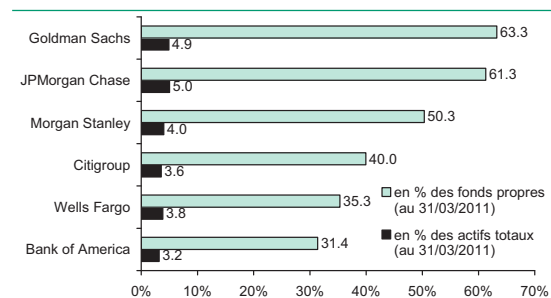
Toute norme prudentielle implique, par nature, un risque d'arbitrage réglementaire. Celles contenues dans le *Dodd Frank Act* y sont d'autant plus exposées qu'elles incitent au transfert d'activités risquées vers des entités peu régulées et qu'elles laissent hors du champ de la loi certains des acteurs et instruments indiscutablement identifiés comme vecteurs de propagation de la crise financière.

Le *shadow banking*, au programme du G20 de l'automne prochain

S'appuyant sur une analyse de la Réserve fédérale de New York (*staff report* n°458), le Conseil de stabilité

financière (FSB) a proposé, dans une note publiée en avril dernier, de définir le *shadow banking system*, à travers sa fonction économique, comme « un système d'intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités hors du système bancaire traditionnel, et qui soulève des craintes de risque systémique – en particulier en termes de transformation des maturités/liquidités, de levier et de transfert du risque de crédit imparfait – et/ou des craintes d'arbitrage réglementaire ». En marge des banques traditionnelles,

Les actifs de niveau 3 représentent plus de la moitié des fonds propres de Morgan Stanley, JP Morgan et Goldman Sachs



Graphique 7

Sources : Bloomberg, BNP Paribas

les *shadow banks* permettent une distribution du crédit et offrent aux établissements bancaires des sources alternatives de financement. Elles sont intégrées verticalement le long d'une chaîne d'intermédiation, parfois longue, et sont utilisatrices d'un éventail d'instruments de titrisation et de financements courts (émission de produits structurés, opérations de mises en pension livrée ou *repo*)¹⁰. Elles échappent, toutefois, à la régulation bancaire et ne bénéficient pas d'une garantie publique, qu'elle soit explicite (dispositif de garantie des dépôts du FDIC) ou implicite (fenêtre de refinancement de la Réserve fédérale).

Il peut s'agir d'intervenants sur les marchés primaire (*loan originators*) et secondaire des prêts, notamment les entités qui structurent des portefeuilles de prêts en titres de moyen ou long terme (ABS, CDO), tels que les véhicules de titrisation ou les *Government Sponsored Enterprises*, à destination des investisseurs. Le *shadow banking system* englobe également les investisseurs auprès desquels les intervenants des marchés secondaires se financent à court (tels les *Money Market Mutual Funds*, MMMF) ou long terme (*hedge funds*). Les entités qui ne font pas partie d'une chaîne parallèle d'intermédiation du crédit mais qui la facilitent, comme les agences de notation et les rehausseurs de crédit, contribuent également au fonctionnement du *shadow banking* selon le FSB.

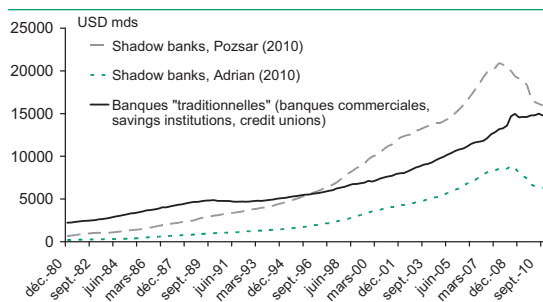
Le FSB devrait faire ses recommandations en matière de régulation et de supervision du *shadow banking system* lors de sa séance plénière de juillet avant de les soumettre au G20 à l'automne prochain. Quatre pistes sont évoquées : une régulation indirecte à travers les banques, une régulation directe par type d'acteur, une régulation directe par type d'activité, des mesures macro-prudentielles.

Aux Etats-Unis, la taille des *shadow banks* excède celle des banques commerciales

Il n'existe pas de mesure communément admise du *shadow banking* et de son poids dans le financement de l'économie. Selon la définition de Pozsar, Adrian, Ashcraft et Boesky (2010), qui fait actuellement référence, la taille « brute » des acteurs du *shadow banking* excède depuis le milieu des années 1990 celle des banques « traditionnelles ». Elle s'élevait, à la fin de l'année 2010, à près de 16 000 milliards de dollars contre 13 000 milliards pour les seules banques commerciales (cf. graphique 8). Adrian, Moench et Shin (2010) ont proposé une mesure plus restrictive du

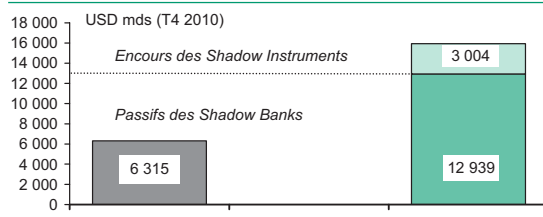
shadow banking, laquelle s'apparente à une mesure « nette » puisqu'ils retiennent les passifs de *shadow banks* mais excluent les encours des instruments de refinancement tels que les papiers commerciaux adossés à des actifs (ABCP) ou les opérations de mise en pension livrée (*repo*) (cf. graphique 9). La crise financière récente a, néanmoins, révélé que les relations imbriquées des institutions régulées et non régulées ont conduit les *shadow banks* à exposer le système financier à une accumulation de risques et de pertes au-delà de leurs seuls passifs.

Evolution du shadow banking aux Etats-Unis



Graphique 8 Sources : Réserve fédérale, Adrian (2010), Pozsar (2010)

Méthodes proposées pour mesurer le shadow banking



(1) *Shadow banks* : Issuers of ABS, Funding corporations, Finance companies.
 (2) *Shadow banks* : Issuers of ABS, MMMF, GSEs, Agency- and GSE-backed mortgage pools. *Shadow instruments* : Open market paper, Federal funds and security repurchase agreements, Net securities loaned.

Graphique 9 Source : Réserve fédérale (Flow of funds)

Au-delà de la définition de son périmètre, la disponibilité des données sur les éléments constitutifs du *shadow banking* demeure parcellaire, de sorte que sa taille réelle pourrait être plus importante encore. La visibilité du marché *repo* est, notamment, particulièrement brouillée. Seules les transactions *repo* effectuées par 18 banques et courtiers spécialistes en valeurs du Trésor (*primary dealers*) et celles correspondant aux transactions tripartites sont comptabilisées dans les statistiques de la Réserve fédérale. Aucune donnée sur le marché *repo* bilatéral n'est en revanche disponible. La Banque des

Règlements Internationaux estimait l'encours des transactions *repo* à environ 10 000 milliards de dollars en 2007 tandis que Gorton (2009a et 2009b) évaluait la taille de ce marché à 12 000 milliards.

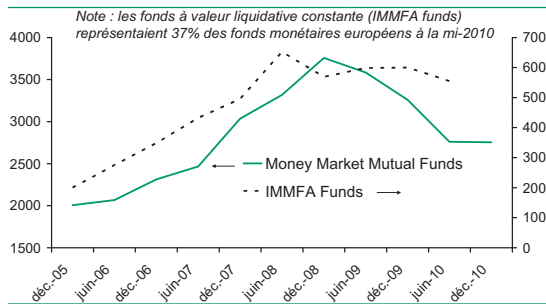
Le *shadow banking* porte un risque systémique

La crise financière a révélé que le *shadow banking system* exposait le système financier à un risque systémique :

- en termes de transformation des maturités/liquidités

Les *shadow banks* se refinancent à l'aide d'instruments comparables à des dépôts, de maturité courte et très liquides tels que les ABCP, *repos* et *money fund investments* mais qui, contrairement aux dépôts bancaires, ne bénéficient pas d'une garantie explicite. Compte tenu des volumes d'instruments en circulation, les *run* sur les passifs des *shadow banks* ont mis à mal la stabilité du système financier. Le Reserve Primary Fund, l'un des principaux fonds monétaires américains (MMMF), très exposé à Lehman Brothers, n'a pas été en mesure, le 16 septembre 2008, de maintenir sa valeur liquidative constante. Cela a conduit à un *run* sur les fonds monétaires¹¹ et asséché le marché des papiers commerciaux que les MMMF alimentaient en liquidités (cf. graphique 10).

Les fonds monétaires à valeur liquidative constante aux Etats-Unis et en Europe (USD mds)



- en termes de levier

Le recours à des financements collatéralisés, tels que le *repo* et la titrisation, élève le levier financier mais également la procyclicité en exposant les institutions à des ventes d'actifs d'urgence (Shleifer et Vishny, 2011) et à un désendettement brutal lorsque la défiance se propage sur les marchés. Les incertitudes concernant la qualité des collatéraux des opérations de *repo* ont élevé

les *haircuts* sur la valeur des titres utilisés comme collatéraux et rendu nécessaire l'obtention de liquidités par des ventes massives de titres de meilleure qualité (Gorton, 2009a).

- en termes de transfert du risque imparfait

Le FSB souligne les relations étroites qu'entretiennent la finance régulière américaine et le *shadow banking*, soit que les banques elles-mêmes ou une entité qu'elles détiennent soient parties prenantes du *shadow banking*, soit que les banques apportent leur soutien à certains maillons non régulés, soit qu'elles en souscrivent les produits (par exemple, auprès des *money market mutual funds*), soit qu'elles soient exposées à des risques communs (par exemple sur les marchés des dérivés). Cela rend difficile la distinction entre le risque systémique émanant exclusivement du secteur bancaire et celui venant du *shadow banking*, les deux se nourrissant mutuellement. L'interconnexion des deux systèmes peut, ainsi, exacerber le caractère procyclique du renforcement du levier financier, élever les risques de bulle d'actifs, notamment lorsque les entités régulées et non régulées investissent sur les mêmes actifs, et amplifier les phénomènes de contagion lorsque la liquidité est rare.

- en termes d'arbitrage réglementaire

Le risque d'arbitrage réglementaire, qui verrait les banques transférer une partie de leurs activités vers le secteur non régulé, existe dès lors que le *shadow banking* peut opérer sans internaliser le coût réel de ses risques (Acharya et alii., 2010). La maturité relativement courte (moins d'un an) des lignes de liquidité accordées par les banques américaines aux structures de hors bilan leur permettait ainsi d'exploiter une lacune de la réglementation prudentielle (d'autant que, compte tenu de ces garanties de soutien, les actifs des véhicules bénéficiaient des meilleures notations).

La SEC est chargée de réguler des éléments épars du *shadow banking*

Le *Dodd Frank Act* confie à la SEC la supervision de certains des éléments constitutifs du *shadow banking system* (élargissement du contrôle fédéral des fonds alternatifs et des fonds de capital investissement, encadrement de l'activité des agences de notation, exigences de transparence des documents contractuels des émetteurs d'ABS et de rétention du risque de crédit).

Les *hedge funds* et les fonds de *private equity* dont les actifs sous gestion excèdent respectivement 100 millions et 150 millions de dollars devront s'enregistrer auprès de la SEC et lui communiquer un ensemble d'informations en lien avec leur exposition aux risques (en deçà des seuils indiqués, la supervision des fonds relèvera de la compétence des régulateurs étatiques). Les fonds désignés par le FSOC comme de grandes institutions d'importance systémique seront supervisés par la Fed. Nous ne disposons pas de statistiques très fines sur la structure de l'industrie des fonds alternatifs. Le dernier rapport de TheCityUK révèle, toutefois, que les 100 plus gros *hedge funds* dans le monde géraient, en 2010, 70% des actifs de l'industrie, lesquels étaient évalués à 1 920 milliards de dollars, et les 9450 *hedge funds* suivants les 30% résiduels (soit 60 millions de dollars en moyenne) (cf. graphique 11). D'après les données de Lipper Tass, le seuil d'enregistrement fixé par la loi aurait exclu 82% des *hedge funds* à la fin 2009. Elles indiquent également que 56% des *hedge funds* américains géraient moins de 25 millions de dollars dont 25% moins de 10 millions de dollars. L'alourdissement des charges de gestion lié à l'effort de transparence du secteur pourrait être une barrière à l'entrée de nouveaux *hedge funds* et conduire à une consolidation du secteur. L'interdiction des activités de *trading* pour compte propre et le plafond d'engagement fixé par la règle Volcker devraient, toutefois, offrir à la gestion alternative de nouvelles opportunités. D'autant que l'accent placé sur la supervision des plus grands fonds (par la SEC ou la Fed) serait de nature à inciter à la constitution d'entités plus modestes, hors du champ de vision des régulateurs.

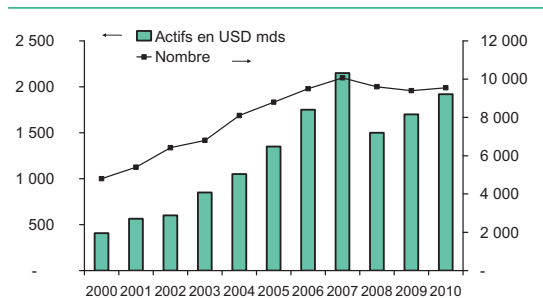
La SEC est, en outre, chargée d'améliorer la gouvernance des agences de notation (prévention des conflits d'intérêts, contrôles internes, établissement de bonnes pratiques, évaluation périodique des analystes, plus grande transparence des méthodologies). Des mécanismes alternatifs à l'utilisation des notations externes sont aussi à l'étude (section 939 du DFA, proposition de règle de la SEC du 6 mai 2011 notamment). Un large pan du DFA est, également, dédié à la régulation des marchés des dérivés (limites de position, respect des appels de marges et de titres en collatéral des produits dérivés, centralisation des opérations dans des chambres de compensation, *reporting* transparent sur les volumes et prix).

Des exceptions importantes à la règle de rétention du risque de crédit pour les émetteurs d'ABS

La SEC a publié une règle définitive visant à améliorer la transparence des informations fournies aux investisseurs par les émetteurs de titres adossés à des actifs (ABS) (mise en œuvre effective depuis le mois d'avril pour une pleine application à compter du 31 décembre 2011) (section 945 du DFA, règle finale de la SEC du 25 janvier 2011). La difficulté à définir des règles précises et la remise en cause des références aux notations externes seraient, cependant, de nature à contrarier la réduction des asymétries informationnelles. Si les émetteurs sont contraints à une divulgation très large des informations collectées, le niveau de détail de l'examen et les critères d'appréciation sont, en effet, laissés au libre arbitre de l'émetteur (risques de crédit et de marché auxquels s'exposent les investisseurs, degré de liquidité du titre). Il est à craindre, dans ce contexte, que cette règle n'améliore pas la transparence des produits les plus complexes.

Conformément aux préconisations du G20, un projet de règle commun à six régulateurs fixe à 5% le seuil minimum de rétention du risque de crédit pour les émetteurs d'ABS¹² (section 941 du DFA, proposition de règle de l'OCC, de la Fed, du FDIC, de la FHFA, de la SEC et du HUD du 29 avril 2011). Cette disposition fait écho à la directive CRD II de l'Union européenne adoptée en septembre 2009 et mise en œuvre depuis décembre 2010. La règle s'applique aux sponsors des véhicules de titrisation et non aux originateurs des prêts. Le texte évoque plusieurs modalités de rétention, soit par conservation d'une fraction des ABS émis (rétention dite « verticale » de 5% de chaque tranche d'ABS, conservation « horizontale » de 5% de la tranche d'ABS

La reprise de l'industrie mondiale des hedge funds se confirme



Graphique 11

Source : TheCityUK

la plus subordonnée ; rétention « en L » qui combine les deux modèles précédents), soit par conservation directe de 5% des créances du portefeuille, tirées aléatoirement. Sous certaines conditions, un compte spécifique devra, en outre, être créé au sein du véhicule et alimenté de la différence entre le prix de vente des ABS et la valeur du portefeuille cédé. Ce compte couvrira les premières pertes en cas de défaut et ne pourra être soldé qu'une fois l'ensemble des titres remboursés. Le FSOC est chargé d'évaluer les effets macroéconomiques potentiels de la règle de rétention, notamment sur les prix de l'immobilier.

Cette exigence vise à renforcer la discipline de marché, en imposant aux banques de demeurer exposées aux risques qu'elles transfèrent au marché. Cela aura pour effet d'alourdir leur charge en fonds propres mais d'accroître l'incitation à mieux contrôler les risques. Pour autant, en ne traitant pas la question de la qualité des actifs sous-jacents (ou uniquement à des fins dérogatoires), les effets bénéfiques de cette règle de rétention en matière de stabilité financière ne sont pas assurés. La crise financière a, en effet, révélé que les banques étaient elles-mêmes détentrices d'ABS (généralement de tranches seniors, moins consommatrices en fonds propres) qu'elles utilisaient comme collatéraux pour leurs opérations de mise en pension livrée (*repo*) (Gorton, 2009a). Et plutôt que de prévenir la crise, cela a pu l'amplifier (Acharya *et alii.*, 2010).

Certes, la complexité des produits est telle que la détermination d'un niveau optimal de rétention du risque par classe d'actifs est délicate. Toutefois, un niveau de rétention fixe indépendant du degré de risque sous-jacent, de l'opacité des prêts ou des caractéristiques de la structure de titrisation n'a aucune justification économique. Et ce, alors même que les conditions nécessaires pour se libérer de la contrainte sont prévues.

Les régulateurs américains proposent, en effet, plusieurs exemptions à la contrainte de rétention (extraterritorialité du processus de titrisation, qualité des portefeuilles sous-jacents, présence d'une garantie publique) et à l'interdiction pour les émetteurs d'ABS de se couvrir contre le risque résiduel. Les deux *Government Sponsored Enterprises* (Fannie Mae et Freddie Mac) sont, notamment, exonérées de la règle de rétention, aux motifs qu'elles respectent la limite de rétention en garantissant le paiement du principal et des intérêts sur les titres adossés à des prêts hypothécaires (*Mortgage Backed Securities*) qu'elles émettent et qu'elles bénéficient d'un soutien fédéral. Cette exception

perdura tant que les deux GSEs demeureront sous la tutelle de la Federal Housing Finance Agency (FHFA) (créée en septembre 2008) et que leur solvabilité sera assurée par le Trésor américain. Les titres adossés aux MBS émis et garantis par les deux GSEs sont également exemptés. En 2009, Fannie Mae et Freddie Mac détenaient ou garantissaient près de la moitié des encours de prêts hypothécaires aux Etats-Unis et avaient financé les trois quarts de la production nouvelle. En incluant la part assurée par les agences fédérales, telles que la Federal Housing Administration (FHA), plus de 90% de la production nouvelle de prêts hypothécaires pourraient être exclus de la règle car bénéficiant d'une garantie fédérale. Compte tenu des volumes de prêts hypothécaires titrisés (40% à la fin 2010) et du poids des MBS émis par les agences fédérales américaines dans les émissions totales de produits titrisés aux Etats-Unis (65% de l'encours à la fin 2010 selon les statistiques de l'AFME), cette exclusion est significative. L'exemption des GSEs pourrait, de surcroît, conjuguée à la définition relativement stricte des « prêts qualifiés » qui bénéficieraient d'un régime dérogatoire, contrarier la reprise du marché secondaire privé des prêts hypothécaires, prérequis à la réforme des GSEs.

Marché *repo* et *money market funds* : des propositions de réforme dans les milieux académiques

Certains enseignements de la crise financière n'ont pas été tirés. L'avenir des *Government Sponsored Enterprises* (Fannie Mae et Freddie Mac) n'est pas évoqué dans le *Dodd Frank Act*. A ce sujet, l'administration Obama a publié en mars dernier un rapport appelant à une suppression progressive des GSEs, auxquelles se substitueraient des mécanismes de garantie ciblés, tandis que les Républicains militent en faveur d'un abandon de toute garantie publique sur le marché immobilier. Si la question d'un désengagement de l'Etat n'est pas tranchée, les deux GSEs pourraient, toutefois, être appelées à réduire leur levier financier et à améliorer la qualité de leurs actifs.

L'un des points décevants du DFA est qu'il ne met en place aucun mécanisme pour remédier au risque de *run* sur le *shadow banking*. Aucune proposition n'est, notamment, avancée ni pour encadrer les risques posés par les fonds à valeur liquidative constante américains (*Money Market Mutual Funds*) ni pour prévenir un gel du marché des opérations de mise en pension livrée (*repo*) en cas d'incertitudes concernant la qualité des

collatéraux. Le marché *repo* américain et les *money market funds* (MMMF) demeurent ainsi exposés à un risque important de *run*, lesquels avaient précipité la mise en place de mesures d'urgence spécifiques de la part de la Réserve fédérale en 2008¹³.

Les mesures de renforcement de la réglementation des MMMF (standards plus stricts en termes de maturité des actifs détenus, de liquidité des fonds et de risque de crédit, obligation de rapports mensuels et *stress tests*, autorisation à suspendre les remboursements lorsque le fonds n'est pas en mesure de maintenir sa valeur liquidative constante), adoptées en 2010 par la SEC, réduisent les risques auxquels sont exposés les fonds mais ne répondent, toutefois, pas au risque de *run* systémique. Diverses réflexions sont à l'étude dans les milieux académiques, parmi lesquelles la mise en œuvre d'une régulation comparable à celles des banques en échange d'une assurance des passifs en cas de crise systémique, la création d'une fenêtre de refinancement spécifique, ou encore la conversion des MMMF en fonds à valeur liquidative fluctuante (Acharya *et alii.*, 2010). L'enjeu d'une meilleure régulation des MMMF, pour contenir leur risque systémique, est d'autant plus important que les fonds monétaires américains occupent une place centrale dans l'allocation des ressources des investisseurs américains mais constituent, également, une source importante du financement des banques européennes (la BRI estimait que ces dernières finançaient 1/8^e de leurs bilans auprès des fonds américains à la mi-2008).

Des pistes de réforme du marché des opérations de mise en pension livrées sont également à l'étude. Des exigences en matière de qualité des collatéraux éligibles aux opérations *repo* et de *haircuts* minimum pourraient être mises en place (Kashyap *et alii.*, 2010). Une deuxième option consisterait à créer un système de mécanisme assurantiel des collatéraux utilisés dans le cadre des opérations *repo*, notamment pour les titres les moins risqués comme les tranches *super seniors* des produits titrisés (à l'instar de la garantie des dépôts bancaires, créée dans les années 1930, et qui a permis de mettre un terme aux courses aux dépôts) (Gorton, 2009b). Cette garantie transférerait le risque des contrats de mise en pension des investisseurs vers le gouvernement contre une commission *ex ante*. Une troisième proposition viserait, à l'opposé, à renforcer la discipline de marché en ne permettant qu'un accès partiel au collatéral en cas de défaut de la contrepartie (*automatic stay*) (Roe, 2009). Ce schéma permettrait d'éviter le déclenchement de *fire sales* des titres mis en

pension et inciterait les investisseurs à discriminer entre emprunteurs selon leur degré de risque (en appliquant des *haircuts* plus ou moins élevés). Les investisseurs seraient alors entièrement exposés au risque de la transaction (risques du collatéral et de la contrepartie). Enfin, la création d'un fonds de résolution ordonnée des opérations de mise en pension constitue une autre piste (Acharya *et alii.*, 2010).



La réforme de la régulation financière aux Etats-Unis prévoit de soumettre les institutions financières américaines régulées à un empilement de contraintes redondantes. Si le risque individuel de défaillance des établissements concernés en serait sans aucun doute réduit, leur application pourrait, cependant, porter préjudice à la stabilité financière. Réguler davantage la sphère bancaire sans soumettre le *shadow banking* aux mêmes contraintes crée, en effet, une incitation au déplacement des risques de la première vers le second sans que la stabilité financière en soit renforcée. Un effet contraire à celui recherché est même possible, puisque les activités les plus risquées seront transférées vers de petites entités peu diversifiées, échappant à la surveillance des régulateurs.

Les régulateurs américains ont privilégié un raisonnement en économie fermée et proposé des initiatives à portée nationale. Or, la stabilité financière ne peut s'améliorer en dehors d'un « terrain de jeu équitable ». Compte tenu de l'internationalisation des institutions financières et du caractère global de la finance, l'harmonisation des instruments de gestion et de résolution de crise en constitue, notamment, un ingrédient incontournable.

Achévé de rédiger le 3 juin 2011
celine.choulet@bnpparibas.com

Références

- Acharya, V.V., Cooley, T.F., Richardson, M.P et Walter, I. (eds 2010), *Regulating Wall Street, The Dodd Frank Act and the new architecture of global finance*, New York University Stern, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Adrian, T., Moench, E. et Shin, H.S. (2010), *Financial Intermediation, Asset Prices, and Macroeconomic Dynamics*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n°422.
- Baba, N., McCauley, R.N. et Ramaswamy, S. (2009), *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, mars 2009.
- Craig, B. et Santos, J.C. (1997), *The risk effects of bank acquisitions*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review.
- Demsetz, R.S. et Strahan, P.E. (1995), *Historical patterns and recent changes in the relationship between bank holding company size and risk*, Economic Policy Review, vol.1, n°2.
- Demsetz, R.S. et Strahan, P.E. (1997), *Diversification, size and risk at US bank holding companies*, Journal of Money, Credit and Banking, vol.29, n°3, pp. 300-313.
- Dermine, J. et Schoenmaker D. (2010), *In Banking, is small beautiful?*, Financial Markets, Institutions and Instruments, vol.19, issue n°1.
- Federal Deposit Insurance Corporation, *Orderly Liquidation Authority Provisions of the Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Interim final rule*, January 25, 2011, Federal Register, vol.76, n°16, pp. 4207-4216.
- Federal Deposit Insurance Corporation (2011), *The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act*, FDIC Quarterly, vol.5, n°2.
- Federal Reserve System, *Truth in Lending, Final rule*, September 24, 2010, Federal Register, vol.75, n°185, pp. 58509-58538.
- Federal Reserve System, *Debit card interchange fees and routing, Notice of proposed rulemaking*, December 28, 2010, Federal Register, vol.75, n°248, pp. 81722-81763.
- Federal Reserve System, *Definitions of “predominantly engaged in financial activities” and “significant” nonblank financial company and bank holding company, Notice of proposed rulemaking and request for comment*, February 11, 2011, Federal Register, vol.76, n°29, pp. 7731-7740.
- Federal Reserve System, *Conformance period for entities engaged in prohibited proprietary trading or private equity fund or hedge fund activities, Final rule*, February 14, 2011, Federal Register, vol.76, n°30, pp. 8265-8278.
- Federal Reserve System and Federal Deposit Insurance Corporation, *Resolution plans and credit exposure reports required, Proposed rule, request for public comment*, April 22, 2011, Federal Register, vol.76, n°78, pp. 22648-22662.
- Federal Reserve System, *Regulation Z, Proposed rule, request for public comment*, May 11, 2011, Federal Register, vol.76, n°91, pp. 27390-27506.
- Financial Stability Board (2011), *Shadow Banking: Scoping the issues, A background note of the financial stability board*, 12 april 2011.
- Financial Stability Oversight Council, *Study and recommendations regarding concentration limits on large financial companies*, January 17, 2011.
- Financial Stability Oversight Council, *Study and recommendations on prohibitions on proprietary trading and certain relationships with hedge funds and private equity funds*, January 20, 2011.
- Financial Stability Oversight Council, *Authority to require supervision and regulation of certain nonbank financial companies, Notice of proposed rulemaking*, January 26, 2011, Federal Register, vol.76, n°17, pp. 4555-4567.
- Financial Stability Oversight Council, *Recommendations regarding modifications to the concentration limit on large financial companies, Notice and request for comment*, February 8, 2011, Federal Register, vol.76, n°26, pp. 6756-6757.

- Gorton, G. (2009a), Questions and answers about the financial crisis, Yale and NBER working paper.
- Gorton, G. (2009b), Slapped in the face by the invisible hand: Banking and the panic of 2007, Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, May 11-13.
- Hugues, J.P., Lang, W., Mester, L.J. et Moon, C.-G. (1999), The dollars and the senses of bank consolidation, *Journal of Banking and Finance*, vol.23, issue n°2-3, pp. 291-324.
- Kashyap, A., Stein, J. et Hanson, S. (2010), An analysis of the impact of "substantially heightened" capital requirements on large financial institutions, Working Paper.
- Office of the of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Federal Housing Finance Agency, Securities and Exchange Commission, Department of Housing and Urban development, Credit Risk Retention, Proposed rule, April 29, 2011, *Federal Register*, vol.76, n°83, pp. 24090-24186.
- Pozsar, Z., Adrian, T., Ashcraft, A. et Boesky, H. (2010), Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n°458.
- Roe, M. (2009) End bankruptcy priority for derivatives, repos and swaps, *Financial Times*, December 16.
- Securities and Exchange Commission, Issuer Review of Assets in Offerings of Asset-Backed Securities, Final rule, January 25, 2011, *Federal Register*, vol.76, n°16, pp.4231-4244.
- Securities and Exchange Commission, Removal of Certain References to Credit Ratings Under the Securities Exchange Act of 1934, Proposed rule, May 6, 2011, *Federal Register*, vol.76, n°88, pp.26550-26577.
- Shleifer, A. et Vishny, R. (2011), Fire sales in Finance and Macroeconomics, *Journal of Economic Perspectives*, vol.25, n°1, pp.29-48.
- Thomson, J.B. (2009), On systematically important institution and progressive systemic mitigation, Federal Reserve Bank of Cleveland, Policy discussion paper n°27.

NOTES

¹ Cf. Laurent Quignon : « Bâle 3 n'aura peut-être pas les vertus de la lance d'Achille », *Conjoncture*, mai-juin 2011, publication BNP Paribas.

² Voir Davis Polk (2010), *Regulatory Implementation Slides*.

³ Plusieurs sites internet recensent les travaux accomplis dans la mise en œuvre du Dodd Frank Act (règles proposées et soumises aux commentaires du public, règles finales et notices d'application). Le lecteur pourra notamment se référer au lien suivant : <http://stlouisfed.org/regreformrules/index.aspx>.

⁴ Dans le cadre d'un paiement par carte de débit ou de crédit, des commissions interbancaires sont versées par la banque du commerçant à la banque du consommateur pour dédommager cette dernière des coûts liés à la transaction. Les commissions interbancaires sur les transactions par carte de crédit seraient maintenues à 2% du prix payé.

⁵ Les money market mutual funds sont des organismes de placement collectif qui investissent dans des titres de dette à court terme très liquides (papiers commerciaux, certificats de dépôt, titres du Trésor) et ne comportant qu'un faible risque de crédit. Les sommes placées auprès des MMMF sont disponibles à vue mais, contrairement aux dépôts bancaires, ne bénéficient d'aucune garantie. Les fonds sont soumis à des règles spécifiques en termes de maturité et de liquidité des titres, de qualité du crédit, de concentration. Les MMMF sont basés sur un modèle à valeur liquidative constante et leurs portefeuilles comptabilisés au coût amorti. Des dividendes sont versés mensuellement aux détenteurs de parts afin de maintenir constante la valeur de la part, généralement à un dollar. Lorsque la valeur de marché des portefeuilles de titres excède sa valeur au coût amorti, le fonds est contraint de prendre des mesures correctives, sous peine de procéder à une dévaluation de la part (break the buck).

⁶ Goldman Sachs et Morgan Stanley ont reçu l'autorisation de modifier leur statut de banques d'investissement en holdings bancaires en septembre 2008 et ont pu, à ce titre, bénéficier des liquidités injectées par la Réserve fédérale.

⁷ Selon la définition proposée par le FSOC (le 11 février 2011), une institution dont les activités financières représentent au moins 85% de son chiffre d'affaires ou de son total de bilan est une institution financière.

⁸ Toute institution financière dont les actifs excèdent 50 milliards de dollars est jugée de taille « significative ».

⁹ Selon le FDIC, la liquidation ordonnée de Lehman Brothers (placé sous la protection du Chapitre 11 du Bankruptcy Code en septembre 2008) aurait permis aux créanciers seniors non privilégiés de recouvrer 97% de leurs avoirs contre seulement 21,4% (dernière enquête du 25 janvier 2011).

¹⁰ Le repo consiste à mettre en pension des titres en échange d'un transfert de liquidités (pour une durée relativement courte, généralement une journée) puis de procéder au transfert inverse assorti du versement d'intérêts sur le dépôt de liquidités. Afin de se prémunir d'une baisse de la valeur du collatéral, ou plus généralement d'une asymétrie d'information sur la valorisation des titres pris comme collatéraux, le déposant (prêteur de liquidités) peut imposer que soit appliquée une décote (haircut) sur la valeur faciale du collatéral. Le reverse repo est l'opération observée du point de vue du déposant (de l'acheteur des titres).

¹¹ La comptabilisation au coût amorti ne permet pas de répercuter une baisse de valeur des titres de créance détenus sur la valeur liquidative du fonds, qui se trouve ainsi surévaluée. Les premiers investisseurs à quitter le fonds se font rembourser leurs avoirs à des niveaux trop élevés ce qui lèse les investisseurs qui restent dans le fonds. Il y a ainsi une incitation à quitter le fonds dès que les difficultés se présentent, ce qui augmente le risque de run.

¹² Les produits synthétiques sont exemptés. Au moyen d'une technique de titrisation dite « synthétique », une banque peut transférer le risque associé à un portefeuille de prêts (ou d'obligations) à un SPV (Special Purpose Vehicle) par l'intermédiaire d'un dérivé de crédit (CDS) ou d'une CLN (Credit Linked Note). Seul le risque de crédit afférent aux créances sous-jacentes est transféré, les prêts (ou les obligations) demeurent dans le bilan de la banque « originatrice ».

¹³ Cf. Clemente de Lucia et Jean-Marc Lucas : « BCE et Réserve fédérale : portraits croisés sur fond de crise financière », *Conjoncture*, juin 2010, publication BNP Paribas.

Direction des Etudes Economiques

Philippe d'ARVISENET Chef économiste - Economies OCDE	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Jean-Luc PROUTAT Responsable Economies OCDE	01.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE Conjoncture	01.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
Alexandra ESTIOT Questions structurelles, intégration financière européenne	01.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ZONE EURO, ITALIE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE, IRLANDE Thibault MERCIER	01.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES Caroline NEWHOUSE	01.43.16.95.50	caroline.newhouse@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	delphine.cavalier@bnpparibas.com
Céline CHOLET	01.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Laurent NAHMIAS	01.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com
RISQUES PAYS Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Adjoint Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Hélène DROUOT	01.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
Christine PELTIER	01.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Sylvain BELLEFONTAINE	01.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Valérie PERRACINO-GUERIN	01.42.98.74.26	valerie.perracino@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques		
Alexandre VINCENT	01.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com



Nos publications

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture Taux Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.
- **EcoTV Week**, le rendez-vous hebdomadaire des économistes de BNP Paribas. Dans un format court, de deux minutes, le programme, présenté par un(e) économiste du groupe, passe en revue les événements de la semaine passée à venir. Ces vidéos sont disponibles sur notre site internet, en français et en anglais.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des *Etudes Economiques* de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou diriger après de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquelles elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véacité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker -dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act. © BNP Paribas (2011). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les *Etudes Economiques* – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : www.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Michel Pébereau

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Mai-Juin 2011 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas



BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

La banque d'un monde qui change

economic-research.bnpparibas.com