

## 10 ans après la faillite de Lehman Brothers, le risque systémique a-t-il baissé ?

Dix ans après la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, qui a fait prendre à la crise financière initiée un an plus tôt une envergure systémique, le risque d'une crise de même ampleur a-t-il diminué ? La question est examinée dans cette *Lettre* sous l'angle des établissements systémiques. On les identifie aujourd'hui indéniablement mieux qu'en 2007-2008, mais les identifie-t-on tous ? Leur nombre a-t-il diminué ? Leur bilan s'est-il contracté ? Est-il plus solide ? Leurs interconnexions, sur les marchés interbancaires et les marchés dérivés de produits complexes, se sont-elles réduites ? Certaines réponses sont encourageantes, d'autres le sont moins. De plus, si des corrections sont observées sur certains segments de marché, elles pourraient être contrariées par la normalisation des politiques monétaires. Au final, on se gardera bien d'affirmer que le risque systémique est aujourd'hui moins important qu'il ne l'était avant la crise.

*Are we ready for the next crisis? In some respects, yes.* C'est en ces termes que s'exprimaient dans *The New York Times*, à l'occasion des 10 ans de la faillite de Lehman Brothers, trois acteurs majeurs de la gestion de la crise de 2008 : Ben Bernanke, Timothy Geithner et Henry Paulson<sup>1</sup>. Si leur optimisme tranche avec les mises en garde régulières de Jean-Claude Trichet ou Christine Lagarde qui estiment, au contraire, la situation financière actuelle aussi dangereuse qu'avant la crise, il n'exclut pas implicitement l'éventualité d'une prochaine crise. Lorsque celle-ci surviendra, quel est donc le risque qu'elle soit, comme la précédente, d'envergure systémique ?

On identifie mieux aujourd'hui les établissements qui font courir un tel risque et c'est un progrès indéniable. La gestion de la crise aurait été différente si, à l'annonce de la déclaration de faillite de Lehman Brothers, le Trésor américain avait été prévenu par les autorités prudentielles qu'il s'agissait d'un établissement systémique, dont la chute entraînerait beaucoup d'autres. Sa décision aurait sans doute alors été soit de ne pas laisser tomber cet établissement, soit de faciliter sa reprise par un autre comme cela avait été le cas pour Bear Stearns par exemple, ou bien encore d'organiser son démantèlement comme le prévoient aujourd'hui les dispositifs de

résolution (Union bancaire, Dodd-Frank, ...). La « systémicité » de Lehman tenait alors moins à sa taille (639 milliards de dollars selon les documents officiels de faillite, 42<sup>ème</sup> plus grande banque mondiale) qu'à ses interconnexions avec les autres établissements bancaires et financiers du monde entier<sup>2</sup>, et à la complexité de ses activités de banque d'investissement sur les marchés de titres et les marchés dérivés.

Depuis 2011, on dispose ainsi d'une liste d'établissements systémiques (*global systemically important financial institutions* – G-SIFIs) définis à partir de cinq critères<sup>3</sup>, que le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) publie et met à jour chaque fin d'année<sup>4</sup>. Cela étant, ces établissements systémiques que l'on identifie mieux, le sont-ils moins désormais ? Leur nombre et leur taille ont-ils diminué ? Leur résilience s'est-elle accrue ? Le risque systémique dépend aussi de l'intensité des interconnexions au sein du système financier qui, en cas de difficulté, favorise la contagion à l'ensemble des acteurs. Sont-elles devenues moins intenses qu'avant la crise de 2007-2008 ? Les données publiques permettant de répondre à ces questions sont éparpillées : pour les rassembler, il faut encore explorer un à un les rapports annuels de ces banques. C'est ce que nous avons fait<sup>5</sup>.

1. Respectivement (1) président de la Réserve fédérale américaine de 2006 à 2014, (2) secrétaire du Trésor américain entre 2009 et 2013 après avoir présidé la Federal Reserve de New York et (3) prédécesseur de Tim Geithner au Trésor, en charge du plan de sauvetage des banques américaines, après avoir présidé la banque Goldman Sachs.

2. S. Salloy (2013), « L'impact de la faillite de Lehman Brothers sur les credit default swaps des banques teneurs de marché », *Revue française d'économie*, 28(4), 145-172.

3. Ces cinq critères définis conjointement par le FSB et le Comité de Bâle sont : 1) l'importance des activités transfrontières ; 2) la taille du bilan et des engagements hors bilan ; 3) les interconnexions avec les autres institutions financières ; 4) le degré de substituabilité des activités exercées ; 5) la complexité des activités (activités de marchés, produits dérivés, taille des actifs difficile à évaluer).

4. Cette liste est consultable sur le site web du FSB ([www.fsb.org](http://www.fsb.org)).

5. Les auteurs remercient Anastasia Melachrinou, stagiaire au CEPII, pour son aide précieuse dans la fastidieuse collecte des données extraites des rapports annuels.

## ■ Les établissements systémiques le sont-ils moins ?

Les G-SIFs, dont le FSB établit la liste chaque année depuis 2011, sont avant tout des banques systémiques (*global systemically important banks, G-SIBs*). Le nombre de ces dernières n'a pas diminué depuis lors : certains établissements ont été sortis de la liste (comme par exemple la banque espagnole BBVA ou le groupe français BPCE), mais d'autres ont fait leur entrée (notamment des groupes bancaires chinois). Au final, leur nombre est passé de 29 à 30 entre 2011 et 2017.

Le bilan agrégé de ces banques systémiques, qui était de 46 859 milliards de dollars en 2011, atteint 51 676 milliards de dollars en 2017 (tableau 1). Le grand *deleveraging* attendu est ainsi loin d'avoir eu lieu ! Les banques systémiques ayant le plus grossi au cours de la période sont chinoises (avec des progressions comprises entre 69 % et 80 %<sup>6</sup>). Les plus fortes baisses se situent dans les banques systémiques européennes : avec des baisses d'actifs de 35 % à 56 % (annexe – tableau 1 pour le détail banque par banque de ces variations). Comme, depuis la crise, le bilan agrégé du secteur bancaire, au niveau mondial, a crû, pour atteindre quelque 137,8 milliers de milliards de dollars en 2016 (FSB, 2018<sup>7</sup>), la part du bilan des banques systémiques est resté relativement stable autour de 34% entre 2011 et 2016. Aux États-Unis, le secteur bancaire total a crû encore plus vite que les banques systémiques : résultat, la part de ces dernières dans le total du secteur bancaire américain a donc baissé (47 % en 2016 contre 54 % en 2011). Dans la zone euro, malgré la diminution du nombre de banques systémiques (10 en 2011, 8 en 2016, 7 en 2017), la part de ces dernières dans le total du secteur bancaire a, en revanche, très peu diminué (37 % en 2016 contre 39 % en 2011). Le cas de la Chine est particulièrement préoccupant : la part des banques systémiques y a plus que triplé depuis 2011 pour atteindre 41 % en 2016.

La résilience des banques systémiques dépend de leur solvabilité. Celle-ci s'est améliorée depuis la première liste du FSB en 2011, mais davantage si on la mesure par leur ratio pondéré (fonds propres / actifs pondérés par les risques) que par leur ratio de levier (fonds propres/actifs). En moyenne, le premier atteignait près de 15 % en 2017 contre 12,3 % en 2011, tandis que le second (dont les études ont montré qu'il était moins manipulable et moins manipulé<sup>8</sup>), progressait de 5,4 % à seulement 7,2 % (tableau 1). À cet égard, le ratio de levier des banques systémiques de la zone euro enregistre une progression

encore plus faible, passant de 3,5 % en 2011 à 4,9 % en 2016, et surtout en deçà du niveau que la BCE mesure pour l'ensemble des banques de la zone (9,1 % en 2016 contre 7 % en 2011 et 6 % en 2008<sup>9</sup>). Les banques systémiques en zone euro sont ainsi en moyenne moins capitalisées que les autres, alors qu'elles devraient l'être davantage vu le risque qu'elles font courir au système. C'est d'ailleurs le sens des surcharges systémiques recommandées dans Bâle III (entre 0 et 3,5 % de fonds propres selon le score de systémicité), dont l'application est très progressive.

Si les banques systémiques sont désormais bien identifiées, il n'en est pas de même pour les établissements financiers non bancaires. Le travail d'identification progresse pour les assureurs, le FSB ayant établi en 2016 une liste de 9 assureurs systémiques (*global systemically important insurers – G-SIIs*)<sup>10</sup> qu'il n'a pas modifiée en 2017. Mais pour le moment, rien de comparable pour les fonds d'investissements, dont

Tableau 1– Radiographie des banques systémiques

	Nombre	Actifs (milliers de milliards de dollars)	Fonds propres*/actifs pondérés (ratio moyen, en %)	Fonds propres**/actifs (ratio moyen, en %)
2011	29	46,9	12,3	5,4
2016	30	48,1	14,4	7,0
2017	30	51,7	15,0	7,2

### Actifs bancaires (milliers de milliards de dollars et %)

	Monde			États-Unis		
	Ensemble du secteur bancaire	Banques systémiques	Part des banques systémiques (%)	Ensemble du secteur bancaire	Banques systémiques	Part des banques systémiques (%)
2007	110,7			15,3		
2011	139,2	46,9	34	18,0	9,8	54
2016	137,8	48,1	35	22,4	10,6	47
Zone euro						
2007	41,4			6,5		
2011	41,7	16,4	39	16,1	1,9	12
2016	31,2	11,4	37	29,0	11,9	41

### 3 plus fortes hausses de bilan entre 2011 et 2017 (en monnaie domestique, en %)

	Entrée liste FSB	Sortie liste FSB
Agricultural Bank of China Ltd	80	2014
China Construction Bank Corp	80	2015
Industrial and Commercial Bank of China Ltd	69	2013

### 3 plus fortes baisses de bilan entre 2011 et 2017 (en monnaie domestique, en %)

Dexia	- 56	2011	2012
Royal Bank of Scotland	- 51	2011	
UBS	-35	2011	

Note : pour chaque année, les données relatives aux banques systémiques sont celles des banques désignées comme telles par le FSB l'année considérée, sauf dans la dernière partie du tableau qui présente les variations de bilan entre 2011 et 2017. Là, les variations sont calculées pour les banques systémiques ayant figuré au moins une fois sur la liste du FSB entre 2011 et 2017. En outre, ces variations sont calculées à partir des données exprimées en monnaie locale pour éviter que les variations du dollar biaisent le calcul.

\* Fonds propres réglementaires tier 1. \*\*Total fonds propres.

Sources : calculs des auteurs à partir des rapports annuels des banques listées par le FSB et FSB, *Global Shadow Monitoring Report 2017*.

6. La progression du bilan des banques chinoises qui ont fait leur entrée dans la liste du FSB est beaucoup plus impressionnante si on la mesure depuis 2007 : les plus fortes hausses atteignent 200 % à 300 %, du même ordre que la croissance moyenne du secteur bancaire chinois depuis 2007.

7. Financial Stability Board (2018), *Global shadow banking monitoring report 2017*, mars. La diminution observée depuis 2011 ne doit pas faire perdre de vue que le secteur bancaire mondial s'est accru de 24 % depuis 2007 et de 162 % depuis 2002 !

8. J. Couppey-Soubeyran (2016), « Les réformes bancaires ont-elles été poussées trop loin ? », *L'économie mondiale 2017, La Découverte*, coll. Repères, septembre.

9. Banque centrale européenne (2017), *Reports on financial structures 2017*, octobre.

10. Financial Stability Board (2017), *Review of the list of global systemically important insurers (G-SIIs)*, 21 novembre.

on peut craindre qu'ils recouvrent pourtant une dimension systémique pour certains d'entre eux aussi importante que celle des banques (comme certains hedge funds, Aglietta et al., 2010<sup>11</sup>).

Il se pourrait aussi que de nouveaux acteurs systémiques aient fait leur apparition avec la réorganisation des marchés de produits dérivés (Bignon et al., 2018<sup>12</sup>). Cette réorganisation était absolument nécessaire en raison de la prédominance des opérations de gré à gré sur ce marché qui le rendaient dangereux (Capelle-Blancard, 2010<sup>13</sup>). Mais en devenant les acteurs concentrant sur elles les risques des opérateurs, les chambres de compensation deviennent potentiellement des acteurs systémiques et sont encore pour le moment peu capitalisées et peu surveillées.

## ■ De moindres interconnexions au sein du système financier ?

Les interconnexions entre banques sur le marché interbancaire ont très largement diminué depuis la crise financière, ce qui va plutôt dans le sens d'un moindre risque de contagion en cas de difficulté<sup>14</sup>. Aux États-Unis, les volumes d'échange sur ce marché sont à un plus bas historique depuis 1980, et près de 7 fois inférieurs au pic atteint juste avant la crise de 2008<sup>15</sup>. Même évolution en Europe, où la part du marché interbancaire dans le marché monétaire a été divisé par 8 sur les 10 dernières années, amenant certains observateurs à s'interroger sur la fin de ce segment de marché<sup>16</sup>. Cette forte baisse des volumes échangés s'explique toutefois en grande partie par les politiques monétaires ultra-accommodantes menées par les banques centrales depuis la crise : l'afflux de liquidité à taux bas a entraîné une forte accumulation de réserves excédentaires au bilan des banques, réduisant leur besoin de liquidité sur le marché interbancaire. Elle tient aussi à la réglementation de la liquidité issue de Bâle III qui vise à limiter la part des ressources de trop court terme. De ce fait, si cette baisse du volume d'opérations sur le marché interbancaire signifie moins d'interconnexions et donc moins de risque systémique, elle reflète aussi la dépendance des banques à la liquidité des banques centrales et reste suspendue à l'évolution des politiques monétaires. La normalisation de ces dernières aux États-Unis d'abord, au Royaume-Uni puis dans la zone euro ensuite, pourrait renverser ces évolutions. Tout dépendra du rythme auquel elle s'opérera.

Bien entendu, les interconnexions au sein du système financier ne se limitent pas à celles entre les banques au sein du marché interbancaire. Elles relient aussi les banques à d'autres intermédiaires financiers et

les intermédiaires financiers entre eux, dont certains issus du *shadow banking*. Lors d'une conférence de presse en septembre 2018, Mario Draghi, après avoir souligné les avancées de la régulation bancaire, a d'ailleurs mis l'accent sur le risque systémique que fait peser le *shadow banking*<sup>17</sup>, dont l'essor s'est poursuivi depuis la crise. Dans son rapport 2018, le FSB<sup>18</sup> l'évalue à 45 000 milliards de dollars (annexe – graphique 1). En Europe, et selon la définition plus large étendue à l'ensemble des intermédiaires financiers non bancaires que retient le Conseil européen du risque systémique (European Systemic Risk Board), le *shadow banking* aurait augmenté d'environ 50 % par rapport à son niveau de 2007.

Bien qu'importante à des fins de surveillance, la taille du *shadow banking* ne constitue pas à elle seule une mesure de risque ou de vulnérabilité (ESRB, 2018<sup>19</sup>). Il faut y ajouter, comme pour les banques : (1) le fort effet de levier de certains de ses acteurs (fonds spéculatifs), (2) ses interconnexions avec d'autres intermédiaires financiers, (3) l'usage intense de produits complexes sur les marchés dérivés, et (4) son opacité. Les indicateurs d'interconnexions du FSB, mesurant à la fois l'exposition du secteur bancaire au *shadow banking* et l'utilisation de fonds en provenance du *shadow banking* par le secteur bancaire (et inversement), indiquent une diminution de 25 % par rapport au pic de 2009, mais à un niveau qui reste élevé et comparable à ce qu'il était à la veille de la crise de 2007-2008. Étant donnée l'exposition des banques aux autres intermédiaires financiers (*shadow banking* au sens large), estimée à 6 300 milliards de dollars (5 % du bilan des banques), un effet de contagion provoqué par la faillite d'un acteur du *shadow banking* avec un fort levier d'endettement n'est clairement pas un scénario à exclure (FSB, 2018). De plus, comme les banques (qui réalisent dans les paradis fiscaux 18 % de leur chiffre d'affaires et 29 % de leur profit à l'international<sup>20</sup>), les entités du *shadow banking* sont très présentes dans les paradis fiscaux. Ce qui ajoute à l'opacité du *shadow banking* et incite à penser que le système financier n'a pas encore révélé toutes ses zones d'ombre.

C'est sur les marchés de produits dérivés complexes, tels que les *credit default swaps* (CDS), que les banques systémiques étaient avant la crise intensément interconnectées, entre elles et avec d'autres intermédiaires financiers, *shadow* banques ou autres. Depuis 2008, la taille du marché des produits dérivés a indéniablement diminué. Fin 2017, le montant notionnel (montant des sous-jacents) et la valeur brute marchande (valeur des contrats) des produits dérivés se situaient à leur plus bas niveau depuis la faillite de Lehman Brothers. Certains segments de marché ont été plus affectés par cette baisse que d'autres : c'est le cas des dérivés de crédit, et plus particulièrement des CDS dont le montant notionnel a été divisé par près de 10 depuis le pic de 2008.

11. M. Aglietta, S. Khanniche & S. Rigot (2010), « Pourquoi réglementer les hedge funds ? », *La Lettre du CEPII*, n° 296, janvier.

12. V. Bignon, J. Couppey-Soubeyran & L. Scialom, (2018), « 10 ans après... Bilan des réformes bancaires et financières depuis 2008 : avancées, limites, propositions », Rapport Terra Nova, septembre.

13. G. Capelle-Blancard (2010), « Are derivatives dangerous? A literature survey », *Économie internationale* (3), 67-89.

14. Z. Liu, S. Quiet, B. Roth (2015), « Banking sector interconnectedness: what is it, how can we measure it and why does it matter? », Bank of England, *Quarterly Bulletin* 2015, Q2.

15. Interbank Loans, All Commercial Banks – Federal Reserve Economic Data.

16. K. Kim, A. Martin, E. Nosal (2018), « Can the US interbank market be revived? », *unpublished manuscript*, University of Maryland.

17. Press Conference, Mario Draghi, President of the ECB, Luis de Guindos, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, 13 septembre 2018.

18. European Systemic Risk Board (2017), *EU Shadow Banking Monitor* n° 2, mai.

19. European Systemic Risk Board (2018), *EU Shadow Banking Monitor* n° 3, septembre.

20. V. Bouvatier, G. Capelle-Blancard, A.-L. Delatte (2018), « Banks defy gravity », *Vox*.eu, 11/09/18. Voir aussi A.-L. Delatte (2017), « Les paradis fiscaux : des paradis pas du tout artificiels », *L'économie mondiale* 2018, La Découverte, coll. Repères, septembre.

Si cette contraction est encourageante étant donné le gigantisme de ces marchés au cours des dernières décennies, elle ne garantit pas pour autant un retour à la stabilité financière. Tout d'abord, parce que les montants notionnels (530 000 milliards) et la valeur brute marchande totale (11 000 milliards) des produits dérivés OTC (de gré à gré) demeurent élevés, autour de leur niveau de fin 2006, à la veille de la crise financière (annexe – graphique 2). La taille n'est pas le seul facteur de risque ; la complexité des produits et la concentration des acteurs le sont tout autant<sup>21</sup>. Avant la crise de 2008, les CDS constituaient un petit segment des marchés dérivés, avec 10 % environ des montants notionnels. Cela n'a pas empêché ce petit segment, à l'époque opaque et très concentré<sup>22</sup>, de déstabiliser l'ensemble des marchés financiers avec le débouclage désordonné de CDS de l'assureur AIG (au lendemain de la faillite de Lehman). De plus, les méthodes de compression de portefeuilles<sup>23</sup>, consistant à compenser des positions (par exemple acheteuses et vendeuses) avec une même contrepartie, rendues obligatoires par la réglementation européenne EMIR<sup>24</sup>, réduisent mécaniquement les montants notionnels mais sont pour le moment très peu transparentes. Dès lors, difficile d'interpréter leur baisse comme le signe d'un moindre risque systémique.

Cette contraction des transactions sur produits dérivés tient aussi au développement de la compensation par des contreparties centrales<sup>25</sup>, dont on a souligné plus haut la nécessité, mais aussi l'incidence, encore mal appréhendée, en matière de risque systémique puisque les chambres de compensation deviennent potentiellement de nouveaux acteurs systémiques<sup>26</sup>. On peut aussi s'interroger sur la pérennité de cette contraction qui tient en partie à l'incidence des politiques monétaires de gestion de crise sur le niveau des taux d'intérêt. Le maintien durable des taux d'intérêt à un niveau plancher a considérablement réduit le risque de taux, qui représentait entre 70 % et 80 % des transactions de gré à gré sur produits dérivés lorsque

ceux-ci étaient en plein essor (BRI, *Quarterly Derivatives Reports*). Là encore, la normalisation des politiques monétaires dans les pays avancés, qui se traduira à la fois par une remontée progressive des taux d'intérêt et par des écarts de taux d'intérêt en fonction du rythme nécessairement différent auquel elle s'effectuera selon les pays, pourrait très bien modifier la tendance observée.

Au final, si certains mouvements de correction ont effectivement été opérés depuis la crise de 2007-2008, il est encore prématuré d'en déduire que le risque systémique a baissé. D'abord, parce que le nombre de ses acteurs identifiés (essentiellement des banques) reste en augmentation et que ce travail d'identification doit être étendu au-delà du secteur bancaire. Ensuite parce que leurs bilans ne sont guère en voie de contraction et la solidité de ces derniers pas tant renforcée si l'on s'en tient au ratio de levier plutôt qu'au ratio de fonds propres pondérés. Quant aux interconnexions au sein du système financier, si elles ont diminué entre les banques et entre celles-ci et d'autres intermédiaires financiers dont ceux issus du *shadow banking*, notamment sur les marchés interbancaires et dérivés, leur niveau reste proche de ce qu'il était peu avant la crise et leur évolution dépend étroitement du rythme auquel s'opérera la normalisation des politiques monétaires. Plus que jamais l'action des banques centrales sera déterminante pour la stabilité financière.

Jézabel Couppey-Soubeyran & Thomas Renault\*  
[jezabel.couppey-soubeyran@cepii.fr](mailto:jezabel.couppey-soubeyran@cepii.fr)

21. G. Capelle-Blancard (2010). *op. cit.*

22. V. Coudert, M. Gex (2010), « The credit default swap market and the settlement of large defaults », *Économie internationale* (3), 91-120.

23. M. D'Errico, T. Roukny (2017), « Compressing over-the-counter markets », *ESRB Working Paper Series*, 44.

24. *European Market Infrastructure Regulation*.

25. Par exemple, sur le marché des CDS, 55 % des transactions font désormais l'objet d'une compensation centrale, contre environ 20 % en 2013.

26. I. Aldasoro, T. Ehlers (2018), « The credit default swap market: what a difference a decade makes? », *BIS Quarterly Review*, juin.

\* Jézabel Couppey-Soubeyran et Thomas Renault sont conseillers éditoriaux au CEPII et maîtres de conférences à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

## La Lettre du

# CEPII

© CEPII, PARIS, 2018

RÉDACTION :  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
20, avenue de Ségur  
TSA 10726  
75334 Paris Cedex 07

Tél. : 01 53 68 55 00  
[www.cepii.fr](http://www.cepii.fr) – @CEPII\_Paris

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :  
Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :  
Isabelle Bensidoun

RÉALISATION :  
Laure Boivin

La Lettre du CEPII  
est disponible en version électronique  
à l'adresse :

<http://www.cepii.fr/LaLettreDuCEPII>

Pour être informé de chaque nouvelle parution,  
s'inscrire à l'adresse :  
<http://www.cepii.fr/Resterinforme>

ISSN 0243-1947 (imprimé)  
ISSN 2493-3813 (en ligne)  
CCP n° 1462 AD

Septembre 2018  
Imprimé en France par le CGSP  
Service Reprographie

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du CEPII.  
Les opinions qui y sont exprimées sont  
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE  
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

