



# LE SHADOW BANKING SYSTEM ET LA CRISE FINANCIÈRE

**Esther Jeffers**

Université Paris 8, LED

**Dominique Plihon**

Université Paris 13 Sorbonne Paris Cité, CEPN

**La crise des *subprimes* a révélé l'existence d'un système financier parallèle ou de l'ombre – d'où la dénomination de *shadow banking system* – dont le rôle dans la genèse et la propagation de la crise financière est aujourd'hui bien démontré. S'il s'est d'abord développé aux États-Unis, les grandes banques universelles européennes y ont très vite joué un rôle majeur.**

**Comment et pourquoi ce réseau d'acteurs financiers pratiquant des activités proches de celles des banques, mais échappant aux réglementations auxquelles celles-ci sont soumises, a-t-il connu un tel essor ? Les réformes financières menées un peu partout pour tirer les leçons de la crise ont-elles permis de le réguler de manière satisfaisante ? Esther Jeffers et Dominique Plihon font le point.**

**C. F.**

La crise des *subprimes* qui a éclaté en 2007 a révélé l'existence d'un système de financement parallèle au système bancaire traditionnel, que l'on a dénommé *shadow banking system*<sup>(1)</sup>. Il peut être défini comme un système d'intermédiation financière (cf. encadré) qui regroupe des entités extérieures au secteur bancaire traditionnel mais remplit pour partie des fonctions semblables<sup>(2)</sup>. Cet ensemble d'acteurs, situé aux frontières des banques et des marchés, collecte de l'épargne, souvent liquide, pour la transformer en placements de long terme, en particulier des produits de titrisation. Ce système bancaire parallèle établit des interconnexions entre les banques et l'ensemble des institutions financières qui constituent une source importante de risque systémique. Il a joué un rôle majeur dans la genèse puis la propagation internationale de la crise financière.

(1) Littéralement : « système bancaire de l'ombre ».

(2) Poszar Z., Adrian T., Ashcraft A. et Boesky H. (2010), « Shadow Banking », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 458. Voir également des mêmes auteurs (2012), « Shadow Banking », *Revue d'économie financière* n° 105.

## Les acteurs du système bancaire parallèle

Les banques traditionnelles financent leurs prêts avec les ressources qu'elles collectent auprès de leurs déposants et avec leurs fonds propres. Plus important, les banques créent des dépôts – la monnaie scripturale – à l'occasion de leurs opérations de crédit. Plus récemment, les banques se sont mises à émettre des obligations pour accroître leurs ressources et leur capacité de prêt. Le plus souvent, les banques font de la transformation d'échéance : leurs crédits sont effectués à des échéances plus longues que leurs ressources. Du fait de cette asymétrie entre la durée de leurs ressources et celle de leurs emplois, le système bancaire est fragile et instable, car dépendant de la stabilité des dépôts, et donc de la confiance des déposants. Ce qui explique pourquoi, afin d'assurer la stabilité du système bancaire, des règles et des institutions ont été créées dans la plupart des pays, telles que la garantie des dépôts, la

fonction de prêteur en dernier ressort et la supervision prudentielle (cf. encadré).

À la différence du système bancaire traditionnel, le *shadow banking system* se compose de tous les acteurs impliqués dans des opérations de crédit à fort effet de levier (cf. encadré) et qui n'ont pas directement accès à une assurance de dépôts ni au refinancement des banques centrales. Ces acteurs financiers ne sont pas soumis à la supervision prudentielle édictée par le Comité de Bâle. Participant au *shadow banking system* les banques d'investissement, les fonds spéculatifs (*hedge funds*), les fonds d'investissement (fonds mutuels, fonds de pension, sociétés d'assurance), les fonds de *private equity* et les véhicules spéciaux d'investissement (cf. encadré).

## Les facteurs à l'origine du *shadow banking system*

Deux changements majeurs ont bouleversé le métier de banquier traditionnel depuis les années 1980, ouvrant la voie au *shadow banking system*.

### Le développement des marchés de gré à gré

Le premier changement est venu des politiques de libéralisation financière menées dans la plupart des pays avancés puis émergents à partir des années 1980. Les gouvernements et les autorités de supervision et de régulation ont décidé de promouvoir des politiques de laissez-faire à l'égard des acteurs financiers. Ces politiques étaient fondées sur la croyance en l'autorégulation

## DÉFINITIONS

### Effet de levier

L'effet de levier désigne le fait d'accroître la rentabilité d'un investissement par un recours à l'endettement : en effet, l'endettement accroît mécaniquement la rentabilité des fonds propres. Cela ne vaut évidemment que si le taux d'intérêt est plus faible que le taux de rentabilité du capital. Sinon, l'effet de levier se transforme en effet de masse.

### Intermédiation financière

L'intermédiation financière consiste à réaliser « l'interface » entre les épargnants et les emprunteurs en transformant l'échéance et le risque des titres et des créances afin d'ajuster au mieux leurs besoins, généralement différents. Les premiers souhaitent en général une épargne peu risquée et disponible à court terme tandis que les seconds entreprennent des projets risqués nécessitant des crédits à long terme.

### Private equity

Les fonds de *private equity* ou de capital-investissement sont spécialisés dans l'achat et la renvante d'actifs des sociétés non cotées en bourse. Il s'agit donc d'investissements plus risqués et moins réglementés que les investissements traditionnels.

### Supervision prudentielle

Ensemble des dispositifs nationaux et internationaux destinés à maintenir la stabilité du système bancaire et financier. En font notamment partie les règles édictées par le Comité de Bâle, qui imposent aux banques une gestion préventive de leurs différents risques. Celles-ci doivent en effet respecter un ratio de fonds propres (le rapport entre les risques et les fonds propres ne doit pas excéder un certain seuil)<sup>(1)</sup>.

### Véhicules spéciaux d'investissement

Entités juridiques *ad hoc* destinées à recevoir ou acquérir des actifs financés avec un recours plus ou moins grand à l'endettement.

### Négociation pour compte propre

Les banques négocient pour compte propre lorsqu'elles se livrent à des opérations sur les marchés financiers dans le seul but de réaliser des bénéfices pour elles-mêmes et non dans l'intérêt de leurs clients.

(1) Voir sur ce point l'encadré de Jézabel Couppey-Soubeyran p. 45.

des marchés et en la capacité des acteurs financiers de s'autocontrôler<sup>(3)</sup>. C'est ainsi que les autorités ont laissé se développer des marchés de gré à gré qui, à la différence des marchés organisés, fonctionnent d'une manière totalement opaque et donc incontrôlable, et sont caractérisés par l'absence de chambres de compensation et de règles communes à l'ensemble des opérateurs de marché. Les opérations sur produits dérivés réalisées sur des marchés de gré à gré non régulés ont permis aux institutions financières de bénéficier d'effets de levier importants. Sur ces marchés, les institutions financières ont la possibilité de se couvrir contre les risques de taux d'intérêt et de taux de change, mais aussi de spéculer avec un paiement initial faible, voire nul.

### Un nouveau modèle d'intermédiation bancaire

Le deuxième bouleversement concerne les modalités de l'intermédiation bancaire. Soumises à la double pression des exigences de rendement des actionnaires et des normes de supervision prudentielle, les banques ont cherché à accroître et à diversifier leur offre de financement. Pour atteindre cet objectif, ces dernières ont développé deux axes stratégiques. Elles ont mis en œuvre une nouvelle forme d'intermédiation, qualifiée d'intermédiation de marché, fondée sur une activité intense sur les marchés financiers. Une part croissante des résultats bancaires provient désormais des opérations de marché. En second lieu, pour satisfaire les exigences prudentielles, et en particulier le ratio de fonds propres (cf. encadré), les banques ont cherché à sortir de leurs bilans une partie de leurs actifs et de leurs risques. Cette stratégie a conduit les banques à un usage massif des produits dérivés et surtout de la titrisation des créances. Innovation financière majeure, la titrisation consiste à transformer des crédits bancaires en titres négociables pour les vendre à des investisseurs, ce qui permet de transférer du crédit, et donc des risques, du bilan des banques vers celui d'institutions non bancaires. Les banques se sont ainsi éloignées du modèle d'intermédiation traditionnel, dénommé *originate to hold*, dans lequel elles accordent des crédits et les gardent dans leur bilan jusqu'à l'échéance en contrôlant la qualité et les résultats de l'emprunteur. La titrisation a favorisé l'adoption d'un modèle nou-

veau (*originate to repackage and sell*), dans lequel les banques continuent certes d'accorder des crédits, mais avec l'idée de les restructurer et de les vendre au plus vite. Dans ce modèle, les banques ne remplissent plus leurs fonctions traditionnelles – financer l'économie et contrôler les risques – qui sont transférées à des acteurs non bancaires.

Cette nouvelle forme d'intermédiation a donné naissance à une véritable industrie financière, qui constitue le cœur du *shadow banking system*. Les banques ont commencé par regrouper (*repackage*) les crédits titrisés et ont émis des obligations adossées à ces actifs, dénommées *collateralized debt obligations* (CDO). Ces « produits structurés » sont divisés en tranches ayant des risques et des rendements différents et sont évalués par les agences de notation. Les acteurs les plus actifs dans cette industrie financière ont été les banques d'investissement états-unaises, telles Goldman Sachs, Bear Sterns et Lehman Brothers. À l'autre bout de la chaîne, les produits structurés sont achetés par des investisseurs ; les tranches les plus risquées sont acquises par les « véhicules spéciaux d'investissement » (VSI) – *Special Investment Vehicles* – et les fonds spéculatifs (*hedge funds*). N'ayant pas la possibilité de collecter des dépôts, à la différence des banques, ces acteurs financiers se financent en émettant des titres de créance, des billets de trésorerie (*commercial paper*) acquis par les *money market funds* (l'équivalent des fonds communs de placement monétaires français). Comme ils ne peuvent pas créer de la monnaie en octroyant des crédits, ces acteurs financiers ont utilisé les ressources financières ainsi obtenues sur le marché pour se porter contrepartie des banques, soit en leur vendant de la protection sur les marchés de produits dérivés, soit en achetant aux banques les produits structurés adossés sur les créances bancaires (CDO). Se comportant comme des « quasi-banques », ces acteurs financiers lèvent des ressources à court terme pour financer des créances à long terme<sup>(4)</sup>.

En fin de compte, le système bancaire traditionnel et le *shadow banking system* représentent deux formes d'intermédiation différentes. La première – *originate to hold* – correspond à un circuit court dans lequel les banques collectent des dépôts qu'elles transforment en crédits à long terme dont elles contrôlent et assument les risques. Le *shadow banking system* – *originate,*

(3) Pour un complément sur la déréglementation et l'émergence du *shadow banking* aux États-Unis, cf. Jeffers E. et Pollin J.-P. (2012), « Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière, *Revue d'économie financière* n° 105.

(4) Guttmann R. et Plihon D. (2010), « Consumer debt at the center of finance-led capitalism », *International Review of Applied Economics*, vol. 24, n° 3.

*repackage, sell* – correspond pour sa part à un circuit long et fait intervenir une chaîne d'intermédiaires non bancaires qui se substitue, et fonctionne en parallèle aux banques traditionnelles, réduites à de simples courtiers, et ne remplissant plus leur fonction de financement et de gestion des risques (schéma 1).

Schéma 1. Deux modèles d'intermédiation financière

#### Le modèle traditionnel des banques



#### Le modèle du shadow banking system



Le système financier complexe qui s'est mis en place est un facteur important de risque systémique, pour deux raisons. Premièrement, les institutions financières parallèles au système bancaire traditionnel remplissent des fonctions voisines de celles des banques, tout en échappant à la surveillance des autorités bancaires et n'appliquant pas les règles prudentielles, notamment en matière de fonds propres.

En second lieu, les banques traditionnelles ont cru s'être débarrassées du risque, en le transférant à d'autres entités moins surveillées. En réalité, les mécanismes de la finance parallèle ne leur ont pas permis d'être épargnées par la crise. Elles qui croyaient s'être défaites des crédits risqués ont été obligées d'en assumer une partie, soit en raison des mécanismes juridiques de garantie des véhicules, soit par la détention de tranches de ces véhicules, en raison de l'interconnexion des marchés et de l'interdépendance des acteurs financiers.

#### Le rôle des agences de notation

Il faut mentionner une autre catégorie d'acteurs jouant un rôle essentiel dans le *shadow banking system* : les agences de notation, dont les deux plus importantes, Moody's et Standard & Poor's, sont états-uniennes. Par leur notation des produits structurés adossés aux actifs

bancaires, ces agences ont grandement contribué à l'essor de l'industrie financière du *shadow banking system*. En attribuant d'excellentes notations aux produits structurés, elles ont contribué au mythe selon lequel les créances bancaires pouvaient être négociées sans risques sur des marchés secondaires. Dans le même

temps, les agences de notation se caractérisaient par de sérieux conflits d'intérêt dans la mesure où une part substantielle de leurs profits provenait des commissions perçues à l'occasion de ces notations.

#### Le shadow banking system, rouage majeur de la finance globalisée

Au départ, le *shadow banking system* s'est développé aux États-Unis à partir des années 1990. Mais très rapidement, les banques européennes ont joué un rôle majeur dans ce réseau financier qui est ainsi devenu un mécanisme essentiel de la finance globale. Le Conseil de stabilité financière a tenté de mesurer la taille mondiale du *shadow banking system* à partir des actifs des « autres intermédiaires financiers » non bancaires<sup>(5)</sup>. Ces estimations aboutissent à deux conclusions importantes et plutôt surprenantes. Première conclusion : la crise financière n'a pas provoqué de diminution de la taille du *shadow banking system* international. Après avoir fortement augmenté au début des années 2000, passant de 26 trillions de dollars en 2002 à 62 trillions en 2007, il a connu une légère diminution en 2008 ; mais il

(5) Financial Stability Board (2011), « Shadow banking system – Scoping the issues ».

représente 67 trillions de dollars en 2011, soit plus qu'à la veille de la crise. Seconde conclusion : en 2011, le *shadow banking system* de la zone euro était de taille équivalente (22 trillions de dollars) à celui des États-Unis (23 trillions de dollars). Et si l'on prend en compte le système bancaire parallèle du Royaume-Uni (9 trillions de dollars), l'Europe pèse plus lourd (31 trillions de dollars) que les États-Unis dans le *shadow banking system* mondial !

### **Les banques européennes au cœur du shadow banking system mondial**

Des travaux récents ont montré la participation active des banques européennes au *shadow banking system* états-unien, conduisant à une interconnexion étroite de part et d'autre de l'Atlantique<sup>(6)</sup>. Les grandes banques européennes, telles que UBS, Deutsche Bank, BNP-Paribas et Barclays ont été aussi actives que les banques américaines Citigroup, Goldman Sachs ou Morgan Stanley dans le système bancaire parallèle, opérant à partir de leurs filiales à Londres et New York. Ainsi que l'illustre le schéma 2, les banques européennes ont tiré avantage des conditions monétaires très favorables aux États-Unis pour lever des fonds en dollars auprès des *money market funds* (MMF). Ces dernières ont ensuite prêté massivement aux intermédiaires financiers non bancaires en leur achetant les produits structurés adossés aux créances hypothécaires sur les ménages états-uniens. En menant ces opérations, les banques européennes ont largement contribué à l'internationalisation de la chaîne de crédit du *shadow banking system*.

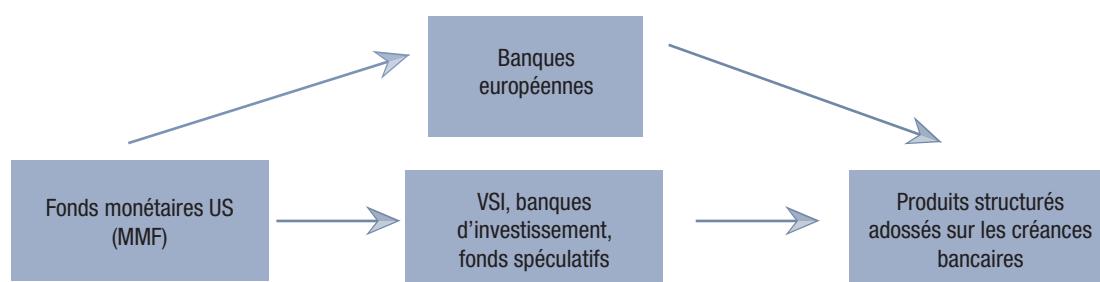
En aout 2011, pris de peur, les fonds monétaires américains (MMF) ont réduit brutalement et de façon

significative leur exposition à la zone euro et notamment aux banques européennes les plus interdépendantes de la Grèce, provoquant de sérieuses difficultés aux plus grandes banques françaises. Depuis l'été 2012 ces MMF sont revenus dans la zone euro et, selon l'agence financière Bloomberg, les banques françaises (Société Générale, BNP-Paribas et Crédit Agricole SA) sont leurs débiteurs les plus importants en Europe.

### **Les banques universelles françaises particulièrement actives**

Le modèle bancaire dominant en Europe est depuis longtemps celui de la banque universelle, c'est-à-dire de banques multispécialisées, actives sur les principaux métiers de la finance : la banque, l'assurance et les opérations de marché. C'est là une différence importante avec les États-Unis où la législation (*Glass-Steagall Act*, 1933) avait organisé la spécialisation des banques en séparant les banques de dépôt des banques d'investissement. Cette séparation a été abolie en 1999 (*Gramm-Leach-Bliley Act*), donnant naissance récemment à des banques universelles telles que Citigroup. Les banques européennes, à la fois banques de détail et d'investissement, ont intégré dans leur périmètre des opérations de *shadow banking*. De ce point de vue, les banques françaises sont emblématiques. Elles contrôlent la grande majorité des fonds d'investissement mutuels (OPCVM) sur le marché domestique, mais ont également créé de nombreux fonds spéculatifs, dénommés « fonds alternatifs ». Ces derniers ont acquis des produits structurés et à haut risque en étant directement financés par les ressources collectées par leurs groupes bancaires (notamment les dépôts des particuliers), et en bénéficiant du refinancement de la BCE. Ainsi, du fait de l'absence de séparation entre activités de banque commerciale et de banque d'investissement, l'activité de *shadow banking* est logée au cœur même des banques

**Schéma 2. Les banques européennes interconnectées au shadow banking system américain**





universelles européennes, ce qui est une source majeure de fragilité. De fait, les grandes banques européennes ont subi d'importantes pertes à l'occasion de la crise des *subprimes*. Ainsi, le groupe français Banques Populaires & Caisses d'épargne (BPCE) a accumulé des pertes de l'ordre de 5 milliards d'euros à la suite de la dévaluation brutale des actifs structurés, devenus « actifs toxiques » achetés par Natixis, banque d'investissement du groupe, sur le marché des États-Unis.

### Effondrement du shadow banking system et crise financière internationale

La crise financière qui débute à l'été 2007 aux États-Unis va révéler que le *shadow banking system* est le maillon faible du système financier international. Les mécanismes à l'origine de la crise des *subprimes* sont bien connus<sup>(7)</sup>. Le déclenchement de la crise est lié au changement de cap de la politique monétaire américaine destiné à lutter contre la bulle immobilière. La hausse des taux d'intérêt entraîne une augmenta-

tion des défauts de paiement des ménages. Dans un épisode de crise de crédit traditionnelle, les banques enregistrent des pertes, se refinancent à court terme auprès de la banque centrale et se recapitalisent en faisant appel aux investisseurs. Mais, dans la mesure où les créances bancaires avaient été transférées au système bancaire parallèle pour être transformées en produits structurés puis revendues à des investisseurs aux États-Unis et dans le monde entier, la crise a pris une tout autre dimension et s'est propagée à l'échelle internationale. Un des premiers signaux de la crise est envoyé le 9 août 2007 par BNP-Paribas qui suspend deux de ses fonds d'investissement, ces derniers se déclarant incapables de valoriser les produits structurés acquis sur le marché américain. La crise s'accélère en 2008 avec la défaillance en chaîne de nombreux *hedge funds* et des grandes banques d'investissement, qui sont les principaux acteurs du *shadow banking system*. En mars, le fonds spéculatif Carlyle Capital fait défaut sur 16,6 milliards de dettes et entraîne dans sa chute la banque d'investissement américaine Bear Stearns, l'un de ses principaux créanciers. En septembre, deux autres banques d'investissement, Merrill Lynch et Lehman Brothers, sont à leur tour au bord de la faillite. Alors que Bear Sterns et Merrill Lynch sont rachetées respectivement par JP Morgan et Bank of America avec l'aide du Trésor américain,

(7) Cf. Couderc N. et Montel-Dumont O. (2009), *Des subprimes à la récession – Comprendre la crise*, Paris, La Documentation française et Couderc N. et Montel-Dumont O. (2012), « Les mécanismes de la Grande Récession », *Problèmes économiques HS n° 2, Comprendre les crises économiques*, Paris, La Documentation française.

Lehman Brothers fait faillite le 15 septembre 2008. Cette faillite pousse le n°1 de l'assurance mondiale, AIG (American International Group), au bord de la faillite, ce dernier n'étant pas en mesure d'honorer les protections contre le risque de crédit sur les obligations Lehman Brothers vendues à hauteur de 460 milliards de dollars à des banques, dont la Société Générale française... Victimes de la panique, les deux banques d'investissement américaines indépendantes, Goldman Sachs et Morgan Stanley, doivent se transformer en banques commerciales pour avoir accès aux liquidités de la Réserve fédérale, offertes exclusivement aux banques ayant ce statut. Les défaillances bancaires se multiplient également sur le continent européen, touchant notamment Northern Rock au Royaume-Uni, Fortis en Belgique, la banque franco-belge Dexia, qui se sont toutes livrées à une surconsommation de produits structurés. Fin 2008, les pertes bancaires étaient estimées à 700 milliards de dollars, les cours boursiers des principales places financières avaient chuté de 50 %. Malgré les plans de sauvetage bancaires et les politiques de relance décidés par les gouvernements, et qui ont été à l'origine d'une hausse brutale des dettes publiques, la récession s'est installée en 2009 dans les pays développés et a touché certains pays émergents. En 2013, l'onde de choc de la crise financière continue de se faire sentir dans l'ensemble de l'économie mondiale.

## Quelle régulation pour le shadow banking system ?

Le développement incontrôlé du *shadow banking system* consacre l'échec des politiques de régulation financière menées depuis les années 1980, qui sont fondées sur la doctrine du laissez-faire et la croyance en l'autorégulation et l'efficience du système financier. Constatant leur échec, les autorités publiques des pays avancés ont mis en œuvre des réformes financières pour tenter de reprendre la main<sup>(8)</sup>. Il est désormais admis que l'on ne peut laisser sans régulation un pan entier du système financier qui menace la stabilité du système bancaire, comme l'a illustré la crise récente.

(8) Plihon D. (2010), « La réforme de la régulation financière », *Cahiers français* n° 359, Paris, La Documentation française, novembre-décembre.

## Les réformes nationales et européennes

L'administration américaine a fait voter le *Dodd and Frank Act* (juillet 2010) qui comporte des mesures destinées à limiter la prise de risque des banques commerciales et en particulier leurs relations avec les acteurs du *shadow banking system*. On peut citer, parmi elles, l'interdiction de la négociation pour compte propre (cf. encadré), la limitation des participations dans les fonds spéculatifs à 3 % des fonds propres et la filialisation des activités sur les marchés de produits dérivés de gré à gré.

Les autorités britanniques ont adopté de leur côté le dispositif proposé par la commission Vickers qui consiste à sanctuariser les activités de banque de détail au sein des groupes bancaires, dans le but de les protéger des risques liés à l'activité de banque d'investissement.

Enfin, la Commission européenne a mis en chantier plusieurs réformes. Une directive publiée en 2010 impose des obligations de transparence aux *hedge funds* en échange d'un « passeport » leur permettant d'être présents dans les 27 pays de l'Union européenne. La directive « MIF » sur les marchés d'instruments financiers, dont l'inspiration libérale avait favorisé le développement des marchés de gré à gré non contrôlés, a été réformée en 2011 pour rendre obligatoire la négociation des instruments dérivés sur des plateformes organisées. Par ailleurs, le rapport Liikanen, commandé par la Commission, a rendu en 2012 des propositions pour segmenter les activités bancaires, notamment par la création d'entités juridiques séparées au sein des groupes bancaires afin d'isoler les activités spéculatives et à risque.

## Les évolutions de la gouvernance mondiale

À l'échelon international, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié en 2011 un nouveau référentiel, « Bâle 3 », qui renforce les exigences de fonds propres des banques, met en place des ratios de liquidité qui les obligent à détenir des ressources liquides, et pose une limite au levier de crédit<sup>(9)</sup>. Par ailleurs, il est prévu que les banques soient amenées à garder dans leurs bilans 5 % du montant des crédits titrisés, ce qui est supposé les rendre plus prudentes dans la distribution des crédits qui seront vendus par la technique de titrisation.

(9) Sur les accords de Bâle 3, voir dans ce même numéro l'article de jézabel Couppey-Soubeyran, p. 43.

Enfin, à la demande du G20, le Conseil de stabilité financière a présenté un ensemble de recommandations destinées à renforcer les exigences prudentielles imposées aux SIFIs (institutions financières à caractère systémique), groupes bancaires ayant deux caractéristiques : une grande taille et une forte interconnexion – source de risque systémique – avec d’autres acteurs financiers, tels que des banques d’investissement, des fonds spéculatifs, etc. Au niveau mondial, vingt-neuf SIFIs ont été dénombrées, dont quatre sont françaises : BNP-Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et BPCE.

La plupart de ces réformes financières vont dans le bon sens dans la mesure où elles tentent de réguler les différents acteurs du *shadow banking system*. Mais il

est clair qu’elles ne vont pas assez loin. Ainsi, aucune des mesures prises n’organise une stricte séparation entre, d’une part, les activités bancaires traditionnelles et, d’autre part, les activités à haut risque de nature largement spéculative réalisées par les acteurs du *shadow banking system*, en particulier les banques d’investissement et les fonds spéculatifs. Cette question de la séparation se pose avec acuité en Europe où coexistent sans véritable cloisonnement ces différentes activités au sein de banques universelles.

Faudra-t-il une nouvelle crise financière internationale pour que s’impose cette nécessaire réforme ?

## LES PARADIS FISCAUX

Les paradis fiscaux, par lesquels transitent dans l’opacité près de 50 % des flux internationaux de capitaux, sont un des rouages de la finance de l’ombre. Selon l’OCDE, quatre critères permettent de les définir :

- une fiscalité faible ou nulle ;
- le secret bancaire et une absence de transparence ;
- l’absence d’échanges d’information avec les pays tiers ;
- l’absence d’activité économique réelle.

Selon ces critères, une centaine de paradis fiscaux sont recensés dans le monde, dont certains sont exotiques (îles Caïmans, Bermudes) mais d’autres – une dizaine – sont dans l’Union européenne : les principautés de Monaco, d’Andorre et du Luxembourg, les îles anglo-normandes, l’Irlande, la Lettonie, Chypre, Malte. Il n’existe pas de définition consensuelle des paradis fiscaux car ceux-ci ont des activités différentes : concurrence fiscale, secret bancaire, blanchiment de l’argent sale. Les experts identifient assez bien les caractéristiques des paradis fiscaux européens. Certains attirent les multinationales par un taux d’imposition sur les sociétés défiant toute concurrence. C’est le cas de l’Irlande où le taux d’impôt sur les sociétés est de 12,5 %, contre plus de 34 % en France. D’autres sont des paradis réglementaires, comme les Pays-Bas où la création de sociétés *holdings* opaques est aisée. Il y a aussi les paradis bancaires, tels que la Suisse et l’Autriche, où le secret bancaire permet aux particuliers et aux entreprises d’échapper aux contrôles fiscaux de leur pays d’origine. La *City* de Londres est le plus grand paradis fiscal car elle est au centre d’un réseau mondial de paradis fiscaux, anciennes colonies de la Couronne (îles Caïman, Gibraltar, Hongkong, Dubaï...), ce qui lui permet d’abriter 55 % des dépôts *offshore* (extra-territoriaux)<sup>(1)</sup>.

*Esther Jeffers et Dominique Plihon*

(1) Shaxson N. (2011), *Treasure Islands: Tax Havens and the Men who Stole the World*, Londres, The Bodley Head.