



## INTERMÉDIATION ET MARCHÉ : QUELQUES REMARQUES

YVES ULLMO\*

L'analyse économique de la réglementation doit se fonder sur les différences de nature entre placement et financement par l'intermédiation d'une part, le marché d'autre part. On relèvera ces différences dans trois domaines : l'information, le risque, la relation avec la clientèle.

39

1) Le fonctionnement du marché financier repose sur la mise à disposition d'une *information collective*, en principe également partagée par tous les acteurs. L'acte de crédit dans l'intermédiation, et, plus généralement les différents aspects de la relation bilatérale banque-client, relèvent d'une *information privative*, dont la contrepartie est le secret bancaire. Le délit d'initié est antagoniste du bon fonctionnement du marché ; au contraire, l'intermédiation est par nature une activité d'initié.

D'où l'importance du rating dans les institutions du marché : il fournit une information accessible à tous, qui se substitue aux lectures personnelles, aux tuyaux, aux rumeurs. Cette information est normalisée par les échelons de la notation. Elle est aussi certainement réductrice : l'agence de rating, qui joue un rôle d'intermédiaire en informations, en sait (en collecte) beaucoup plus qu'elle ne produit. De façon analogue, elle est dépersonnalisée, mais les acteurs professionnels des marchés essaient d'aller plus loin et de recréer une information privative (et vendue) : c'est le rôle de la « recherche », et de l'analyse financière des sociétés de bourse et maisons de titres.

\* Article paru dans la *Revue économique*, volume 41, n° 5, 1990, pp. 939-941.



Par ailleurs, l'établissement de crédit est de plus en plus « dans le marché », soit pour le compte de sa clientèle, soit pour ses comptes propres, d'où le développement de conflits d'intérêts, mal résolus par les *chinese walls* et même la filialisation.

2) *L'intermédiation mutualise le risque, le marché le démutualise.* Ainsi, fondamentalement du risque de crédit : sur le marché, l'investisseur est face à face avec l'emprunteur ; l'établissement de crédit met en pool placements et crédits. Il en va de même pour le risque de taux, supporté directement par l'investisseur sur le marché. De même, en première analyse, pour le risque de transformation (des échéances), mutualisé à l'intérieur de l'établissement de crédit ; mais ici les choses sont plus complexes en ce qui concerne le marché : par nature, il doit fournir de la liquidité, et à cet égard toutes les échéances doivent être également liquides ; mais évidemment le risque de taux s'accroît avec l'échéance.

Au total, à travers la mutualisation qu'opèrent les établissements de crédit, les risques de marché sont remplacés par des risques d'entreprise - eux-mêmes susceptibles d'être appréciés par le marché (cf. le faible PER des banques). Le contrôle prudentiel vise à modérer et à normaliser les risques d'entreprise, reposant sur l'hypothèse implicite que le marché ne suffit pas à cet égard. Pourquoi ?

- Parce que le *risque de système* prend une nature différente selon les deux types d'organisation. Sur les marchés, il s'agit fondamentalement d'un risque de liquidité (cf. la crainte du *melting* lors du krach de 1987). Le risque est collectif ; les conséquences en sont individuelles, au niveau des différents investisseurs. Pour les intermédiaires financiers, le risque de liquidité est au départ individuel (*bank run*) ; il peut devenir collectif à travers l'effet de dominos du marché bancaire.

- D'où le rôle de *prêteur en dernier ressort* de la Banque centrale responsable du système de paiement<sup>1</sup>. La règle du jeu traditionnelle, face aux *bank runs*, est que la Banque centrale fournit de la liquidité face aux mouvements collectifs des apporteurs de dépôts, et qu'elle n'apporte pas de concours aux établissements de crédit devenus insolubles en raison de prise de risques excessive. D'où toutes les précautions contre le hasard moral des prêteurs abusifs, qu'on recherche notamment à travers les modalités du filet de sécurité complémentaire qu'est l'assurance des dépôts. Mais la distinction entre illiquidité et insolvabilité ne tient guère la route en pratique, et est de plus en plus mise en cause par le développement même des marchés financiers et par l'immersion croissante des établissements de crédit dans des marchés. Une banque insolvable met en cause la liquidité des autres banques : effet externe à travers le marché interbancaire. Pour les



établissements de crédit qui débordent de l'activité d'intermédiation pure et se livrent à des activités de marché, illiquidité et insolvabilité dues à des mouvements de marchés tendent à se confondre. Si, par la titrisation, les banques peuvent se débarrasser sur le marché d'une partie de leurs risques de taux et même de crédit (sous réserve du rating des créances titrisées), la tendance croissante à utiliser le *mark to market* pour la comptabilité bancaire accroît la dépendance de l'intermédiation à l'égard des marchés : le jour où les plus ou moins-values constatées à l'occasion d'une titrisation se répercuteront sur la valeur des créances restées au bilan<sup>2</sup>, un changement structurel se sera opéré, et la mutualisation effectuée par l'intermédiation aura perdu l'essentiel de sa signification. Enfin n'oublions pas que les entreprises elles-mêmes se livrent de plus en plus à des activités d'intermédiation financière, même si elles ne gèrent pas à proprement parler des moyens de paiement.

Aussi la Banque centrale devient-elle de fait responsable de la liquidité de l'ensemble des marchés<sup>3</sup> même si son action de prêteur en dernier ressort continue de s'y exercer pour l'essentiel à travers ses relations avec les intermédiaires financiers. Une notation supplémentaire s'impose : l'internationalisation croissante des marchés fait que la liquidité s'internationalise également - alors que les établissements de crédit peuvent continuer à relever d'un tuteur national - d'où la nécessité d'une collaboration entre les divers prêteurs en dernier ressort, voire d'un prêteur en dernier ressort ultime (la FED).

3) *Alors que la relation de marché est impersonnelle, la relation d'intermédiation est bilatérale* et pose tous les problèmes - en s'exprimant de façon volontairement lâche - de la relation principal-agent. Et cela que l'on soit dans le cadre de la relation de clientèle traditionnelle ou dans celui de la banque à l'acte. D'où une série de problèmes spécifiques à l'intermédiation et relevant de la réglementation et/ou de la déontologie :

- l'établissement de crédit doit fournir une information transparente et impartiale à sa clientèle, en l'espèce les investisseurs ;
- il est pris entre deux exigences contradictoires de ses emprunteurs : le « droit au crédit » et la mise en cause de la responsabilité du prêteur en cas d'octroi ou de maintien abusif du crédit (cf. le débat sur le surendettement des ménages) ;
- il doit, toutes les fois qu'il exerce des capacités multiples - on l'a déjà dit -, établir certains cloisonnements entre ses activités alors que ces cloisonnements sont par nature contraires à la mutualisation qu'il opère.

La relation principal-agent se retrouve évidemment dès que les agents non financiers n'ont pas accès directement aux marchés financiers, mais



recourent à des brokers<sup>4</sup>. Mais sans pousser l'analyse, on devine aisément qu'il s'agit là d'un problème radicalement différent : l'exécution d'un ordre avec diligence et de bonne foi. Le broker est un mécanisme dont on pourra se passer avec un écran Reuter ou un téléphone permettant de négocier et de contracter. Le banquier est un « partenaire ».

### NOTES

1. L'effet de dominos peut également jouer entre entreprises non financières, à travers le crédit inter-entreprises. Mais elles ne gèrent pas de moyens de paiement.
2. Au lieu de la pratique traditionnelle de l'estimation des créances à leurs valeurs d'entrée au bilan, plus si besoin des provisions pour risques qui continuent à relever de l'information privative.
3. Même si elles relèvent sans doute d'une motivation différente, les propositions nouvelles de Lowell Bryan, tendant à séparer des banques sans risques spécialisées dans la gestion des moyens de paiement (avec à l'actif des créances sur le Trésor) et des banques prenant en charge les risques de crédit, tendent à résoudre ce problème. En fait, ces propositions vont contre la tendance bien consolidée de la banque universelle. De plus, ce que Bryan ne semble pas avoir vu, même la banque sans risque de crédit est exposée au risque de marché.
4. L'utilisation du terme français « intermédiaire » brouillerait visiblement ici l'analyse.