



# AVANT-PROPOS

GILLES VAYSSET \*

**L**a crise dite du *subprime* que nous traversons depuis l'été dernier montre, s'il en était encore besoin, que la finance est globale. Où sont les cloisons étanches, les frontières, qui auraient pu circonscrire la crise d'un secteur, certes important, de l'économie américaine, l'immobilier, à un échelon national ? Force est de constater que l'éclatement de la bulle immobilière américaine, gonflée au crédit à outrance, a éclaboussé des banques partout dans le monde, ainsi que des assureurs et des réhausseurs de crédit, au point d'entraîner une tension extrême sur les taux à court terme, quelques défaillances qui, pour être isolées n'en sont pas moins retentissantes, et un alourdissement généralisé des bilans bancaires, faisant peser sur la croissance des pays développés l'ombre d'un renchérissement et d'un durcissement durables des conditions de crédit.

C'est qu'à l'expansion mal maîtrisée du marché américain du crédit immobilier « subprime », vendu par des établissements non régulés (au-delà donc de la frontière des activités sous supervision bancaire) à des populations peu solvables, s'est ajouté le développement débridé de techniques de titrisation de plus en plus sophistiquées, permettant de céder ce risque sous l'apparence la plus sûre à un large éventail d'investisseurs. Comme l'indiquent M<sup>mes</sup> Rahmouni-Rousseau et Jassaud, à travers la titrisation, les banques ont en quelque sorte ouvert le marché du crédit aux institutions non bancaires.

L'innovation financière s'est renforcée de l'abondance des capitaux, qui répandent rapidement dans les bilans et les hors-bilan de toute

---

\* Membre du Comité de rédaction de la *Revue d'économie financière*.



nature les produits nouveaux dont ils sont avides : la finance occupe de nouveaux espaces, comme l'eau se répand par les moindres interstices. Certains repères traditionnels sont brouillés, car la sophistication a nui à la transparence et à la bonne compréhension : la valeur historique a été remplacée, dans les bilans, par la valeur de marché, supposée être plus exacte mais dont les événements actuels montrent que, lorsque ces marchés sont « à la casse », elle ne renvoie pas nécessairement une image fidèle. La valorisation « mark to model », sur laquelle une confiance a sans doute été excessivement fondée, renvoie à des questions similaires (compréhension, transparence de l'information). Par ailleurs, les notations des agences (elles aussi de l'autre côté de la frontière des activités régulées) n'ont pas été suffisamment différenciées par type d'instruments, entraînant une inévitable confusion.

Lorsque les frontières sont repoussées par l'innovation, les régulateurs sont confrontés au défi de devoir poser rapidement de nouvelles bornes. C'est une tâche malaisée car, même si la préoccupation prudentielle revient au premier plan (le risque pour les déposants existe toujours, comme le montre le cas de Northern Rock, et la perte de la confiance, du « crédit », est bien le risque majeur pour le système financier), le contexte général reste néanmoins - et il faut s'en féliciter - celui de la liberté des capitaux, de l'innovation, de l'émergence de nouveaux acteurs, de l'offre à distance de services et de la moindre réglementation (« better regulation » le plus souvent, déréglementation parfois).

Le temps n'est pas si loin où les frontières étaient nationales : le professeur Métails retrace les grands traits de l'histoire des secteurs bancaires, cloisonnés, au moins pour la banque de détail, par un carcan légal et réglementaire tenant lieu de protectionnisme qui a commencé à se dissoudre en Europe dans la concurrence communautaire.

La construction européenne est par essence un facteur d'abaissement des frontières et l'industrie financière cherche à tirer le plus possible parti du marché unique des services financiers. La force des particularismes nationaux explique cependant que ce marché unique ne progresse que pas à pas. Henri de Castries, qui souligne que les services sont un des principaux moteurs de croissance de l'économie européenne, défend l'idée du développement accéléré d'une offre paneuropéenne de services financiers en promouvant « le 28<sup>e</sup> régime », c'est-à-dire, par-dessus les particularismes des droits nationaux des 27 États membres, la définition d'un cadre d'harmonisation totale portant sur un nombre limité de points essentiels, produit par produit : il propose, en l'occurrence, de l'appliquer aux produits d'épargne retraite complémentaire. Les idées aussi simples - au moins en apparence - et séduisantes qu'un espace unifié pour les paiements



rencontrent de nombreuses embûches et, comme l'expose Gilles Guitton, la conduite du projet SEPA s'avère périlleuse.

L'Europe est également un des moteurs de la dérégulation. La directive MIF (marchés d'instruments financiers), qui est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007, rebat les cartes pour les Bourses. Ces dernières conservent le seul monopole de l'introduction de titres nouveaux (marché primaire). Pour le reste, les plates-formes de négociation peuvent proposer tout service et entrer en concurrence avec les Bourses. La directive efface également les limitations imposées aux banques françaises, à travers l'obligation de centralisation des ordres sur le marché boursier, et ces dernières peuvent maintenant proposer de nouveaux services, en internalisant l'exécution des ordres de leurs clients, ou en prenant part au développement de plates-formes. Après avoir renoncé à dire leur mot dans le développement des marchés réglementés en cédant rapidement leurs parts dans le cadre de la démutualisation des Bourses, les banques pourraient ainsi chercher à retrouver un rôle dans la définition des services d'investissement qu'elles attendent, ainsi que dans la détermination de leur prix. L'analyse des Bourses et des banques est convergente sur ce point, et de nouvelles stratégies en découlent tant pour les Bourses, comme l'illustre le cas d'Euronext évoqué par Jean-François Théodore, que pour les banques, comme l'indiquent les propos de Dominique Hoenn.

L'effacement des frontières sectorielles est également sensible : l'alliance de la banque et de l'assurance a donné naissance à de puissants groupes financiers, grâce à une logique industrielle et commerciale d'accès au client et d'économie de coûts de gestion et de distribution. La banque a encore pour ambition d'être « universelle » et de proposer à ses clients particuliers une gamme élargie de produits non bancaires, allant bien au-delà de l'assurance-vie ou dommages. D'autant que, dans la sphère de la relation avec la clientèle, elle est attaquée de toutes parts par différents prestataires de services. Le développement d'Internet, le courtage à distance, facilitent l'exercice par le client d'un plus libre choix en matière d'emprunts ou de paiements. Les grands distributeurs s'attaquent aux services financiers, en offrant en complément d'achats, des crédits ou des moyens de paiements. Les opérateurs de télécoms développent également une offre de services financiers. La directive sur les services de paiement, qui entrera en vigueur en novembre 2009 et permettra l'éclosion de nombreux nouveaux acteurs, risque à cet égard de favoriser une remise en cause d'un certain modèle de développement des banques, comme l'expose Philippe Bajou.

Dès lors, les banques cherchent à consolider leur relation client en offrant une gamme plus intégrée de services. L'immobilier en constitue un exemple et Nicolas Mérindol explique pourquoi les Caisses



d'épargne sont devenues, à l'instar d'autres banques, un acteur important du secteur après avoir procédé à l'acquisition progressive d'une « chaîne » de prestataires de services immobiliers. Le développement d'une offre de services à la personne, en complément notamment des moyens de paiements comme le CESU, constitue un autre exemple.

On attend également le développement d'une offre de produits « islamiques », déjà répandue outre-Manche pour la clientèle des particuliers, susceptible de capter et de fidéliser une frange de la population. Mais le développement le plus spectaculaire sur ce terrain viendra des obligations « charia compliant », privées ou publiques, susceptibles de favoriser le recyclage des capitaux en provenance des pays musulmans, de la péninsule arabe ou d'Asie.

Toutes ces évolutions sont autant de défis pour les régulateurs de tout type. Les autorités nationales, ou européennes, s'interrogent sur la nécessité de garder certains moyens de contrôle sur des acquisitions d'entreprises nationales par des capitaux étrangers ou d'imposer aux fonds souverains des codes de conduite. Pourtant, dans le même temps, l'ambition de réussir le marché unique des services financiers justifie que soient aplanis tous les obstacles à la libre circulation des capitaux et aux OPA transfrontières : la nouvelle directive sur les changements de contrôle des entités du secteur financier vise à circonscrire leur évaluation à une liste limitative de critères prudentiels au point qu'il est légitime de s'interroger sur le fait de savoir si l'amointrissement des marges de manœuvre des autorités prudentielles compétentes ne se fait pas au détriment de la sécurité de ces opérations. En dehors du secteur des services financiers, on observe également que le retrait de la part que les États prennent au développement des infrastructures conduit à de nouveaux équilibres. Les banques sont invitées à réinvestir sous la forme nouvelle des partenariats public-privé le domaine (délaissé ?) des concessions de service public. Mais en prenant part au montage de grands projets, elles favorisent, le cas échéant, l'arrivée de capitaux étrangers qui provoquent des réactions nationalistes.

Le développement de la bancassurance présente également des effets importants sur un plan macro-prudentiel. La diversification des activités de ces grands groupes peut contribuer à la réduction du risque global, comme le rappelle Philippe Trainar, qui précise cependant les limites de la « décorrélation » entre risques dans la banque et l'assurance. L'émergence de grands conglomérats financiers pose la question de leur contrôle par les superviseurs (qui peuvent être d'autant plus nombreux à se trouver impliqués que certains États comptent une autorité par secteur) : l'expérience de l'Interim Working Committee on Financial Conglomerates, regroupant à l'échelon européen des superviseurs de



la banque ou de l'assurance, montre qu'il s'agit d'un vaste chantier. Les difficultés tant techniques (consolidation, détermination des fonds propres...) que pratiques (modalités de la supervision en « collège ») ne permettent que des avancées progressives.

Cerner les risques et évaluer si l'organisation de leur contrôle ainsi que le niveau des fonds propres permettent de considérer qu'ils sont à la fois maîtrisés et financièrement couverts, est un enjeu majeur. L'innovation rend plus délicate la bonne mesure du risque, son évaluation, sa gestion et son contrôle. Les avancées de la nouvelle réglementation de la solvabilité « Bâle II » témoignent de la forte prise de conscience que les risques augmentent, se diversifient et qu'ils incorporent, outre la dimension traditionnelle du crédit, les risques de marché, les risques opérationnels, de conformité ou de réputation : la crise dévoile que les fonds propres des banques n'ont pas toujours augmenté en due proportion des risques (certains sous-estimés, d'autres supposés cédés et qui reviennent dans le bilan à la suite d'une réintermédiation subie...). La crise actuelle montre également que le risque de liquidité, en dépit de l'abondance globale de liquidités, demeure un risque majeur qu'il convient de mieux prendre en compte dans le contrôle, notamment en y appliquant des *stress tests*, et dans la détermination de la stratégie des banques.

Les barrières sont-elles devenues trop basses ? Nul doute que certaines réglementations doivent être « revisitées » et, le cas échéant, renforcées. Il faut sans doute s'assurer que certains types de risque sont suffisamment bien pris en compte dans la directive « Bâle II » (risques de hors bilan notamment) et son application : meilleur « management du risque » à travers notamment une plus grande prise en compte des risques de corrélation, de concentration, de « reconsolidation », de refinancement. La titrisation des prêts *subprime* a pu créer l'illusion que des créances de long terme pouvaient devenir liquides et que les risques attachés pouvaient être disséminés, alors que manifestement leur diffusion a recréé des forts effets de concentration, ne serait-ce qu'à travers les garanties des réhausseurs de crédits (assureurs « monolines » américains). Les autorités de contrôle seront vraisemblablement moins hésitantes à poser, lors de l'examen des situations de chaque banque dans le cadre du Pilier II, des exigences additionnelles de fonds propres si la gestion du risque leur apparaît insuffisante. On peut certes regretter la coïncidence temporelle de la crise du *subprime* et de la mise en œuvre concrète de « Bâle II », qui n'a pas permis un rodage et d'éventuels réglages en douceur des nouvelles normes. Mais, globalement, la réglementation actuelle a bien jeté les bases permettant de bâtir un contrôle efficace.

En revanche, une réflexion doit être engagée sur certains sujets qui



ne relèvent pas nécessairement de la réglementation prudentielle sachant d'une part, que tous les protagonistes de la crise ne sont pas des entités régulées et, d'autre part, que certains comportements doivent être abordés par l'autorégulation, sauf à se lancer dans une course à l'hyper-réglementation, nécessairement perdante compte tenu du développement, par ailleurs souhaitable, de l'ingénierie financière. La crise invite en effet à ne pas perdre de vue quelques idées essentielles :

- Quelle finalité pour les normes ? La norme de comptabilisation à la valeur de marché répond certainement au souci d'une référence commune, claire, liée aux évolutions économiques et à la réalité des transactions, pour la valorisation d'une large part des éléments d'actif et de passif (instruments financiers, portefeuille de transaction, actifs « disponibles à la vente »). Mais doit-on pour autant considérer que la valeur de marché constitue la référence absolue ? La responsabilité des banques ou des assurances est de garantir la sécurité des épargnants et des assurés et d'assurer les conditions durables d'un bon financement de l'économie. Cette stabilité des conditions du développement constitue certainement l'objectif ultime auquel les normes doivent normalement contribuer. Sans remettre en cause le principe même de la norme de *full market value*, son application ne devrait cependant pas avoir pour effet de transmettre directement les turbulences du marché sur toutes les catégories d'actifs concernées et en toutes circonstances, en particulier quand le marché disparaît (et que, comme aujourd'hui, les Banques centrales interviennent pour consolider des portefeuilles devenus incessibles). La valorisation constituera vraisemblablement un chantier majeur de réflexion dans les prochains mois, du moins s'agissant de certaines classes d'actifs ou de certaines situations. La proche finalisation de la directive Solvency II y invite également dans la mesure où les entreprises d'assurance sont d'importants investisseurs à long terme en actions et apportent ainsi une contribution substantielle au financement long des entreprises qu'il n'est pas souhaitable de déstabiliser par le jeu d'une norme inadaptée.

- Quel champ pour les normes ? Une réflexion est nécessaire sur les activités financières ou connexes (la notation) aujourd'hui en dehors de tout contrôle, en vue si ce n'est d'une régulation, tout au moins d'un cadre international de référence.

- Normes et marché doivent trouver leur point d'équilibre dans une gouvernance pleinement responsable. Les organes exécutifs ou délibérants des banques et des assurances doivent s'impliquer de manière accrue dans la définition des stratégies, l'examen des « business case »



(balance rentabilité/risques), dans l'octroi des « incentives » (adéquation des primes avec la politique de risques), dans le contrôle interne et la conformité ainsi que dans la qualité de l'information financière. Des codes de conduite, dont la profession prendrait l'initiative et qui pourraient le cas échéant être homologués, serviraient d'utiles jalons. L'adéquate formation professionnelle des personnels constitue également un défi, comme le rappellent Olivier Robert de Massy et Geneviève Lhomme. Une démarche similaire d'analyse mériterait d'être conduite par les agences de notation, visant à dresser un état des bonnes pratiques en matière de méthode d'évaluation, de prévention des conflits d'intérêt, d'information sur le contenu des évaluations (y compris des échelles différenciées selon la nature des instruments évalués).

- Les banques ne doivent pas perdre de vue leur fonction sociale : à cet égard, alors que la question de l'autorisation donnée aux associations agréées d'octroyer des microcrédits sociaux en exemption de la loi bancaire va être débattue dans le cadre du projet de loi de modernisation de l'économie, Michel Lecomte nous invite à considérer les inconvénients à développer le microcrédit social en dehors du système bancaire.

- Les banques ne doivent pas perdre de vue non plus leur cœur de métier. Les instruments de marché sont l'indispensable complément des transactions réelles ou financières. Les départements de marché assurent un apport croissant aux résultats des banques. Mais le développement de leur activité ne doit pas faire peser un risque sur l'activité plus traditionnelle de crédit (au risque également de déstabiliser la confiance des déposants) : à cet égard, Guillaume Alméras nous rappelle utilement que le financement des PME reste, en quelque sorte, l'éternelle frontière de la banque.

