

RÉPARER APRÈS LA CRISE : D'ABORD SORTIR DE LA CONFUSION

VIVIEN LÉVY-GARBOUA *

Nous vivons une situation paradoxale : pour l'essentiel, le diagnostic de la crise et de ses causes est bien établi. Mais le pronostic reste incertain sur les conséquences finales de cette tempête et sur les mesures à prendre pour éviter qu'elle puisse se reproduire. C'est de ce dernier aspect qu'il va être question ici, en se limitant au volet financier de la crise et en laissant, par conséquent, de côté son impact sur la macroéconomie, qui se déroule devant nous depuis quelques mois. La thèse que je vais chercher à illustrer est que nous sommes dans un moment de confusion au double sens du terme : confusion quant aux moyens de remédier aux dysfonctionnements observés dans le système financier, mais aussi confusion tout court, comme un accidenté après un traumatisme. Cette confusion vient de ce que la perspective des acteurs s'est renversée : ce qui était vrai il y a peu ne l'est plus ; la manière de penser a changé ; on demande à chacun de modifier ses croyances, de faire demi-tour et de remettre en cause ce à quoi il a cru.

367

Plutôt que de rappeler les caractéristiques de la situation présente, pour l'essentiel connues, et pour lesquelles de bonnes références existent (Shin, 2009 ; Jacquillat et Lévy-Garboua, 2009, Rochet, 2008 ; Tirole, 2008), je propose d'illustrer mon propos à travers deux thèmes : la dialectique de la réglementation et de l'autorégulation, celle de la banque et des marchés.

* Senior Advisor, BNP Paribas.

L'auteur remercie Gérard Maarek pour ses commentaires.

*NO EASY FIX ET DOUBLE BIND :
LE CAS DE L'AUTORÉGULATION*

La crise actuelle fait penser à la propagation d'un feu de forêt : l'étincelle des *subprimes* est le déclencheur, la propagation du feu est facilitée par le matériau combustible de la titrisation, par le vent fort des déséquilibres macroéconomiques et de la monnaie abondante, et les coupe-feu usuels qui permettent de cantonner les risques ont été levés par la globalisation. Dans l'urgence, les pompiers de toute nature ont ressorti la quasi-totalité de leurs lances à incendie, y compris celles considérées depuis longtemps comme démodées ou inefficaces : dans l'ordre de la finance, la nationalisation des banques, le contrôle du crédit, la planche à billet ; dans l'ordre de l'économie réelle, les politiques de relance budgétaire keynésiennes, les allègements fiscaux et les grands travaux, le *policy mix*, la trappe de liquidité, le paradoxe de l'épargne, la préférence pour la liquidité...

Il n'y a pas de solution facile (*no easy fix*) à la correction des dysfonctionnements observés : les choses sont complexes (chacun des éléments de l'ensemble constitue une horlogerie délicate, difficile à démonter et à analyser en profondeur, au-delà des apparences), l'interdépendance est forte et oblige en permanence à raisonner simultanément à l'échelon des acteurs individuels, des réglementations nationales et des processus régionaux ou mondiaux, et la confrontation des deux logiques de la microéconomie, celle des comportements individuels et des incitations, et de la macroéconomie, avec ses réactions en chaîne et ses effets qui dépassent et contredisent les raisonnements individuels, est obsédante.

La finance présente, en outre, une pathologie sociale particulière et offre, à l'échelle des institutions, un exemple parfait de ce que les Américains appellent le *double bind* (la double contrainte), que les Français ont traduit par « injonction paradoxale » et qui consiste à donner à quelqu'un des ordres contradictoires, mais néanmoins impératifs. Cette situation où un individu reçoit deux ordres contradictoires, mais auxquels il ne peut échapper et qui lui sont assénés avec une autorité morale et une force qui lui font violence, peut conduire à la schizophrénie, comme l'ont montré, dans les années 1950, les travaux de Bateson (1956) et de l'école de Palo Alto.

Une telle situation caractérise aujourd'hui la finance. Quels sont - en dehors des *subprimes* - les « coupables » de la crise, les produits ou les pratiques qui ont contribué à mettre la planète financière sens dessus dessous ? Deux candidats viennent naturellement à l'esprit : la titrisation et la valorisation de produits complexes, comme les dérivés. Or, ce sont les deux principales innovations des activités de marché de ces quinze

dernières années et, de l'avis de tous, des progrès certains pour la couverture et la répartition des risques. On est donc face à une double injonction :

- il faut changer ces produits et ces pratiques qui se sont révélés si profondément défailnants dans la crise 2007-2008 ;
- il n'est pas question de les supprimer ou d'y renoncer, tant ils sont devenus essentiels au fonctionnement des marchés et de l'économie.

La solution à ce genre de conflit consiste à dépasser la contradiction et à trouver un angle d'attaque qui restitue leur cohérence, en même temps qu'à dépassionner le débat. Cela veut dire, ici encore, prendre de la distance et analyser finement les sujets, loin des raccourcis faciles et des schémas superficiels : *there is no easy fix*.

Une crise est toujours la remise en cause des « croyances passées »¹. Or, les croyances sont des énoncés non démontrés, que les gens considèrent comme justes, vraies. Toute période d'emballement comprend des croyances, celles qui sont véhiculées par les médias, les chroniqueurs, les analystes, tous ceux qui font l'opinion de la communauté économique et financière, et ces croyances sont ce qui fait dire, immanquablement : « Cette fois, c'est différent ». Différent parce que l'inflation est durablement éliminée du fait de la concurrence des pays à bas coûts de main-d'œuvre ; différent parce que la croissance des BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) va tirer celle de l'économie mondiale pendant au moins une décennie et entraîner celle de régions entières peuplées et actives ; différent parce que les bas taux d'intérêt permettent de financer l'investissement et la demande de biens durables nécessaires à la prospérité. Telle était la croyance des années 2005-2007, celle qui permettait d'occulter les problèmes patents, les inégalités, le déficit américain, l'affaiblissement du dollar et l'endettement excessif, de les nier au point de ne pas même vouloir s'inquiéter (et encore moins agir sur) du gonflement de la bulle immobilière.

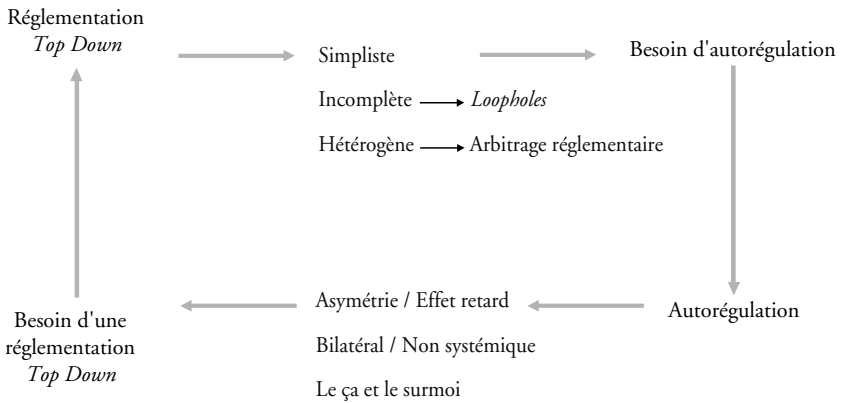
Ces croyances n'épargnent pas la finance ; au contraire, elles y trouvent un terrain particulièrement propice. Elles se mettent en scène dans un univers enclin à l'emballement et toujours à l'affût de nouveaux concepts qui, à certains moments, permettent du progrès et, à d'autres, traduisent un déni de la réalité et caractérisent la phase quasi psychotique du *boom* financier, celle qui précède le krach.

Ce sont donc les concepts que la période actuelle nous oblige à mettre en cause et, en tout cas, à revisiter. L'analyse de l'autorégulation en est un premier exemple.

Les réformes dites « Bâle II » ont adopté une approche *bottom-up*, basée sur une concertation avec les banques et sur l'acceptation de « modèles internes » pour calculer les trois principaux constituants du capital, ceux associés au risque de crédit, au risque de marché et

au risque opérationnel. Bien sûr, les modèles internes font l'objet d'un processus de validation par le régulateur principal ; bien sûr, le « Pilier II » sert à assurer une marge de précaution, en partie discrétionnaire, au régulateur. Mais les modèles internes sont construits et élaborés par les banques elles-mêmes et cela leur donne un « avantage » réel dans la discussion avec le régulateur. Existe-t-il d'ailleurs une autre solution ? L'ambition de Bâle II est si grande que, dans l'univers complexe de la finance, personne mieux qu'une banque n'est à même de « modéliser » son propre fonctionnement et ses risques. Ce processus s'inscrit alors dans l'enchaînement de la « boucle paradoxale » de la réglementation (cf. figure 1).

Figure 1
Enchaînement de la « boucle paradoxale » de la réglementation



370

Au début (étape 1), la réglementation est *top down* : le régulateur fixe des règles, la banque les met en œuvre, ce qui, dans le monde moderne, finit par révéler ses insuffisances. Elle ne tient pas compte de la complexité qui caractérise le paysage financier, de la diversité des situations et des interdépendances, elle est trop simpliste et rigide ; étant simpliste, elle ne traite pas toutes les situations et présente des failles (*loopholes*) qu'il est inévitable de voir se multiplier ; si elle est élaborée sur une échelle nationale ou régionale, elle s'applique inégalement et permet des arbitrages réglementaires ; si elle ne s'applique pas à tous les acteurs, elle biaise les choix.

Ces insuffisances sont prises en compte par le régulateur, lorsqu'il en voit des effets pervers. Mais pour y remédier, il faut abandonner l'illusion du régulateur omniscient et adopter une approche plus en phase avec la complexité du monde : faire confiance aux experts et aux professionnels et passer à une approche *bottom-up* de concertation,

voire de déconcentration du contrôle. On entre dans le domaine de l'autorégulation et des « codes de conduite », dans le monde de la réglementation basée sur des principes et le *light touch* (étape 2).

Mais l'autorégulation a elle-même ses défauts :

- l'asymétrie d'information entre la banque et son contrôleur fait que celui qui contrôle ne peut pas avoir une connaissance aussi fine que celui qui est contrôlé, et se trouve ainsi en situation d'infériorité dans son jugement ;

- en supposant que cette difficulté soit surmontée - et elle peut l'être avec le temps et l'expérience du modèle partagée entre la banque et son régulateur -, le caractère « bilatéral » de cette approche est une faiblesse que la crise a révélée. On peut modéliser dans une banque les risques de cette banque, mais pas les risques des autres banques et l'interdépendance entre ces risques, ni les effets de ricochet qui sont pourtant au cœur du risque systémique que nous connaissons ;

- enfin, la méthode demande au contrôlé de dire au contrôleur comment le contrôler efficacement. Ce n'est pas naturel. On peut être conscient de la nécessité de la régulation, mais on ne peut pas demander aux banques d'être « masochistes ». Les Anglais ont un terme qui renvoie à la psychanalyse : « régulation du « moi » (*selfregulation*) ». Chez un individu, on ne peut, pour paraphraser Freud, demander au « ça » de jouer le rôle du « surmoi ». Le « ça » représente une force de vie, d'innovation, qui souhaite avant tout se libérer des contraintes et des entraves et qui recherche le « plaisir » ; le surmoi est le censeur « interne », celui qui internalise les valeurs et les interdits du monde extérieur. Le moi doit forcément - c'est son rôle - faire un compromis entre les deux et, sauf à être écrasé par le surmoi, ce sera bien sûr un compromis, pas un alignement sur les impératifs extérieurs. La méthode est intéressante, mais en aucun cas, elle ne peut fonctionner par gros temps, lorsque la banque doit être contrôlée très étroitement.

Il ne s'agit pas de dire que les banques cherchent à « tricher », ni que ces efforts de modélisation ne valent rien. C'est tout le contraire : Bâle II constitue un progrès sensible sur Bâle I et les banques ont consacré de réels efforts à documenter, analyser, collecter des données, corriger leurs modèles, et ce travail est indispensable. Mais, pour les raisons que nous avons vues plus haut, cela ne sert pas à grand-chose si l'on ne consacre pas un énorme effort à analyser les résultats, à les mettre bout à bout, à les contester, à les compléter. Et ceci est autant le travail du régulateur que celui du banquier. Et il ne suffit pas, dans un univers complexe, de regarder le résultat final, mais de voir comment il est obtenu : encore faut-il savoir poser les bonnes questions.

Il faudrait donc en revenir à une régulation « pure et dure », dictée par les autorités prudentielles : la boucle est bouclée. Évidemment, cette

boucle, au lieu d'être vue comme une impasse, peut être interprétée positivement comme une démarche nécessaire, une spirale ouverte plutôt qu'une boucle fermée, c'est-à-dire un processus d'itération entre le régulateur et le monde financier privé, le seul possible dans un monde complexe. Mais cette itération prend du temps et, dans ce temps précieux, le monde a changé, les problèmes s'accroissent et échappent à la maîtrise, si bien que l'on risque d'être toujours en train de régler la précédente crise et de laisser s'échapper celle qui menace demain. La surveillance est nécessaire, mais elle demande beaucoup de courage et de présomption.

Deux conclusions peuvent être esquissées : le secteur financier est un secteur particulier, où concurrence et réglementation sont indissociables. Cette réglementation ne peut être réduite à celle qui accompagne la politique monétaire, dont le rôle crucial est de fournir un ancrage nominal. Elle doit comprendre un volet réglementaire, destiné à éviter l'instabilité systémique, à fournir les infrastructures nécessaires, à fixer les règles du jeu, pour assurer un ancrage prudentiel aussi nécessaire que l'ancrage nominal. Et, comme dans une famille, il faut éviter que les rôles se mélangent et que les frontières soient trop floues. Il y a un rôle pour la banque centrale, en charge de la monnaie, des infrastructures de paiements et de prêteur en dernier ressort ; il y a un rôle pour le régulateur prudentiel chargé de fixer les normes et les sanctions et d'assurer la solidité des marchés et des acteurs financiers ; il y a un rôle pour les banques et les autres acteurs financiers, qui doivent viser le profit et le développement dans ce cadre imposé en respectant les règles d'éthique, si importantes lorsqu'on traite de confiance et de l'argent des autres.

372

LA BANQUE ET LES MARCHÉS

Une confusion bien plus grave concerne les marchés. La crise a jeté un tel discrédit sur eux, leurs « abus », la vulnérabilité qu'ils créent, que l'opinion rejette tout en bloc. Et, chez les experts, renaît la controverse du Glass Steagall Act, c'est-à-dire le débat sur l'opportunité de séparer les activités de marché de la banque de détail et de cantonner strictement les premières, pour ne plus considérer l'intermédiation bancaire traditionnelle qu'offre la seconde. Ici encore, la confusion est grande, dans les deux sens du terme. La confusion « tout court » résulte de la grande culpabilité qui frappe les banques de marché et du rôle de bouc émissaire qu'on leur fait jouer. Surtout, elle est au centre du *double bind* dont on a parlé plus haut. Penser que la réintermédiation sera un retour à la situation antérieure est une erreur : la banque est dans les marchés et elle le restera, car il ne peut plus en

être autrement désormais. Mais la confusion sur les concepts est tout aussi importante et c'est d'elle qu'il va être question dans ce qui suit. Nous allons, à des fins pédagogiques au moins, opposer deux logiques, celles de la banque et des marchés, et analyser comment ces deux logiques se sont mélangées, progressivement, pour le meilleur et pour le pire.

Les deux modèles

Selon que l'on est opérateur de marché ou banquier, la logique économique n'est pas la même (cf. tableau 1).

Tableau 1
Logique économique entre opérateur de marché et banquier

Marchés	Banques
« Parier » avec des couvertures partielles	« Originer » et se faire rembourser
Suivi rapproché	Relation client à long terme
Acheter et (pour) vendre	Conserver
Liquidité assurée	Illiquidité comme présupposé de base
Stock de titres et gains en capital	Flux et revenus
Horizon court	Horizon long

L'homme de marché fait - sauf lorsqu'il s'agit de couvrir strictement une opération - des paris pour lesquels sa couverture est (presque) toujours partielle ou imparfaite et ceci même dans des opérations de clientèle (par opposition aux positions pour compte propre). Simplement, il assure un suivi de ses positions extrêmement rapproché, quotidien, voire heure par heure. Il suit en permanence les prix, la valeur de son exposition et le fait grâce à des modèles et des outils de calcul élaborés qui lui permettent d'interpréter ce qui se passe sur le marché et lui donnent une grande réactivité. C'est cette réactivité qui, normalement, lui permet de limiter ses risques. Il est, même pour une opération clientèle, face au marché, très rarement face à un client, une fois l'organisation du *deal* faite.

Le banquier, lui, reste en permanence avec son client qui est d'ailleurs son unique contrepartie, son risque principal. Il joue son rôle d'origination, de fournisseur d'un produit, mais il est obsédé par son remboursement quand il fait un crédit. Sa marge est si faible qu'elle n'autorise pas le moindre écart par rapport au risque : il doit être assuré d'être intégralement remboursé. L'information qu'il a sur son risque vient d'une fréquentation assidue, dans le cadre d'une relation de long

terme. Il conserve son risque pendant une longue période, alors que la logique du marché est celle de la vente et de l'achat. Tout risque détenu est fait pour être cédé et le plus vite sera le mieux. Son horizon est court et la liquidité est essentielle : pour sortir de sa position, pour valoriser le risque et le rendement, pour réaliser la plus-value souhaitée (ou pour limiter la perte, le cas échéant). Le banquier travaille sur des produits essentiellement illiquides et conçus en général comme tel, avec l'idée, non de faire une plus-value ou de vendre plus cher qu'il n'achète, mais d'encaisser le flux d'intérêts et de s'assurer que le client génère suffisamment de revenus pour faire face aux échéances et pour assurer la « sortie » de ses crédits.

Les logiques du banquier et de l'opérateur de marché sont donc très différentes sans qu'on puisse dire que l'une est supérieure à l'autre : tous deux travaillent pour des clients, contribuent à l'évaluation et à la bonne allocation des risques, facilitent le financement de l'économie ; tous deux sont utiles à la société et à l'économie réelle.

Vrais et faux marchés

Une première confusion est née de ce que l'on a perdu de vue ce qui caractérise un marché. De même que, en se moquant d'eux-mêmes et en paraphrasant Jacob Viner, les économistes définissent l'économie comme « ce que font les économistes », de même pourrait-on aujourd'hui définir les produits de marché comme « ceux que traitent les opérateurs de marché ».

C'est un peu court : un marché est caractérisé par sa liquidité, c'est-à-dire l'existence d'un marché secondaire permanent et qui établit des prix représentatifs. Cette définition des marchés peut se décliner selon de nombreux attributs et c'est la présence de certains de ces attributs (mais pas tous) qui conduit à assimiler de nombreux produits à des produits de marché :

- la capacité d'établir un prix facilement et de manière incontestable est essentielle, on l'a dit. C'est ce que certains auteurs ont appelé la « liquidité de marché » (l'existence d'un prix « normal » et accepté par tous) par opposition à la « liquidité du *financing* » (la capacité à faire face à ses engagements par la mobilisation de ressources disponibles dans des conditions « normales »)². Ce critère renvoie à au moins trois autres : l'existence d'un *market-maker* (c'est-à-dire d'un agent qui s'est engagé à acheter ou à vendre dans une fourchette de prix - *bid-ask* - à chaque instant) ; l'existence d'un marché secondaire, d'un marché d'occasion où l'on peut revendre le produit et lui donner une valeur en cours de vie ; la cotation fréquente avec ce que celle-ci suppose : l'accord sur un critère de valorisation (par le « marquage au modèle » ou la confrontation des offres et des demandes) ;

- le nombre d'intervenants est un autre critère : en période de crise, on a vu que des marchés disparaissent, faute d'intervenants ;
- la standardisation permet de distinguer les produits de gré à gré des produits de marché réglementés, mais peut-être aussi les produits simples (*vanille*) des produits complexes ;
- l'existence d'une modalité de compensation est un autre critère, ce qui veut dire que les produits sont suffisamment standardisés pour pouvoir se *netter* (que ce soit par internalisation, compression ou *via* une chambre de compensation) et qu'une garantie de bonne fin et d'indépendance de la contrepartie est assurée ;
- la notation a souvent été prise - à tort - pour un critère essentiel de marchandisation d'un produit. En réalité, la crise nous a révélé que bien des CDO (*collateralized debt obligations*) d'ABS (*asset backed securities*) ont été notés (parfois même très bien) sans avoir de marché, ni de prix ;
- la transparence est aussi à prendre en compte. Celle des prix et des valeurs, mais aussi celle de l'information. Il peut s'agir d'éviter les abus (dus à des asymétries ou à des informations privilégiées), d'assurer une bonne compréhension du produit par les acheteurs, voire même de vérifier que les produits sont appropriés aux caractéristiques des parties à l'échange ;
- la valorisation au prix de marché (*mark to market*) est un critère fourni par les normes comptables : si un produit de marché doit donner lieu à du *trading*, il doit être marqué au marché. S'il est marqué au marché, c'est bien qu'il existe un prix qui l'assimile à un produit de marché.

375

Le respect de l'ensemble de ces critères est rarement satisfait, si bien qu'il y a en réalité peu de véritables produits de marché. Surtout, entre les produits standardisés, cotés de manière organisée et qui donnent lieu à des marchés liquides et profonds, et les produits « sur mesure » qui, bien souvent, ne sont guère différents des produits de financement, s'est développée une zone grise de produits « ambigus » ayant certains attributs des produits de marché, mais clairement pas tous et en tout cas pas en toutes circonstances. Le cas le plus important est celui des fonds qui supposent un marché secondaire qui n'existe pas toujours, alors qu'il serait essentiel. Les produits de titrisation ont été aussi dans ce cas, dans la mesure où ils ont donné lieu à une cotation régulière et ont bénéficié de notations.

À partir de ces attributs et de l'expérience de la crise des deux dernières années, on peut classer les principaux produits, selon qu'ils donnent lieu à un « vrai » marché ou non (cf. tableau 2 ci-après).

Tableau 2
Classement des principaux produits selon les types de marchés

Vrais marchés	Quasi-marchés (zone grise)	Hors marché
Actions	<i>Credit default swaps</i> (CDS)	Produits structurés
Obligations (d'État)	Obligations (<i>corporates, high yield</i>)	Crédits
Marchandises (pétrole...)	Papier commercial	<i>Equity financing</i>
Changes	Dérivés OTC	
<i>Futures</i>	Papiers titrisés	
<i>Swaps</i> de taux d'intérêt	Produits de fonds <i>Swaps</i> de change	

La confusion des prix

Une confusion supplémentaire vient de la superposition des normes comptables, des règles prudentielles et de la configuration de liquidité actuelle des marchés.

La comptabilité d'abord. Elle pose comme principe de base que les actifs et les passifs doivent être évalués à leurs « justes prix » (*fair value*) et que le juste prix est le prix de marché. Dans la pratique, la distinction entre un prix de marché et un prix comptable peut se justifier de deux manières :

- parce que le prix de marché n'existe pas, ou pas tout le temps, ou que le nombre de transactions est trop faible pour considérer comme une référence les prix qui résultent de ce faible nombre d'observations et que, dans ce cas, il faut se référer à autre chose ;
- parce que le prix de marché est soumis à des aléas de court terme nombreux et importants, susceptibles de l'éloigner d'une valeur fondamentale, d'une sorte de prix d'acquisition défini par un modèle ou un lissage dans le temps des valeurs instantanées.

D'où une autre interprétation possible des règles comptables IFRS (International Financial Reporting Standards). C'est en fonction de l'activité (*business model*) que l'on doit choisir le prix adapté à la comptabilisation :

- dans un modèle de *trading*, c'est le domaine de la *fair value* ;
- dans un modèle « bancaire », c'est le coût historique qui est le plus pertinent ;
- dans les situations intermédiaires, c'est un *mix* des deux.

À ces trois modèles, les normes comptables ont associé trois catégories (*trading, available for sale, held to maturity*). On est donc tiraillé entre deux lectures contradictoires : la *fair value* pousse à faire du prix de marché la règle universelle et à tout ramener à elle ; le principe

d'adapter la valorisation au modèle de l'activité pousse à faire autrement. Les normes prudentielles introduisent un autre découpage (cf. tableau 3).

Tableau 3
Catégories de modèles et découpage des normes prudentielles

Normes	Comptabilité IAS 39	Prudentiel Bâle II
Catégories de modèles		
<i>Trading</i>	<i>Fair value</i> (profit et perte/bilan)	<i>Trading book</i> (VaR)
<i>Available for sale</i>	<i>Fair value</i> (bilan) Coût historique (profit et perte)	<i>Banking book</i> (bilan)
<i>Held to maturity</i>	Coût historique (profit et perte/bilan)	<i>Banking book</i> (bilan)

Le *trading book*, dont le risque est évalué à travers la *value at risk* (VaR), c'est-à-dire à partir de modèles, est distingué du *banking book* qui inclut les activités du modèle bancaire et celle du modèle mixte, considérées comme un tout, ce qui, au vu de ce qui a été dit plus haut sur les « vrais » marchés, est sans doute réaliste. Pour le régulateur donc, seuls comptent le *mark to model* et le coût historique.

377

Enfin, la liquidité a son mot à dire. Quand elle est abondante, les prix sont plus faciles à trouver ; quand elle vient à faire défaut, on change de régime économique et l'on bascule d'une économie de marché à une économie de *funding*, d'une logique de prix à une logique de portage, un peu comme on distingue en macroéconomie un régime classique (où les prix sont flexibles et s'ajustent rapidement) d'un régime keynésien (où les prix sont inertes et les ajustements se font par le rationnement). Dans les périodes d'illiquidité, c'est le retour de l'économie d'endettement et de la prépondérance des bilans et de leurs contraintes.

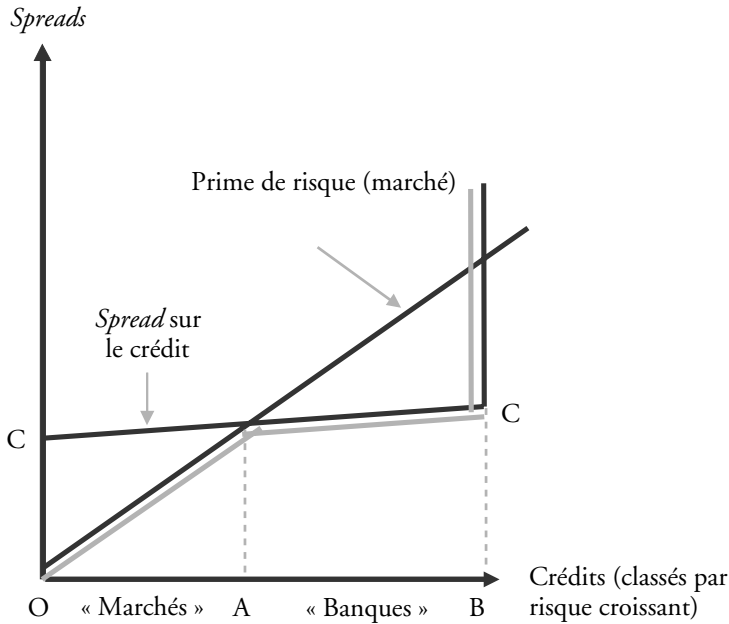
D'un modèle à l'autre : le glissement

Les quinze dernières années ont, par étapes successives, fait passer d'un modèle de crédit bancaire traditionnel à un modèle hybride et c'est ce glissement que l'on va illustrer maintenant.

Étape 1 : désintermédiation simple

À la fin des années 1980, dans un pays comme la France où l'intermédiation bancaire est prédominante se produit un premier type de désintermédiation (cf. figure 2 ci-après).

Figure 2
Premier type de désintermédiation



378

Sur la figure 2, les crédits sont classés par ordre de risque croissant (près de l'origine, le risque est très faible et il va croissant à mesure que l'on se déplace vers la droite) et, en ordonnée, la « prime de risque » associée à chaque crédit est représentée. Les conditions de marché sont calées sur cette prime (c'est le *spread* qui est demandé pour un financement obligataire, par exemple), tandis que les *spreads* bancaires discriminent beaucoup moins entre les meilleures signatures et les moins bonnes (c'est la droite (CC) de pente faible qui représente ce phénomène) jusqu'à ce que le risque devienne inacceptable et que le rationnement du crédit s'opère. Cette discrimination insuffisante est, elle-même, le résultat de la réglementation prudentielle dite Bâle I qui accordait à tous les risques la même pondération dans le calcul du capital réglementaire. Dans ces conditions, l'emprunteur - en pratique, une grande entreprise - va privilégier la solution la moins coûteuse pour lui : le marché va donc financer les meilleurs risques, la banque les moins bons. C'est à un tel mouvement que l'on assiste au début des années 1990 : une désintermédiation se produit et laisse les banques avec les risques les moins bons (sous-tarifés). Ce phénomène est la conséquence de la concurrence entre le financement de marché et le crédit bancaire et, dans cette première forme de désintermédiation,

les deux modalités de financement restent séparées : la banque est clairement distincte du marché.

Étape 2 : originate and distribute (2000-2007)

Dix ans plus tard, un modèle de banque « éclatée » se met en place, mis en avant par les experts de McKinsey (Bryan, 1989) et défendu en France par André Lévy-Lang qui cherche à tirer le meilleur parti de la décomposition de la chaîne de valeurs du crédit et des progrès technologiques. La titrisation prend naissance et conduit à une nouvelle forme de désintermédiation bancaire qui touche à la fois l'actif et le passif des banques. Au modèle prévalant jusqu'alors, selon lequel « les crédits font les dépôts », un autre schéma se substitue : « les crédits font les titres ». Ce schéma va être encouragé par la réglementation, dans la mesure où il permet aux banques de fournir une prestation de services rentable sans le risque correspondant au crédit. Il permet également une répartition du risque et, *in fine*, ne présente que des avantages. On connaît les faiblesses qui sont apparues en 2007 lors de la crise des *subprimes* : une transparence insuffisante sur la détention des titres, une liquidité des titres insuffisante ainsi distribués par le fonds commun de créances et une défaillance des agences de notation. Si l'on arrête le raisonnement à ce stade, on constate que certaines insuffisances du processus (la responsabilisation de l'originateur, la transparence sur la détention, la correction des notations des agences de notation) sont des « erreurs » qu'il est possible de corriger au vu de l'expérience de ces dernières années, mais qui ne remettent pas en cause l'intérêt de la titrisation. En revanche, ce que révèle cette expérience, c'est que le marché de la titrisation n'est pas du même ordre que les « vrais » marchés : en cas de difficulté, sa liquidité n'est pas assurée.

379

L'autre volet de la titrisation, c'est celui qui s'est mis en place une fois la titrisation installée : le découpage en « tranches » (*mezzanine*, *senior* et *equity*), la création de CDO d'ABS et de dérivés de ces produits dérivés. Vendre de tels produits à grande échelle et à des non-professionnels, voilà qui est « toxique ».

Dans cette nouvelle forme de désintermédiation, la banque et le marché ne se font pas concurrence. Ils sont complémentaires, intimement mêlés. La banque est dans le marché et le marché s'inscrit dans le modèle bancaire.

Étape 3 : le crédit hybride

Dans la même période (les années 2000), la notion de crédit bancaire a elle-même évolué. Trois exemples l'illustrent :

- le développement des LBO (*leveraged buy-out*) et, plus généralement, l'utilisation des effets de levier au-delà de ce qui paraissait normal jusqu'alors n'ont pu se faire que dans le cadre d'un type de crédits nouveau. Le levier a comme attrait l'importance des marges qu'il autorise et il n'a de sens que dans la mesure où le banquier pense qu'il pourra sortir en « refinançant » le crédit consenti. On n'est déjà plus dans la logique de long terme du modèle de banque. Il ne s'agit pas de revenus étalés et de remboursements à partir des flux de revenus de l'emprunteur. Il s'agit plutôt de prêter pour sortir rapidement, de prendre un *front end fee* significatif qui accentue l'intérêt de sortir vite, d'inclure des « covenants » et des conditions à respecter qui, en cas de mise en œuvre, donnent une opportunité de renégocier une commission, de restructurer et de sortir par un refinancement. La logique du banquier, telle que nous l'avons décrite plus haut, est elle-même infléchie et correspond davantage à un compromis entre celle du marché et celle de la banque ;

- le marché du repo est un marché aux deux visages. D'un côté, c'est un crédit, en général court, collatéralisé par un titre et, en ce sens, c'est un prolongement du marché monétaire. Mais, même comme crédit, il emprunte aux marchés la technique des appels de marge et parfois même des chambres de compensation. D'un autre côté, c'est un marché de l'emprunt de titres, dont le volet « crédit » n'est que la contrepartie seconde. Cette distinction est explicitement reconnue. Il est d'ailleurs pratiqué dans les banques par les équipes de la trésorerie et du *fixed income*, c'est-à-dire par des praticiens du marché (les gens du *fixed income*) et par des praticiens du crédit (les gens de la trésorerie) qui sont les plus proches des hommes de marché ;

- le « marché » des CDS contribue à créer ces crédits hybrides. Cette fois, il s'agit de décomposer le crédit entre un repo (c'est-à-dire un crédit sans risques) et une « prise de risques » concentrée dans le CDS. C'est un crédit garanti par un tiers (contre certains événements), sauf que la garantie est transmissible et échangeable sur un marché secondaire. Le CDS constitue une assurance sur un bien que je ne possède pas, donc une source d'aléa moral en cas de difficulté ou de restructuration. Et, bien sûr, si les CDS existent, des dérivés de CDS peuvent être créés.

LE SENS DE L'HISTOIRE

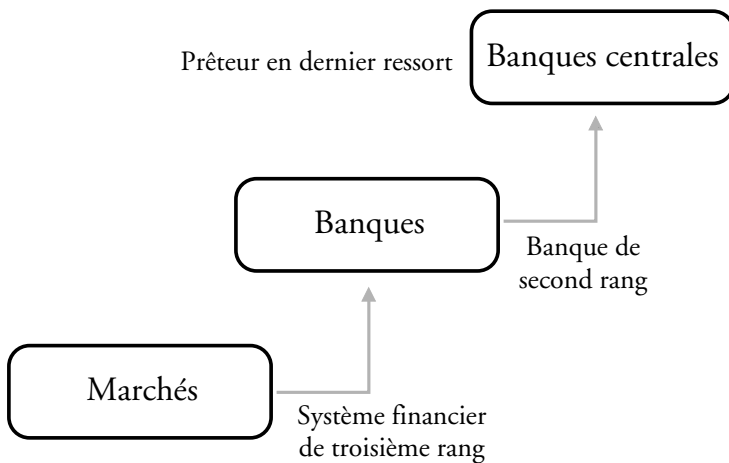
Récapitulons : nous avons franchi, à travers les étapes décrites ci-dessus, quatre stades d'évolution du modèle financier (cf. tableau 4 ci-après).

Tableau 4
Quatre stades d'évolution du modèle financier

Banque	Marché		Les activités sont disjointes et concurrentes (par exemple, le marché des financements d'entreprises).
Banque	Marché		Les activités sont étroitement liées (par exemple, la titrisation) et la logique de marché s'étend.
Banque	Marché M	M'	Les activités sont étroitement liées et des produits dérivés (M') du produit de base (M) apparaissent (par exemple, les CDO, le <i>trading</i> de la titrisation, les dérivés de repo).
Banque	M'' Marché M M''		Les activités de marché se développent sur un marché secondaire (M'') sans rapport avec le marché primaire (par exemple, les CDS).

Comment tout cela tient-il ensemble dans notre système financier ?
La crise financière l'a bien montré : nous sommes désormais dans un système à trois niveaux (cf. figure 3).

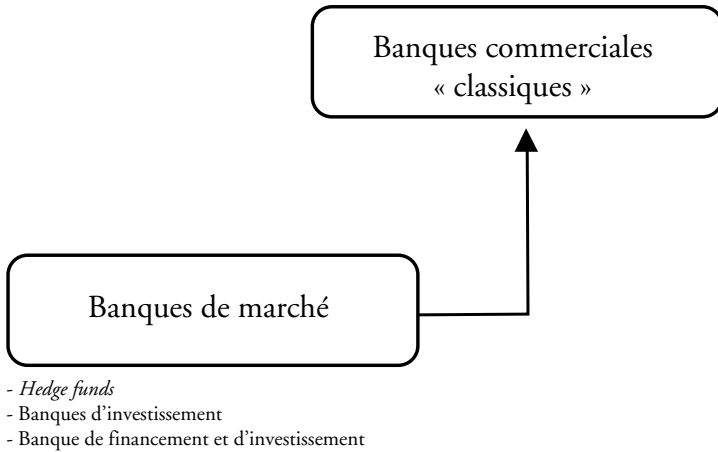
Figure 3
Système à trois niveaux



Les marchés constituent le système financier de « troisième rang ». Ils ont la possibilité de se refinancer auprès des banques. C'est ce qui est explicitement prévu dans les financements par billets de trésorerie. C'est ce que l'on a découvert dans la crise à propos des conduits et des SIV (*structured investment vehicles*) de la titrisation. Et les banques, à leur tour, ont accès au prêteur en dernier ressort, la banque centrale. Simplement, plus la pyramide est haute, plus elle comporte d'étages,

plus l'impact sur le prêteur en dernier ressort peut être violent. Or, les banques sont elles-mêmes désormais un empilement de deux niveaux : les banques de marché et les banques commerciales (cf. figure 4).

Figure 4
Deux niveaux de banques



382

Les banques de marché, qui regroupent les *hedge funds*, les banques d'investissement et toutes les banques de financement et d'investissement (BFI) des banques commerciales sont en prise directe sur les marchés. Mais elles dépendent, pour leur liquidité, des banques commerciales « classiques ».

La crise nous montre que certains marchés sont des versions « *Canada Dry* » des « vrais » marchés, que certains de ces marchés sont eux-mêmes des versions hybrides du modèle bancaire, que, lorsque la liquidité disparaît, ces pseudo-marchés se reportent intégralement sur la banque et que l'on revient à un modèle bancaire plus traditionnel. Maîtriser cette évolution nous semble passer par quatre conditions :

- respecter les logiques bancaires et de marché et garder leur cohérence et leurs mérites. Ne les dévalorisons ni l'une, ni l'autre ;
- réfléchir à la manière dont les marchés peuvent « mimer » la banque. Ce n'est pas une question de tout ou rien, mais de frontière entre ce qui est sain et ce qui ne l'est plus ;
- simplifier les produits ;
- favoriser les « vrais » marchés et transformer, chaque fois que c'est possible, les pseudo-marchés en « vrais » marchés. Et, si ce n'est pas possible, ne pas donner l'illusion que les transactions de gré à gré sont « standard ».

Donner un contenu pratique à ces préceptes n'est pas simple. C'est pourtant une tâche indispensable.

SORTIR DE LA CONFUSION

Arrivé à ce stade, le lecteur est peut-être lui-même plongé dans la confusion : y a-t-il moyen de sortir de ce dilemme entre un laisser-faire coupable et un dirigisme illusoire ?

On ne peut espérer de solution simple dans un monde complexe, mais on peut élaborer un chemin pour y parvenir. Pour l'esquisser, il est utile de prendre un peu de recul et de reformuler le problème à résoudre.

La caractéristique de la crise financière, c'est sa nature « systémique ». C'est la contagion et une contagion d'une ampleur exceptionnelle qu'il s'agit d'empêcher à l'avenir. Que veut-on prévenir au juste ? Que des déposants et de petits épargnants à la recherche de placements sûrs soient ruinés et que le système de paiement, sur lequel la confiance dans le système financier repose, soit mis à mal par la déstabilisation (inévitables à certains moments) des marchés. La réponse historique à ce défi a été le Glass Steagall Act de 1933 qui tentait de dresser un mur infranchissable entre la banque et le marché. Y revenir est une tentation, mais ce serait une profonde régression et sans doute une illusion : comment désintriquer activités de banque et de marché, lorsqu'elles sont si étroitement reliées ? comment éviter les effets de cascade à profusion, *via* des conduits et d'autres systèmes de refinancement ?

De notre réflexion, il ressort que nous devons inventer un mode de régulation qui combine l'autorité des régulateurs - dont je doute toutefois qu'ils puissent être omniscients et anticiper à temps les désastres, et dont l'expérience a montré qu'ils n'avaient pas toujours, le moment venu, la capacité de se faire entendre - et la connaissance intime des acteurs financiers sur leur activité. Et, dans un monde global, les mêmes règles doivent s'appliquer à tous, sans exception : les réformes ne peuvent être locales ou régionales, elles doivent être mondiales.

L'affirmation de ces trois points - un objectif (prévenir le risque systémique), une contrainte (avoir des règles auxquelles personne n'échappe) et une méthode (combinaison de l'autorité avec une action interne énergique, en tant qu'auxiliaire du régulateur) - montre la difficulté de la tâche.

Une piste possible est celle de la « bancarisation de la finance ». Au cours des quinze dernières années, on a « financiarisé la banque ». Bancariser la finance est maintenant nécessaire. De quoi s'agit-il ? :

- d'abord d'appliquer les mêmes critères d'analyse et les mêmes procédures aux risques de crédit et de contrepartie qui sous-tendent les

produits de base (les sous-jacents) sur lesquels s'édifie l'activité de marché. Après tout, l'expérience des *subprimes* nous a rappelé que l'adage anglo-saxon « *Garbage in, garbage out* » s'applique aussi aux produits dérivés ;

- de définir des critères de « toxicité » des actifs et des produits qui permettent *ex ante* de renoncer à développer certains produits et, en tout cas, de les cantonner et de les suivre tout particulièrement. Cette toxicité ne se réduit pas à celle du sous-jacent. Les méthodes de valorisation (lorsqu'on sort ou risque de sortir du champ de validité des hypothèses des modèles), les techniques trop opaques (le *tranching* des titrisations et autres produits déjà complexes), les effets de levier excessifs, les *pay-offs* qui peuvent faire courir des risques excessifs sont autant de critères qui peuvent transformer des sous-jacents sains en produits toxiques. Il doit être possible, de même que les banques notent sur une large échelle (typiquement de 1 à 10, voire plus) leurs risques de crédit, de classer sur une échelle du même ordre leurs produits et leurs risques de marché. La pratique des *watchlists* appliquée au crédit doit pouvoir se transposer aux marchés ;

- de se concentrer sur l'activité de clientèle, qui est au cœur du modèle de banque, paraît un autre objectif. Bien différencier l'activité pour compte propre (qui sera nécessairement limitée) de l'activité clientèle est une première étape. Ce n'est pas si simple, tant la notion de « client » peut être subtile dans les marchés où la continuité entre *trading*, opérations de clients et activité propriétaire est grande ;

- enfin, de suivre le bilan (et le hors-bilan) des activités de marché et de réfléchir à son financement. À un moment où les régulateurs sont obsédés par le capital, ils doivent aussi se rendre à l'évidence : on ne peut réguler un système financier complet par le seul jeu du capital et du levier global. C'est toute la structure du bilan et des engagements pris qui importe. La liquidité se gère à travers la gestion de l'ensemble du bilan, de sa structure par terme, à l'actif comme au passif.

Ces mesures, largement internes aux banques, visent à infléchir les comportements, pour tirer les leçons de l'expérience, et sont évidemment complémentaires de celles préconisées par le G20 et les régulateurs. Mais dans un monde complexe, la condition pour que le modèle de banque universelle constitue une solution pérenne et saine pour le système financier de demain est que l'on combine l'action des régulateurs et une profonde évolution de la gestion des banques de marché.

NOTES

1. Voir sur ce point et sur l'analyse de la réglementation qui suit : Lévy-Garboua et Maarek, 2007 et 2009.
2. Cette distinction est faite dans Brunnermeier et Pedersen, 2009.

BIBLIOGRAPHIE

- BATESON G. et *al.* (1956), « Toward a Theory of Schizophrenia », *Behavioral Science*.
- BRUNNERMEIER M. et PEDERSEN L. (2009), « Market Liquidity and Funding Liquidity », *Review of Financial Studies*, vol. 22, pp. 2201-2238.
- BRYAN L. (1989), *La Banque éclatée*, Paris : Interéditions.
- JACQUILLAT B. et LÉVY-GARBOUA V. (2009), *Les 100 mots de la crise financière*, Paris : PUF.
- LÉVY-GARBOUA V. et MAAREK G. (2007), *Macropsychanalyse, l'économie de l'inconscient*, Paris : PUF.
- LÉVY-GARBOUA V. et MAAREK G. (2009), « Macropsychanalyse de la crise financière », in *Repenser la planète finance*, Paris : Eyrolles, pp. 39-52.
- MATHÉRAT S. (2008), « Juste valeur et stabilité financière : enjeux de marché et dynamiques stratégiques », *Revue de stabilité financière*, octobre, pp. 61-72.
- ROCHET J.-C. (2008), « Les fondements de la réglementation bancaire », Toulouse School of Economics, décembre.
- SHIN H. S. (2009), *Risk and Liquidity*, Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press.
- TIROLE J. (2008), « Leçons d'une crise », Toulouse School of Economics, décembre.

