



# PROPOSITIONS POUR UNE PRÉVENTION RENFORCÉE DES RISQUES SYSTÉMIQUES

MICHEL CASTEL \*  
DOMINIQUE PLIHON \*\*

Avec la crise de l'été 2007, plus personne ne peut douter de l'extrême fragilité du système financier international. Même les interventions massives et répétées des banques centrales ne permettent pas de rétablir la confiance. Tout au plus arrivent-elles à en circonscrire les conséquences les plus dommageables au prix du renforcement du sentiment que tout est permis puisqu'il y aura toujours des pompiers pour éteindre les incendies. Contenir à temps les emballements de la sphère financière devient un enjeu majeur pour la planète.

## DONNÉES D'ENVIRONNEMENT ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Les précédents des crises à répétition dans les économies émergentes, la

profonde crise japonaise dans les années 1990, le krach boursier de 2000 et la crise des *subprimes* de l'été 2007 montrent à l'évidence que les différents compartiments de la finance participent, les uns après les autres à une montée considérable des risques financiers qui, de surplus, se traitent de plus en plus en temps réel au comptant bien sûr mais aussi à terme et par des options, c'est-à-dire avec des effets de levier pouvant se révéler redoutables. La marchandisation croissante des actifs et passifs financiers et les transferts généralisés des risques font que les opérations financières croissent et se multiplient dans l'euphorie jusqu'à ce qu'un doute ou un choc, même limité, casse la chaîne de confiance et oblige les banques centrales à intervenir, comme prêteur en dernier ressort, pour éviter une catastrophe financière et économique à dimension régionale, voire mondiale.

Cette donne financière se joue de

\* Chargé de cours en Master 2 « Banque, finances, assurance » à l'Université Paris X.

\*\* Professeur d'économie à l'Université de Paris-Nord.

surcroît dans une économie mondiale dans laquelle les agents économiques sont endettés à un niveau sans précédent (cf. encadré 1) et qui connaît des déséquilibres considérables et durables entre les grandes zones économiques<sup>1</sup>. Elle se joue également dans un environnement qui ne permet plus l'ajustement à long terme entre la sphère réelle et la sphère financière par l'inflation comme par le passé<sup>2</sup>. Or, le découplage actuel considérable entre l'économie réelle et la finance n'est pas soutenable à moyen/long terme sauf à asphyxier des pans entiers des économies. Un ajustement risque donc de se produire par des modifications brutales et imprévisibles du prix des actifs financiers et des parités monétaires. Pour éviter cette crise de nature systémique il faut, de façon urgente, réfléchir à l'instauration d'un système de régulation qui en ferait décroître le risque et qui assurerait un développement durablement moins heurté entre la finance et l'économie réelle.

S'il est nécessaire que les *hedge funds* améliorent la maîtrise de leurs risques par des dispositifs de contrôle interne et qu'ils produisent plus d'informations pour que leurs contreparties et les autorités bancaires et financières puissent mieux évaluer leur action ; s'il est souhaitable que les agences de notation réduisent leurs conflits d'intérêts et affinent leurs analyses des produits structurés, nous pensons que le cœur du renforcement de l'action de prévention des risques systémiques n'est pas là. Nous rejoignons ici les analyses des superviseurs bancaires qui considèrent qu'une meilleure maîtrise des risques majeurs passe par un contrôle indirect<sup>3</sup> des fonds d'investissement et

autres *hedge funds*. Toute tentative pour les contrôler prudemment amènerait en effet la création et/ou la délocalisation de nouvelles entités contournant ces contrôles. L'essentiel est de renforcer le contrôle des banques dans leurs prêts et leurs transferts de risques à ces acteurs, pas ou peu régulés travaillant avec effet de levier, de manière à réduire les risques systémiques. Ces derniers apparaissent surtout par la mise en difficulté des banques car ce sont elles qui assurent la création monétaire, le financement des PME et des particuliers, le fonctionnement des systèmes de paiement et donc le cœur de la vie économique.

Assurer la robustesse des banques, c'est aussi assurer un socle sur lequel les marchés peuvent participer à une optimisation de l'allocation des capitaux et de la gouvernance des entreprises. En outre, la proximité séculaire banques/banques centrales d'une part et l'existence d'une réglementation prudentielle depuis presque trente ans (couvrant aussi maintenant les conglomérats banques-assurances) d'autre part, semblent être de solides points d'ancrage pour renforcer la prévention des risques systémiques.

Aussi, trois axes de renforcement des instruments de maîtrise des risques seront-ils proposés :

- élargir le périmètre des entités soumises à la réglementation bancaire et prudentielle ;
- renforcer la réglementation prudentielle en matière de risques de marché ;
- réformer les conditions de refinancement par les banques centrales.

On ajoutera également l'action des banques centrales et des autorités de



marché pour définir les mesures réglementaires nécessaires au renforcement de la protection des clients en matière d'épargne et de crédit.

### Encadré 1

#### QUELQUES DONNÉES STRUCTURELLES ET POINTS DE REPÈRES DANS LE FONCTIONNEMENT DE LA SPHÈRE FINANCIÈRE

- L'endettement de l'ensemble des agents économiques (crédits plus dettes négociables) est à un niveau sans précédent depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. D'environ 1 pour 1 entre l'endettement intérieur total et le PIB dans les pays de l'OCDE jusqu'au début des années 80, celui-ci est passé à plus de 2 pour 1 depuis les années 2000<sup>4</sup>. Ainsi, les États-Unis sont-ils passés d'un rapport de 1,2 pendant trente ans (entre 1945 et 1975), à 1,8 en 2000 et 2,1 en 2006 ; la France de 0,97 en 1978 à 1,7 soit le même ratio que l'Allemagne en 2006. Le Royaume-Uni est à 2,2 alors que le Japon est aux environs de 3 malgré une baisse de la dette du secteur privé ces dernières années.
- Cet endettement prend de plus en plus une forme négociable. La dette obligataire mondiale représente à elle seule plus de 1,5 fois le PIB mondial et le total des produits négociables (actions incluses) représente plus de trois fois le PIB mondial.
- Nos économies sont entrées dans un régime d'inflation limitée et contenue en raison du processus de mondialisation de l'économie réelle en cours. Deux mécanismes la maintiennent à des niveaux bas : d'une part, une concurrence exacerbée entre les entreprises, d'autre part, une pression à la baisse sur les salaires par la mise en concurrence des travailleurs des pays avancés avec les travailleurs à bas salaires et à faible niveau de protection sociale des pays émergents.
- La création de liquidités dans le monde a été beaucoup plus rapide que la croissance du PIB mondial au cours de la dernière décennie. Il y aurait eu un excès de croissance de la base monétaire mondiale de l'ordre de 2 200 milliards de dollars de 1994 à 2005<sup>5</sup>. Ce qui représenterait un supplément de crédit de 9 300 milliards, compte tenu de l'effet multiplicateur. Cette création de liquidité en excès, qui a largement échappé au contrôle des principales banques centrales, a été alimentée d'une part, par les banques centrales des pays émergents (en contrepartie du gonflement spectaculaire de leurs réserves de change), et d'autre part, par le financement des achats d'actifs financiers et immobiliers dont les prix ont connu de fortes pressions à la hausse par suite de la faiblesse des taux et d'une économie réelle mondiale dynamique.
- Le coût des capitaux engagés par rapport à la valeur ajoutée augmente

sensiblement. Les frais financiers, liés aux dettes publiques, ont cru considérablement depuis 20 ans ; pour les entreprises, s'ils sont actuellement un peu moindres avec les taux bas, ils sont plus que compensés par la montée des dividendes versés (de 2,5 % de la valeur ajoutée des entreprises françaises en 1985 à plus de 8 % en 2006 par exemple). De plus, ce coût des capitaux mis en œuvre n'intègre pas les effets de l'allongement considérable des crédits accession à la propriété ni ceux probables des taux révisables beaucoup plus nombreux.

À ces quelques données macroéconomiques, il faut ajouter les nouveaux comportements des acteurs financiers :

- les exigences de rentabilité, imposées aux groupes bancaires ou d'assurance cotés, les poussent à optimiser leurs résultats pour obtenir des retours sur fonds propres (ROE) supérieurs à 20 % (contre 15 % il y a dix ans). Par la marchandisation et les normes IFRS, leur sensibilité aux aléas (malgré des fonds propres considérables et des profits historiquement très élevés) s'est considérablement accrue au cours de la dernière décennie ;

- pour assurer de telles exigences de rentabilité, banques et assurances d'une part, réduisent leurs besoins en fonds propres en cédant risques et engagements sur les marchés, d'autre part rachètent pour compte propre certains de ces risques transformés en produits négociables moins consommateurs de fonds propres et susceptibles de générer des plus-values ;

- la rentabilité des fonds propres mis en œuvre est tellement différente entre les grands métiers bancaires que les stratégies se sont progressivement orientées vers des politiques de désintermédiation et de développement des activités de marché :

- les activités de banque domestique de détail (« *retail banking* ») ont généralement un retour sur fonds propres compris entre 10 et 15 %,
- les activités de services spécialisés (crédit-bail, affacturage...) entre 15 et 25 %,
- les activités de banques de financement et d'investissement, entre 20 et 30 %, sauf accident, mais parfois beaucoup plus pendant quelques trimestres,
- les activités de gestion d'actifs sous mandat ou en gestion collective, entre 40 et 50 %.

### ÉLARGIR LE PÉRIMÈTRE DES ENTITÉS SOUMISES À LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE AUX SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Est-ce un hasard si, par deux fois,

des crises financières importantes ont eu comme facteur déclenchant les défaillances de sociétés distribuant des crédits sans être soumises à la réglementation bancaire de leur pays ? La première a mis en cause au Japon, au début des années 90, des établissements finançant le secteur agricole non



supervisés par la banque centrale. Ils furent à l'origine des premières inquiétudes sur les créances détenues par les banques japonaises. La seconde crise a eu lieu l'été dernier aux États-Unis avec les crédits *subprime* essentiellement distribués, particulièrement pour les plus fragiles d'entre eux, par des « *finance companies* » non régulées.

Dans de nombreux pays, bien que distribuant des crédits, ces entités ne sont pas soumises à la réglementation bancaire au motif qu'elles ne collectent pas de dépôts. Cette situation est paradoxale puisque qu'étant totalement dépendantes de refinancements interbancaires ou des marchés, ces entreprises sont les acteurs les plus sensibles à toute fébrilité des marchés. Or, quand leur poids est important, leurs difficultés peuvent enclencher la méfiance dans toute la chaîne financière. C'est notamment le cas aux États-Unis des « *finance companies* » ou des « *industrial loans companies* » détenues par de grands groupes industriels ou des sociétés de distribution. Cela concerne également les établissements spécialisés dans le crédit à la consommation, le crédit-bail ou l'affacturage dans de nombreux pays de l'Union Européenne. Nous proposons<sup>6</sup> donc leur assujettissement à la réglementation bancaire dès lors que leurs concours nets des fonds propres dépasseraient plusieurs milliards de dollars ou d'euros (par exemple 5 Mds<sup>7</sup>). Ce qui permettrait de retenir uniquement une population susceptible d'enclencher des crises significatives sur certains segments de marché et se muer, le cas échéant, en crise majeure par effet de contagion, comme ce fut le cas en 2007.

## RENFORCER LA RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE EN MATIÈRE DE RISQUES DE MARCHÉ

Nombre de commentaires après la crise de l'été 2007 indiquent que beaucoup des problèmes rencontrés devraient disparaître avec la mise en place de la réglementation prudentielle dite Bâle 2, car celle-ci supprimera les arbitrages réglementaires que Bâle 1 permettait. De leur côté, des autorités bancaires ou des banques centrales commencent à dire que les banques et les assurances ne sauraient s'affranchir de leurs responsabilités quand elles accordent des crédits même si elles ont l'intention de les céder rapidement<sup>8</sup>.

Si on ne peut qu'être d'accord avec ce dernier principe, on peut s'interroger sur la capacité de Bâle 2 de traiter efficacement la question : il y aura maintien de biais substantiels au profit de la titrisation et des activités de négociation « *trading* », malgré la prise en compte des cas les plus discutables. Les propos de M<sup>me</sup> Nouy, Secrétaire Général de la Commission Bancaire<sup>9</sup>, tenus au lendemain des dernières avancées réglementaires<sup>10</sup> renforcent ce doute : « Sur les fonds propres réglementaires, force est de constater que si les risques de crédit sont bien pris en compte (avec Bâle 2), il en est autrement pour les risques de marché. Cette réglementation, élaborée au début des années 90, pour des produits simples, plus liquides et moins risqués, nécessite une mise à jour, les produits étant aujourd'hui très différents. »

Les raisons de nos interrogations viennent du fait que :

- la caractéristique majeure de la révolution financière des dernières années est la désintermédiation et la marchandisation des financements et de l'épargne. Or, Bâle 2 n'a pas vraiment pris la mesure de ce changement majeur ;
- en effet, Bâle 2 ne modifie pratiquement pas les exigences minimales en fonds propres de Bâle 1 pour les risques de marché<sup>11</sup>. En la matière, il fait reposer les principes de prudence sur le pilier 2 qui n'est que qualitatif et qui dépend du rapport de force entre les superviseurs et les groupes bancaires, dans un dialogue singulier groupe par groupe, mais aussi global avec l'ensemble des établissements (dont la puissance de *lobbying* n'est plus à démontrer).

La titrisation permettra toujours au cédant bancaire d'économiser les fonds propres correspondant au crédit accordé. Moins intéressante pour les bons risques (dont la pondération a été fortement réduite), elle le devient davantage pour les moins bons dont la pondération a été considérablement renforcée. La demande pour ces derniers devrait néanmoins être moindre puisque souvent les acheteurs potentiels sont des institutionnels limités réglementairement à l'acquisition de bons risques (*investment grade*) ou des banques pour qui ce type d'emplois sera plus lourdement pondéré que précédemment. Ce serait oublier le développement considérable des produits structurés permettant à des investisseurs d'acheter pour compte propre ou pour compte de tiers la partie la plus risquée, mais la mieux rémunérée, des tranches des crédits ainsi

structurés. Par ces intermédiaires peu ou pas réglementés ou par certains types de contrats ou de produits gérés collectivement, la partie la plus risquée des financements peut se retrouver directement ou indirectement portés par les ménages, les entreprises, les collectivités locales... Cette économie de fonds propres permettra aux banques d'augmenter leur production à due concurrence, aussi bien pour un financement sain de l'économie que pour des emballements spéculatifs. Prudentiellement cela paraît logique puisque l'essentiel du risque est sorti du périmètre bancaire. Mais, cela ne vaut qu'autant que lesdits acheteurs ne rencontrent pas des problèmes de refinancement sur les marchés<sup>12</sup>. Dans ce cas, les banques cédantes se retrouvent pratiquement réintroduites contre leur gré dans la chaîne du risque par le jeu concours ou lignes de crédit accordés à ces acheteurs, voire par l'obligation de consolider des structures ad hoc de titrisation. La deuxième partie de l'année 2007 a illustré abondamment cet engrenage, conséquence de cette dilution des risques qui a entraîné une suspicion généralisée entre acteurs financiers.

Tant que l'essentiel des risques de marché restera structurellement moins consommateur de fonds propres que les crédits en portefeuille et n'intégrera pas, à tout moment, l'impact de scénarios de crise dans les exigences en capital requises par le pilier 1, l'externalisation massive des risques provoquera de temps à autre des crises de confiance majeures. Certes, le dispositif du pilier 2 peut donner aux superviseurs bancaires la faculté d'augmenter les exigences de fonds



propres pour mieux tenir compte des risques de toute nature, dont les risques de marchés. On ne les voit toutefois pas demander systématiquement des augmentations des fonds propres de nature à handicaper les principaux groupes de leur place en pesant sur leur rentabilité (ROE) au motif qu'ils n'analysent pas les risques de la même façon qu'eux<sup>13</sup>. Et ce, alors que sur d'autres places leurs homologues n'auront pas forcément les mêmes exigences ou la même appréciation pour des risques identiques<sup>14</sup> et qu'au même moment, les marchés pourraient saluer la performance et la stratégie desdits établissements.

Quand bien même un ratio « *tier one* » (c'est-à-dire calculés sur fonds propres durs) renforcé serait exigé dans la plus grande discrétion au titre du pilier 2, les observateurs concluraient sans doute assez vite que le niveau de fonds propres affiché par tel ou tel établissement n'est pas spontané. En effet, si toutes les grandes banques maintiennent depuis plusieurs années des fonds propres « *tier one* » très supérieurs au niveau réglementairement requis, c'est pour satisfaire le marché<sup>15</sup>. Mais ces banques ne vont pas au-delà d'un certain niveau pour ne pas grever le bénéfice par action : à preuve les rachats d'actions régulièrement opérés. Demander d'aller au-delà des ratios communément admis pourrait risquer d'enclencher des effets contraires à ceux souhaités<sup>16</sup> en termes de signature et de capitalisation.

Au total, le pilier 2 est sans doute beaucoup plus utile pour analyser les éléments de modèles internes, les dispositifs de contrôle des risques et de gouvernance que pour discriminer des

exigences de fonds propres entre établissements en croisant de surplus une dimension nouvelle, de nature macro-prudentielle (cf. infra), à son approche fondatrice qui est micro-prudentielle.

Il paraît donc essentiel d'aller vers une régulation plus systématique, « plus carrée », moins qualitative que le pilier 2, par un recadrage du pilier 1.

L'objectif essentiel est de supprimer le biais beaucoup trop favorable à la désintermédiation en intégrant des facteurs de risques non pris en compte aujourd'hui ou pris avec des pondérations très favorables. Ainsi, toute ligne de liquidité d'un programme de titrisation, devrait être pondérée bien au-delà de ce que prévoit Bâle 2 (entre 0 et 20 % contre 0 en Bâle 1 !) et être en ligne avec ce que coûterait en fonds propres ce même produit s'il avait à être consolidé. Tout achat ou prise de position sur des titres négociables représentant des titres de dettes ou ayant ces supports comme sous-jacents, toute garantie de performance devraient incorporer un risque systémique (cf. infra). Compte tenu de la porosité croissante entre portefeuille de négociation et portefeuille bancaire, à risques globaux équivalents, les traitements prudentiels devraient fortement converger<sup>17</sup>, même s'il doit rester « un espace de respiration » pour ne pas verrouiller plus que de raison les opérations de hors-bilan. Ce passage d'une approche essentiellement micro-prudentielle à une approche plus macro-prudentielle pour réduire les risques systémiques rappelle la démarche prudente d'un nombre croissant de superviseurs bancaires qui préconisaient, à la fin des années 90, la constitution de provisions ex ante sur

les crédits... jusqu'à ce que les normes IFRS le refusent en se limitant aux pertes avérées !

Selon ce principe, et conformément aux récentes préconisations des régulateurs, les calculs de VAR enrichis des risques de concentration, de modèles, mais surtout du risque de liquidité et des résultats de scénarios de crises - ces deux derniers pouvant être des révélateurs de risques potentiellement systémiques - ne devraient pas rester du traitement qualitatif du pilier 2 mais impacter le ratio de solvabilité obligatoire du pilier 1. Cet impact pourrait être déterminé selon une base forfaitaire à l'instar des multiples actuels appliqués aux résultats des modèles internes.

Par cet enrichissement du pilier 1, il y aurait donc intégration d'éléments reflétant une partie des risques de liquidité. Le Comité européen des superviseurs bancaires (CEBS) a d'ailleurs mis récemment cette question en chantier avec, dans un premier temps, la recherche de l'existant réglementaire dans les différents pays. Rares sont les pays qui, comme la France, demandent le respect d'un ratio de liquidité. Ce ratio est fragile car la liquidité est un concept difficile à cerner. Il est aussi assez peu robuste car pouvant être respecté par des opérations interbancaires courtes jouant sur les échéances. Il suscite également beaucoup de discussions<sup>18</sup>. S'il finit par être adopté au niveau international, ce ne sera pas avant plusieurs années, comme cela a été pour toutes les dispositions prudentielles. Si de plus, son non respect s'ajoute à l'appréciation globale des superviseurs dans le cadre du pilier 2, « le marchandage » avec les autorités

montera d'un cran (cf. supra). Alors que pris en compte dans l'assiette du ratio de solvabilité, les risques de liquidité (individuels plus une part des risques globaux de marché) pourraient avoir une traduction immédiate et non « négociable » avec le superviseur dans le cadre du pilier 1 sur les fonds propres exigés. Au-delà, la gestion du risque de liquidité systémique, risque majeur de la désintermédiation, devrait remonter aux banques centrales.

### REVOIR LES CONDITIONS DE REFINANCEMENT DES BANQUES CENTRALES

Souhaité par les superviseurs et les banques centrales, le durcissement de la réglementation prudentielle est craint par la profession qui s'en émeut par avance. Cette crainte est partiellement relayée par le FMI<sup>19</sup>. Il ne faudrait pas pour autant qu'une accalmie fasse oublier les risques fondamentaux existants dans les conditions de fonctionnement actuel de la finance. La transparence et les codes de bonne conduite régulièrement mis en avant ne sauraient suffire... sauf à donner bonne conscience et permettre la poursuite de la fuite en avant. Au surplus, la supervision prudentielle ne peut assurer à elle seule l'aptitude du système financier dans son ensemble à résister aux chocs. Les banques centrales doivent également y contribuer et ce préventivement.

Actuellement, lorsque les banques centrales décident du montant de liquidité à allouer lors des appels





d'offres, elles le font de façon globale pour l'ensemble du système bancaire de leur zone. Ce faisant, elles valident mécaniquement les glissements d'activités et des besoins de refinancement globaux sans examiner leur bien fondé. Ceux-ci peuvent être en ligne avec un développement raisonné des financements des agents économiques mais ils peuvent aussi accompagner des dérapages dans l'immobilier, l'achat à crédit de titres, des spéculations sur devises, des financements à levier excessif de véhicules ad hoc ou d'investisseurs pas ou peu réglementés... Quand les besoins de refinancement dépassent leurs prévisions, les banques centrales doivent néanmoins les couvrir en totalité par des adjudications de fonds supplémentaires sauf à provoquer des risques de défaillance en chaîne. Elles assurent actuellement ces financements sans augmenter les taux, voire en les abaissant, quand elles n'y ajoutent pas un élargissement des garanties acceptées avec du papier de moins bonne qualité comme cela vient d'être le cas. Ainsi les comportements dangereux sont ratifiés.

Pour réduire le confort créé par cette assurance de refinancement qui encourage à prendre trop de risques, individuellement puis collectivement, deux pistes sont proposées. La première consiste à passer d'une enveloppe globale de refinancement au prix du taux directeur à des enveloppes individuelles par groupe bancaire. Au-delà de cette enveloppe, qui ne serait pas publique pour ne pas gêner les établissements, les dépassements seraient assurés par des concours à un taux nettement plus élevé, susceptible d'évoluer en fonction des analyses globales

faites par la banque centrale concernée. La seconde consiste à utiliser plus activement le mécanisme des réserves obligatoires.

### **Un plafonnement individuel de refinancement par groupe bancaire et un refinancement différencié selon le type d'actifs présentés par les banques**

Cette politique suppose une analyse fine des structures de bilan et de hors-bilan et des facteurs de liquidité propres à chacun des groupes. Elle devrait notamment distinguer, autant que faire se peut, les besoins de refinancement découlant du financement de l'activité productive de celle correspondant à des opérations purement financières mais surtout analyser les variations fortes de l'un ou l'autre de ce financement pour en étudier le caractère soutenable ou non à moyen terme. Les banques centrales n'ont pas, en effet, à valider a priori des comportements éminemment spéculatifs ou non soutenables. Des explications du passé récent et des prévisions des besoins de refinancement seraient demandées et, après examen approfondi, un plafond individuel de refinancement serait arrêté<sup>20</sup>. Celui-ci pourrait comporter une marge de souplesse significative (25 % par exemple) pour tenir compte de la variabilité des facteurs de liquidité liés à l'économie réelle mais aussi à ceux liés aux actifs négociables en portefeuille. Au-delà de ce plafond, les financements demeureraient assurés mais à des conditions de taux plus élevées. Le premier niveau pourrait rester relativement proche du taux

premier, mais pour toucher les opérations les plus spéculatives et donc potentiellement indifférentes à ce surcoût, il faudrait un deuxième taux beaucoup plus élevé<sup>21</sup>. Dans une telle approche bilatérale des refinancements, une coopération entre banques centrales est nécessaire pour que les groupes susceptibles d'obtenir de la liquidité auprès de plusieurs d'entre elles ne tournent pas ledit plafond. En contrepartie de cette vision consolidée des besoins, les actifs éligibles devraient être harmonisés et inclure ceux qui sont dans une devise étrangère par rapport à la banque centrale du pays tête de groupe.

À ce titre, il est également essentiel que les facultés de refinancement distinguent fortement le papier commercial du papier financier pour que le refinancement, support de la création monétaire, n'encourage pas sciemment des opérations de type spéculatif contraires à terme au bon fonctionnement des circuits de financement. Le partage n'est certes pas aisé à faire mais un essai de catégorisation devrait être élaboré au niveau international pour en déterminer les critères respectifs<sup>22</sup>. Ce type d'exercice, tout aussi complexe, a bien abouti dans le domaine prudentiel pour déterminer les différents types de fonds propres du ratio de solvabilité et leur degré d'acceptabilité.

De telles approches « proactives » ont existé un peu partout jusqu'au milieu des années 90 avec les plafonds d'escompte jouant le rôle de taux plancher des interventions<sup>23</sup>. La difficulté accrue de l'exercice aujourd'hui avec le continuum des besoins économiques et financiers, des produits et techniques ne dispensent pas les ban-

ques centrales de s'atteler à ce chantier. Cela suppose un investissement intellectuel supplémentaire important, mais il ne ferait que le pendant de celui engagé par les superviseurs bancaires et des assurances avec, respectivement, le pilier 2 et la directive Solvabilité 2.

Un tel pilotage de la création monétaire par des conditions plus fines et plus ciblées des refinancements devrait être de nature à renforcer durablement la chaîne de confiance des acteurs. Sans nuire au rôle de prêteur en dernier ressort, ce pilotage agirait préventivement contre le déploiement de politiques d'abord individuelles, puis collectives, par trop aventureuses. Pénalisante uniquement pour les établissements dont l'activité s'emballa, une telle politique de refinancement coûterait beaucoup moins à la collectivité que le surcoût pour les banques des taux courts interbancaires, entre 0,6 % et 0,8 %, et le durcissement des conditions de crédit subséquentes constatés à partir de la deuxième moitié de 2007.

### **Une utilisation plus active des réserves obligatoires**

Cette mesure, qui pourrait venir en complément ou en modulation de la précédente, consisterait à élargir l'assiette des réserves obligatoires aux crédits (en portefeuille ou titrisés pour couvrir toute la production) dont le rythme de progression apparaîtrait comme beaucoup trop rapide à la banque centrale concernée, voire aux principales banques centrales dans le cadre du G8 ou autre instances inter-



nationales. Elle pourrait tout aussi bien concerner une croissance beaucoup trop rapide des crédits à la consommation que les crédits immobiliers, que les concours à des fonds d'investissement ou des positions ouvertes sur des devises (cf. le *carry trade*). Cette mesure ne toucherait donc que certains types de concours, variables selon les périodes, et seulement les établissements provoquant ces emballements locaux, régionaux ou même mondiaux.

Cet élargissement de l'assiette des réserves obligatoires pourrait se faire au taux ordinaire de rémunération des réserves : ce ne serait donc initialement qu'un signal, une alerte presque gratuite en quelque sorte. Toutefois, cette rémunération pourrait devenir moindre au bout de quelques mois si aucune inflexion n'apparaissait. Il pourrait même y avoir une certaine dégressivité de cette rémunération pour des taux de croissance des concours considérés comme demeurant vraiment excessifs. Dans la mesure où les taux de progression déclenchant la constitution de ces réserves seraient publiés, ils pourraient également jouer un rôle de sensibilisation pour les agences de notation et les marchés.

L'ensemble de ce dispositif, refinancement et réserves, devrait amener les groupes bancaires à être beaucoup plus prudents dans leurs activités tant pour compte propre que pour certains clients ou types de concours, sachant que si le refinancement ne leur est pas mesuré, la partie de leur activité correspondant à un emballement pourrait s'avérer nettement plus coûteuse que pour l'ensemble des autres établissements.

## RENFORCER LA PROTECTION DES CLIENTS

Après la crise, aussi bien le Secrétaire au Trésor américain que la Fed, la SEC et la FDIC ont prôné une modification de la réglementation pour éviter que les abus constatés en matière de *subprime* ne se reproduisent<sup>24</sup>.

À nos yeux, la première mesure serait de réguler les sociétés de crédit qui ne le sont pas (cf. notre première proposition). Elles ont été les plus agressives, on parle même aux États-Unis de pratiques prédatrices, dans la distribution des *subprime*. Mais cette mesure ne suffit pas, les grands noms de la banque américaine ayant été eux-mêmes loin d'être irréprochables en la matière. Là-bas comme en Europe, de nombreux textes existent et parfois depuis longtemps pour protéger les ménages tant pour le crédit que l'épargne. Néanmoins, même quand ils ont été récemment enrichis<sup>25</sup>, ils ne suffisent plus : de nouveaux produits, de nouveaux circuits de commercialisation et le renforcement de l'agressivité commerciale demandent de compléter les dispositifs en vigueur. Tous pourraient s'inspirer utilement de la notion de clauses abusives. Ce principe quasi universellement reconnu permettrait de protéger la clientèle de dispositions caractérisant un abus de faiblesse de la part des professionnels.

Sans rentrer dans le détail de chacune de ces clauses, on citera plus particulièrement pour les particuliers : « un délai de réflexion suffisant et proportionné aux enjeux de l'opération financière projetée avant tout engagement

de crédit ou contrat d'épargne<sup>26</sup> », des taux de l'usure pertinents en fonction du risque de crédit et de la complexité des produits, l'interdiction des prêts supérieurs à la valeur du bien immobilier financé ainsi que des limites encadrant les mécanismes de prêts immobiliers dont l'amortissement du principal est négatif (au-delà d'une très brève période de franchise partielle d'intérêt en démarrage de prêts).

Si l'abus de faiblesse est condamnable devant les tribunaux de la plupart des pays développés, il devrait être décliné en amont par une réglementation renversant la charge de la preuve comme c'est le cas avec la directive MIF (Marchés d'Instruments Financiers) pour la clientèle non avertie.

Pour les entreprises, les entrepreneurs individuels pourraient assez légitimement être alignés sur les particuliers en matière de protection. Pour les sociétés, et pour se limiter aux moyennes-grandes entreprises et aux opérations majeures largement liées aux innovations financières, on ne retiendra que les opérations de LBO. Celles-ci ne devraient ne pouvoir être réalisées qu'avec au moins un tiers en fonds propres, voire davantage, pour consolider les montages et réduire les pressions financières reportées sur les cibles.

La gravité de la crise de l'année 2007 ne permet plus une politique de

laisser faire ou de « *benign neglect* ». La transparence et les codes de bonnes conduites ne suffisent plus dans un monde dans lequel les risques financiers s'exaspèrent. Bâle 2 doit rapidement évoluer pour être plus contraignant en matière de risques de marché. Mais, les dispositifs prudentiels ne sauraient à eux seuls assurer la robustesse du système financier international. L'action des banques centrales est indispensable. Celles-ci ne peuvent plus se contenter d'interventions a posteriori par des injections massives de liquidité qui créent les conditions d'une prochaine crise.

Les préconisations exposées ici se veulent être des pistes efficaces et raisonnables, à la main des autorités existantes. Par contre, elles ne peuvent être que d'application la plus large possible sans devoir être toutefois retenues par tous. Sont-elles utopiques, voire incongrues, dans leur conception et leurs chances d'application ? Elles ne le sont pas plus que l'instauration de règles prudentielles en matière de fonds propres bancaires minimaux au cours des années 80, ou le renforcement des dispositifs anti-blanchiment et de lutte contre le terrorisme après septembre 2001. Il est possible d'avancer vers des dispositifs de supervision renforçant l'efficacité et la robustesse du système financier international à la condition de ne pas oublier la gravité de la dernière alerte et de cesser la fuite en avant.

*NOTES*

1. Voir à ce sujet BCE, « Ajustement des déséquilibres mondiaux dans un monde en cours d'intégration », Bulletin Mensuel, août 2007.
2. Ce n'est pas un regret mais une constatation.
3. C'est-à-dire par une supervision prudentielle efficace des banques pour les concours qu'elles accordent à ces fonds d'investissement spéculatifs. Cf. « la supervision bancaire indirecte des *hedge funds* ». Danièle Nouy, Secrétaire Général de la Commission Bancaire ; Revue de la stabilité financière N° 10 d'avril 2007.
4. Selon le Global Financial Stability Report d'avril 2007 du FMI, (sur une base qui certes gonfle les ratios car comportant des doublons : ainsi les bilans bancaires sont ajoutés aux capitalisations) le total mondial des dettes des agents économiques s'élève à 2,7 fois le PIB mondial avec presque autant de dettes négociables que de crédits. Lorsque qu'on y ajoute les actions pour appréhender l'assiette globale des capitaux à rémunérer, le ratio passe à 3,7 fois le PIB mondial (soit 165 000 milliards de dollars pour un PIB mondial de 44 600 milliards) !
5. Calculs de P. Artus dans Flash n° 219, 15 juin 2005.
6. Comme la Banque de France qui le préconise. Bulletin mensuel d'août 2007 dans « 10 mots clés pour comprendre la crise ».
7. Seuil calculé sur base consolidée mais avec des fonds propres entendus dans le sens large ; celui retenu par les autorités bancaires pour le ratio de solvabilité.
8. FMI (donner les incitations adéquates aux banques « originatrices » des crédits ultérieurement cédés - 25 Septembre), Comité de Bâle (9 octobre 2007), Banque de France, article précité du Bulletin mensuel d'août 2007.
9. Interview dans la revue de l'AGEFI du 7-13 octobre 2005.
10. Recommandations dites Bâle 2.5 de juillet 2005, résultat de travaux communs entre le Comité de Bâle et l'Organisation Internationale des Commissions de valeurs (OISCO). Elles visent à prendre de manière plus rigoureuse et plus exhaustive les risques associés au portefeuille de négociation. Accords de coopérations entre superviseurs de différents pays membres ou non des accords de Bâle (« *Accord Implementation Group on Trading Book* »).
11. Correspondant au pilier 1 du dispositif Bâle 2 qui comprend trois piliers. Le pilier 1 qui constitue le socle des exigences réglementaires minimales, le pilier 2 qui institue le principe d'un dialogue structuré entre les établissements et les superviseurs et le pilier 3 qui est centré sur la transparence et la discipline des marchés. Cf. « le dispositif de Bâle 2 : rôle et mise en œuvre du pilier 2 » Revue de la stabilité financière N° 9, par P.Y. Thoraval.
12. Normal prudemment et efficace économiquement tant que ces transferts de risques ne sont pas tels qu'ils en reportent une part trop importante sur les agents non financiers moins bien armés que les professionnels réglementés pour les gérer. C'est là le rôle irremplaçable des banques et des assurances dans le financement des économies. Toute réduction forte de ce rôle dans le portage des risques n'est que leurre à moyen-long terme : lesdits risques renvoyés aux agents non financiers finissent par être réinternalisés en cas de crise. C'est encore plus vrai quand, comme aujourd'hui, l'endettement de la plupart des États est tel qu'ils ne peuvent venir au secours des acteurs privés. Nous faisons nôtres les propos du Directeur financier de la COFACE, Jérôme Cazes, dans les Échos du 14 novembre : « l'affirmation selon laquelle la dilution des risques est bonne pour l'économie de marché est contraire à la leçon des deux siècles précédents : les risques doivent être assurés par des banques ou des compagnies d'assurances, c'est-à-dire- par des spécialistes contrôlés, suffisamment solides pour faire face aux aléas ».
13. Alors qu'en octobre 2007 le chef des économistes de la Banque d'Angleterre reconnaissait qu'il ne comprenait plus rien aux marchés financiers, dépassé par la multiplication et la sophistication des produits négociés. Il n'est pas le seul. Des experts, des consultants, des contrôleurs le disent parfois... quand ce n'est pas des dirigeants de banque !
14. Malgré les efforts faits, essentiellement à l'intérieur de l'Union Européenne, pour homogénéiser les outils d'analyse et les appréciations. L'exercice est d'autant plus compliqué que le texte de la directive *Capital Requirements Directive* (CRD) contient cent options ouvertes aux législateurs nationaux !

15. Si les marchés exigent plus que le ratio minimal, c'est une exigence globale, indifférenciée et non pour mieux couvrir les risques du portefeuille bancaire ou du portefeuille de négociation selon les cas.

16. C'est sans doute là la limite à l'idée de ratio cible. Cf. l'article de la Revue de la stabilité financière N° 9 précité.

17 Cf. le point de vue de la Banque centrale des Pays-Bas par son Directeur de la division stabilité financière cité dans l'article « Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation » de la Revue de la Stabilité financière n° 8 de mai 2006.

18. Et source de débats : « Les établissements français souhaitent rénover leur ratio de liquidité » Les Échos du 29 novembre 2007.

19. Discours du directeur du département américain du FMI le 12 novembre à Londres lors *du Regional Economic Outlook* mettant en garde contre une sur-réglementation « *over-zealous regulation* » qui, au-delà des corrections nécessaires au bon fonctionnement des marchés pourrait nuire aux innovations financières.

20. En effet, ce n'est pas parce qu'une banque a des garanties éligibles très supérieures à ses besoins normaux, qu'une banque centrale doit se trouver obligée de lui fournir un refinancement supplémentaire.

21. Il est intéressant de voir le taux très élevé que Citigroup et UBS (respectivement 11 % et 9 %) ont dû accepter pour que des investisseurs souscrivent 7,5 Mds\$ et 13 Mds de francs suisses d'obligations convertibles. Fortes de cette réalité des marchés, on ne voit pas pourquoi les banques centrales hésiteraient à imposer à certains établissements des taux très élevés pour leur soutien ultime.

22. Les banques centrales pourraient à ce titre mettre en œuvre les conclusions d'un article du bulletin d'octobre 2007 de la BCE traitant « des dispositifs de garanties su Système fédéral de réserve, de la Banque du Japon et de l'Eurosystème » indiquant que « l'incidence sur les marchés financiers de la politique d'une banque centrale en matières de garanties est un sujet de réflexion digne d'un grand intérêt, susceptible d'être approfondi à la fois dans une perspective normative et empirique ».

23. La Bundesbank ne l'a supprimé, à regret, que lorsqu'elle est entrée dans le Système européen de banques centrales alors que l'Allemagne avait déjà bien engagé la modernisation de son système financier et introduit les nouvelles techniques de financement.

24. L'absence de réaction de la Fed devant la montée de l'offre de *subprime* « prédateurs » au cours des deux dernières années a été critiquée par le Financial Time en septembre 2007.

25. Aux USA, les premières réglementations encadrant les prêts aux personnes les plus fragiles remontent à 1999 ; d'autres ont été prise en 2001 et 2006 pour tenir compte de nouvelles formes « exotiques » de crédit et en 2007 pour réglementer les crédits hypothécaires à taux variables.

26. La déclinaison précise de chacune de ses mesures pourrait s'inspirer des meilleures pratiques professionnelles et des réglementations existantes provenant tantôt de directives européennes (ou de projets quasi aboutis) tantôt de la réglementation américaine notamment.