



LES ENJEUX MULTIPLES DE LA RESTRUCTURATION DES SYSTÈMES BANCAIRES

CHRISTIAN DE PERTHUIS *

Les transformations du système financier des dernières décennies se sont doublées d'une profonde réorganisation des banques des deux côtés de l'Atlantique. Elles se sont accompagnées d'un renforcement des acteurs nord-américains qui ont rapidement réagi à la modification de leur réglementation bancaire dans les années 1990. La réussite de la consolidation bancaire européenne constitue désormais un véritable enjeu transatlantique. Par ailleurs, les formes nouvelles prises par l'activité bancaire, désormais pratiquée au sein d'acteurs multispécialistes, permettent aux acteurs professionnels de déporter toujours plus de risques vers les acteurs moins informés.

LES CHANGEMENTS TECHNOLOGIQUES : L'INDUSTRIALISATION DES MÉTIERS DE LA FINANCE

Fondamentalement, le métier des acteurs financiers se situe à l'interface de deux catégories de flux : les flux monétaires et les flux d'information. À l'image des frères Rothschild qui faisaient circuler leurs pigeons voyageurs entre Londres, Berlin et Paris pour disposer des nouvelles avant leurs concurrents, l'accès à l'information et sa bonne interprétation constituent le socle sur lequel se construisent les activités financières. C'est pourquoi ces activités sont heurtées de plein fouet par la révolution des technologies de l'information qui les entraîne dans des logiques d'industrialisation. Par la démultiplication des capacités de

* Professeur associé à l'Université Paris-Dauphine, Conseiller à la Caisse des Dépôts.

Tableau n° 1
Les 15 premiers groupes bancaires occidentaux
en 1997 et en 2003
 (taille de bilan en Md€)

31/12/1997				31/12/2003			
1	Deutsche Bank	All	581	1	Citigroup	US	1007
2	Credit Suisse	Swiss	473	2	UBS	Swiss	994
3	HSBC	UK	473	3	Crédit Agricole	FR	875
4	Credit Agricole	FR	419	4	HSBC	UK	824
5	ABN Amro bank	NL	414	5	Deutsche Bank	RFA	803
6	SG	FR	411	6	BNP-Paribas	FR	783
7	UBS	Swiss	396	7	RBoS	UK	645
8	Barclays	UK	388	8	Crédit Suisse	Swiss	644
9	Dresdner bank	All	377	9	Barclays	UK	628
10	Chase Manhattan	US	365	10	JPMorgan-Chase	US	586
11	BNP	FR	339	11	Bank of America	US	586
12	West LB	All	336	12	HBoS	UK	578
13	Citicorp	US	310	13	ABN Amro	NL	560
14	ING	NL	307	14	Société Générale	FR	539
15	NatWest bank	UK	306	15	SCH	ESP	479

Source : Caisse des Dépôts - Veille stratégique.

2

traitement d'information qu'il permet, l'Internet bouscule les conditions d'exercice de l'ensemble des métiers financiers, en transformant la logique artisanale des opérateurs financiers traditionnels, par exemple les agents de change, en logiques industrielles qui s'appliquent par exemple aux sociétés de Bourse qui opèrent dans des univers dématérialisés et déréglementés.

Les banquiers et assureurs sont, dans leur ensemble, engagés dans un tel processus d'industrialisation qui a contribué à la vague de regroupements entre acteurs observés à partir des années 1990, aussi bien en Europe qu'en Amérique du Nord. Cette industrialisation n'affecte pas au même rythme les différents métiers de la finance. D'une façon générale, elle a touché plus rapidement les métiers dits de *back office* qui consistent à organiser les chaînes de traitement des opérations. L'une des meilleures illustrations en est fournie par le métier de la conservation des titres qui exige la mise en œuvre de systèmes informatiques très puissants et standardisés que seuls, une poignée d'acteurs, le plus souvent d'origine nord-américaine, peuvent mettre en œuvre au plan global. Mais les nouvelles fonctionnalités de l'Internet révolutionnent aussi les modalités de la relation clients. La réorganisation des acteurs suivant des logiques industrielles s'effectue le long des filières de production/distribution. Elle se manifeste fréquemment par



des emprunts de vocabulaire : comme dans le secteur manufacturier, on parle maintenant dans la finance « d'usines » et de « plateforme » de production qu'il faut articuler avec les bons canaux de distribution, en ciblant ses clientèles grâce au *design* permettant de différencier des produits, en réalité sortis des mêmes chaînes de production.

Les processus d'industrialisation à l'œuvre provoquent un double mouvement centrifuge et centripète. Du côté des forces centrifuges, les segments de métiers les plus industrialisables peuvent facilement être externalisés et/ou délocalisés. Lorsque la Deutsche Bank, numéro un européen par la taille de son bilan, fut contrainte en 2002-2003 de réduire sa voilure, elle décida de confier son informatique à la compagnie IBM pour un montant de 2,5 Md€ ; elle choisit également de se retirer de l'activité très industrialisée de conservation de titres, cédée à la banque américaine State Street pour 1,5 Md\$. Dans la même veine, à la suite du mouvement engagé par HSBC dès 1998, une part croissante des opérations de *back office* des banques britanniques est désormais accomplie dans la région de Bangalore en Inde. Dans l'assurance, l'agence Reuters estime que 50 000 postes de travail ont été délocalisés en Inde entre 2001 et 2004. Avec la sécurisation croissante des réseaux et la réduction des coûts de transport de l'information, ce type de délocalisation est susceptible de s'élargir à l'avenir.

Symétriquement, la réduction des coûts de distribution et d'accès au client provoque un mouvement d'entrée de nouveaux opérateurs distribuant et/ou produisant des services financiers. Dans ce domaine, les nouveaux entrants issus du monde des nouvelles technologies pèsent peu et les tentatives de constitution *ex nihilo* de nouveaux opérateurs en ligne se sont généralement soldés par des échecs ou des reprises par les établissements en place. En revanche, le monde des grands distributeurs, dont la force de frappe est bien plus conséquente, a significativement mordu sur la distribution et, dans certains cas, sur la production de services financiers, notamment en transformant des cartes de fidélité en véritables cartes bancaires.

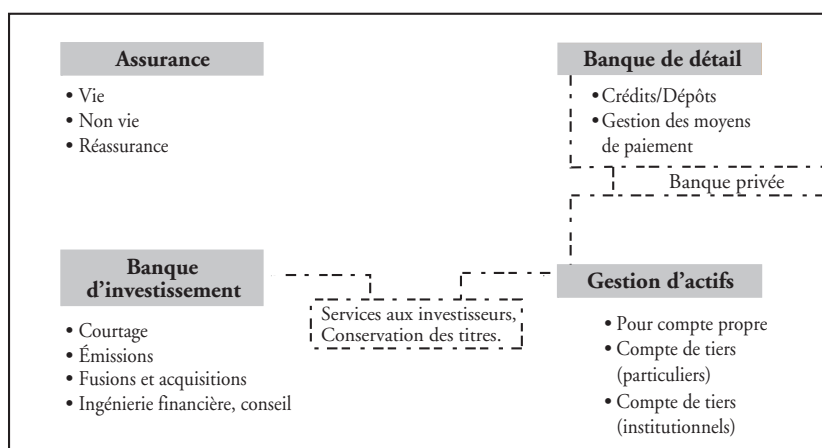
Premier moteur de la restructuration de l'industrie financière, la révolution des technologies de l'information pousse à la réorganisation des acteurs pour accroître la productivité et l'efficacité des filières. Nul doute qu'il y ait là des marges de progrès possibles aux retombées positives pour l'ensemble de l'économie. À commencer par l'élargissement de la diffusion des services financiers auprès de la population grâce à la diminution des coûts qui en résulte. En accroissant leur capacité de traitement de l'information, cette variable technologique est cependant susceptible de générer des effets pervers en donnant la

possibilité aux professionnels de la finance de recréer une partie des rentes informationnelles qui avaient été détruites grâce à l'élargissement de la concurrence. Et ceci, d'autant plus que les assouplissements successifs des cadres réglementaires nationaux ont facilité l'accélération de la concentration des acteurs, notamment aux États-Unis.

ÉTATS-UNIS : LA DISPARITION DE LA COMPARTIMENTATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES

L'industrie financière peut être définie à partir d'une nomenclature regroupant quatre familles d'activités : les métiers de banque commerciale qui consistent à recueillir les dépôts, gérer les moyens de paiement et effectuer des crédits ; ceux de banque d'investissement dans lesquels les intermédiaires professionnels permettent aux agents non financiers d'utiliser les marchés financiers ; ceux de gestion d'actifs dont le rôle s'est accru à mesure que les agents économiques se sont mis à détenir un plus grand volume de titres financiers ; ceux d'assurance dont la composante financière joue un rôle croissant et dont les frontières avec les marchés financiers deviennent de plus en plus incertaines. Jusqu'au début des années 1990, prédominait le principe d'une division des tâches entre acteurs. À la suite des changements de la réglementation bancaire aux États-Unis, la tendance est désormais à la constitution d'acteurs multiservices pratiquant depuis une entité unique une palette de plus en plus large de métiers financiers.

Graphique n° 1
Les métiers de l'industrie financière



Source : auteur.



Aux États-Unis, la compartimentation des activités financières a longtemps été totale, du fait des rigueurs de la réglementation bancaire domestique. Promulguée au lendemain du grand *krach* boursier des années 1930, la réglementation bancaire américaine partait du postulat qu'il faut compartimenter les activités financières afin d'éviter l'effet « châteaux de cartes » en cas de crise boursière. Au plan géographique, ce principe s'est longtemps traduit par de multiples restrictions limitant l'exercice des métiers de banque commerciale sur plusieurs États, d'où la densité du tissu de petites banques régionales aux États-Unis. Au plan sectoriel, il a conduit à spécialiser les acteurs financiers sur une catégorie unique de métiers, en imposant notamment une stricte séparation entre banque d'investissement, banque commerciale, assurance et, dans certains cas, gestionnaires professionnels d'actifs financiers. Jusqu'au début des années 1980, le système bancaire américain a ainsi été caractérisé par une atomisation des banques, les « gros » établissements étant l'apanage des Européens et des Japonais.

D'une application de plus en plus difficile, notamment en raison des retombées de l'Internet sur la distribution des produits financiers, les dispositions de la réglementation bancaire américaine issues de l'Avant-guerre ont été assouplies à partir des années 1980 pour être abrogées en 1999. D'où la double tendance qui est en train de remodeler le paysage financier américain : la constitution de banques commerciales d'envergure fédérale ; l'intégration de métiers de plus en plus nombreux dans le cadre de groupes diversifiés. La forme la plus achevée en a été la constitution de Citigroup issu de la fusion en 1998 d'un groupe bancaire déjà bien diversifié (Citicorp) avec un groupe d'assurance (Travelers). L'objectif de cet acteur qui s'est hissé au premier rang de l'industrie financière mondiale est bien résumé par la formule *one stop shopping* : offrir la gamme complète de services financiers au client en réalisant du coup des économies substantielles sur chacun d'entre eux.

La fusion en 2000 de la banque d'investissement JP Morgan avec la banque commerciale Chase Manhattan est de la même veine. Elle a également abouti à la constitution d'un acteur multispécialiste pratiquant aussi bien la banque de gros que celle de détail. Le rachat en janvier 2004 de Bank One, l'un des leaders américains de la banque en ligne, en a fait le deuxième groupe financier des États-Unis, et le troisième au monde. La logique du *one stop shopping* est double : recherche d'économies de gamme résultant d'un élargissement de la palette des prestations servies au client à partir d'une infrastructure unique ; lissage entre les résultats plus cycliques de la banque d'investissement et ceux, plus récurrents de la banque de détail. Elle conduit à un renforcement des grands établissements sur le marché domestique des produits financiers, de loin le plus profond au monde. Elle accroît



également leur force de frappe à l'étranger, notamment parce que ces acteurs utilisent souvent leurs activités de banque d'investissement, par nature plus globalisées, comme chevaux de Troie pour pénétrer les marchés extérieurs. Citigroup est ainsi parvenu à pratiquer le métier de banque de détail sur des marchés aussi difficilement pénétrables que le Japon ou l'Allemagne. Et, semble-t-il, de façon rentable !

Cette restructuration a un impact sur les marchés financiers. Les intermédiaires professionnels y pratiquent et y pratiqueront de plus en plus leur activité dans le cadre de larges groupes multispécialistes. D'où la nécessité de prévenir de nouveaux conflits d'intérêt et les risques de pratiques incestueuses entre métiers qui ne devraient pas communiquer entre eux. Ces dernières ont notamment été mises en relief par le procureur général de l'État de New York, Eliot Spizer, infatigable pourfendeur de l'*establishment* financier : à la suite de l'enquête conduite par le procureur au lendemain de l'affaire Enron, les grands noms de la finance new yorkaise acceptèrent en décembre 2002 de verser 1,4 Md\$ (dont 400 millions pour Citigroup) de dédommagement aux investisseurs estimant avoir été lésés, pour éviter un procès public. Cette nouvelle structuration des acteurs financiers appelle des innovations de la part des régulateurs pour assurer la transparence et l'efficacité des marchés financiers. Elle a donné lieu aux États-Unis à un renforcement de la régulation des autorités publiques avec l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley en juillet 2002.

LA MOSAÏQUE EUROPÉENNE

En Europe, le cloisonnement entre activités financières n'a jamais été aussi poussé qu'aux États-Unis. Il a néanmoins longtemps constitué une donnée récurrente déterminant l'ossature des systèmes financiers. Jusqu'au début des années 1990, nul ne pouvait, par exemple, confondre en France des banques de détail comme la BNP et le Crédit Agricole, à l'activité strictement régulée par l'encadrement du crédit, avec des banques d'affaires comme Paribas ou Indosuez tournées vers les marchés de capitaux ou avec des assureurs dépendant d'une tutelle distincte. La situation a totalement évolué durant la décennie 1990 avec les fusions bancaires et la montée en régime des métiers de bancassurance : depuis son rachat de Indosuez, le Crédit Agricole est, par exemple, devenu une banque d'investissement et s'est hissé au rang de numéro deux du marché national de l'assurance-vie.

Dans le sillage des restructurations américaines, la tendance est également en Europe à la constitution d'acteurs multispécialistes. Le mouvement y a, du reste, été antérieur, le modèle dit de la « banque universelle » étant né sur le vieux continent. Ce modèle s'est fortement



renforcé durant la dernière décennie, notamment par le mariage de la banque et de l'assurance : consolidation de l'industrie financière du Benelux autour des deux bancassureurs ING et Fortis ; intégration de Winterthur au sein du Crédit Suisse ; intégration ou renforcement des activités d'assurance au sein des grands réseaux britanniques ou français. Ces mariages ne sont pas à sens unique, les assureurs montrant également un appétit certain pour les activités bancaires. Dans le cas du rachat de la Dresdner Bank par le groupe Allianz en 2001 pour la coquette somme de 22 Md€, cela a pris la forme d'une méga-fusion. Plus discrètement, un grand nombre d'assureurs européens ont utilisé les nouvelles opportunités des technologies de l'information pour monter des filiales bancaires en ligne, à l'image des précurseurs qu'ont été Prudential au Royaume-Uni avec Egg ou les AGF en France avec leur banque en ligne.

L'un des aspects les plus paradoxaux de cette intégration de type vertical entre banques de gros et banques de détail est la disparition des banques d'investissement indépendantes britanniques. Aucun lieu n'a autant profité de l'enflure de la sphère financière que Londres avec l'extraordinaire développement de la *City*, qui est devenue, de très loin, la première concentration en Europe d'activités liées au fonctionnement des marchés financiers. Cette attractivité de la place londonienne a provoqué un mouvement général de rachats des courtiers et intermédiaires historiques de la place par des banques commerciales désireuses d'élargir leur portefeuille métiers. L'architecture historique du système britannique où banque de détail et banque de marchés étaient strictement cloisonnées a ainsi totalement éclaté. À l'exception de Cazenove, courtier séculaire de la couronne britannique, les acteurs indépendants intervenant sur les marchés de capitaux ont tous été intégrés dans des établissements bien plus diversifiés. Aujourd'hui, les grands acteurs britanniques du marché des capitaux sont les unités spécialisées de banques devenues universelles comme HSBC, Barclays ou Royal Bank of Scotland. Leur influence sur la place de Londres a fortement reflué au profit des filiales locales des grandes banques américaines : Citigroup, Chase JPMorgan, Morgan Stanley, Goldman Sachs.

Dans un premier temps, les regroupements ont conduit à l'émergence de « champions nationaux » pratiquant une large panoplie de métiers financiers. Le mouvement est en train de graduellement déborder les frontières nationales devenues trop exigües. Au Royaume-Uni, en Scandinavie et au Benelux, les méga-fusions domestiques ne sont plus guère possibles, du fait de structures de marché devenues oligopolistiques. C'est pourquoi ces trois ensembles régionaux ont connu les mouvements de rapprochement transfrontaliers les plus importants : achat en 1999 du CCF par le leader britannique HSBC et prise de contrôle en 2004 de la



sixième banque britannique, Abbey National, par le numéro un espagnol, SCH. Constitutions de champions nordiques à l'image de NORDEA et multiples rapprochements entre établissements belges et néerlandais. À l'exception de l'Allemagne où les restructurations bancaires ont longtemps été retardées par l'immobilisme du système des banques publiques régionales, les autres pays européens sont proches de telles structures. Ceci pousse les acteurs à chercher des cibles à l'extérieur pour trouver des relais de croissance : stratégie de pénétration des marchés d'Amérique Latine des deux « majors » espagnols : SCH et BBVA ; multiples rachats de banques à l'occasion des privatisations en Europe Orientale ; rachats en série d'activités financières aux États-Unis par les Européens (HSBC et BNP-Paribas) ; consolidation européenne d'activités financières spécialisées comme les cartes de crédit ou le *leasing* automobile...

L'Europe financière saura-t-elle tirer son épingle du jeu de cette nouvelle phase de consolidation ? Ayant hérité de structures financières plus concentrées que celles des États-Unis et disposant désormais d'un marché financier qui s'est élargi grâce à la monnaie unique, le vieux continent semble disposer d'atouts certains. Il y a pourtant des signes troublants. L'élargissement du marché européen des capitaux consécutif au lancement de l'euro a renforcé les banques d'investissement nord-américaines, pas les Européens. Les restructurations bancaires, si elles ont fait progresser nombre d'établissements en Europe, n'ont, jusqu'à présent, pas donné lieu à l'émergence de véritables acteurs paneuropéens. À moins de ranger parmi ceux-ci Citigroup qui conduit une véritable stratégie en ce sens dans un nombre croissant de ses métiers ! Pour compter demain dans le paysage financier, l'Europe ne doit pas freiner la restructuration de ses acteurs financiers au risque de les affaiblir face à la concurrence internationale. Elle doit, au contraire, accompagner ces restructurations en adoptant les modes de régulation souhaitables qui, d'évidence, ne peuvent être issus de la seule juxtaposition de régulateurs nationaux.

LE NOUVEAU PAYSAGE BANCAIRE FRANÇAIS

Au début de la décennie 1990, l'économie française a beaucoup souffert de la crise immobilière et du retournement des marchés financiers. La défaillance du Crédit Lyonnais renfloué *in extremis* par les deniers publics en a constitué l'illustration la plus médiatisée. En réalité, c'est l'ensemble du système financier qui a été fragilisé à partir de 1992, comme l'ont alors révélé l'escalade des provisions, le plongeon des résultats des établissements bancaires et la brusque contraction de la distribution du crédit qui contribua à creuser la récession de 1993.



La capacité des banques françaises à résister à la contraction boursière de 2000-2003 n'en apparaît que plus remarquable. Si les acteurs financiers ont subi une érosion modeste de leurs résultats, aucun affaiblissement d'ensemble n'a pu être détecté, encore moins un quelconque risque de faillites bancaires. Ceci est moins dû aux progrès dans la régulation macrofinancière qu'à ceux ayant accompagné un mouvement sans précédent de consolidation entre acteurs financiers qui peuvent être réunis en 5 groupes stratégiques.

Au sommet du classement, les groupes Crédit Agricole et BNP-Paribas respectivement numéro un et deux, se détachent par la taille de leur bilan, et figurent l'un et l'autre parmi les cinq premiers établissements européens. Présents sur l'ensemble des métiers financiers, ils sont très représentatifs des grands acteurs multispécialistes qui dominent désormais le paysage. Pour autant, leurs portefeuilles métiers présentent des déséquilibres. Avec l'apport du Lyonnais, le Crédit Agricole occupe une position très dominante dans la banque de détail en contrôlant ce qui peut être considéré comme le premier réseau bancaire en Europe. Il y distribue une gamme élargie de produits, avec notamment, une forte position dans les domaines de l'assurance et de la gestion d'actifs. Le groupe a cependant deux faiblesses : son ouverture à l'international reste faible pour un établissement de cette dimension ; il peine à atteindre la taille critique dans les métiers de banque d'investissement pour lesquels la concurrence est plus internationale. Symétriquement, le groupe BNP-Paribas s'est hissé parmi les premiers établissements européens par la taille totale de son bilan, mais est pénalisé par l'étroitesse de son réseau de détail domestique. Cette faiblesse n'est que partiellement compensée par l'activité de banque de détail pratiquée à l'étranger (aux États-Unis à titre principal). Pour asseoir leur posture d'acteurs multispécialistes, les deux leaders sur le marché français devront ainsi chercher à corriger les déséquilibres de leur portefeuille métiers, ce qui poussera à de nouvelles fusions acquisitions.

Les acteurs du deuxième groupe présentent un portefeuille métiers qui couvre une gamme large de métiers financiers et sont également engagés dans une stratégie « multiservices ». Ils sont au nombre de trois : la Société Générale qui a acquis de solides atouts à l'international, sur certains créneaux des marchés de capitaux (dérivés sur actions notamment) et en Europe de l'Est pour la banque de réseau ; le groupe Caisse d'Épargne qui articule désormais les forces traditionnelles de son réseau mutualiste avec celles de la banque d'investissement Ixis reprise à la Caisse des Dépôts ; le groupe Banque Populaire qui présente une articulation similaire de son réseau mutualiste avec la banque d'investissement Natexis. Ces deux derniers groupes disposent de réseaux exclusivement hexagonaux qu'ils doivent mettre en synergie avec des activités de banque d'investis-

sement à vocation internationale. Aucun de ces trois acteurs ne dispose à l'heure actuelle de la dimension nécessaire pour développer l'ensemble des prestations d'un acteur multiservices. Ils devront en conséquence, soit opérer des revirements par rapport à leurs ambitions affichées en choisissant de se recentrer sur des stratégies plus sélectives, soit élargir leurs moyens par des regroupements ou des alliances pour se hisser à la taille requise pour opérer dans le clan des acteurs multiservices qui compteront demain dans le paysage financier européen.

Tableau n° 2
Les principaux groupes bancaires français (année 2003)

	Taille de bilan		Produit net bancaire	
	Md€	Md€	% en détail	% à l'étranger
Crédit Agricole	875	23,9	71	33
BNP-Paribas	783	17,9	54	45
Société Générale	539	15,6	59	43
Caisses d'Épargne	357	7,2	80	<10
Crédit Mutuel	355	8,8	74	<10
Dexia	350	5,2	34	86
Banques Populaires	237	7,1	65	nd
CCF	71	2,3	67	nd

Source : Caisse des Dépôts - Veille stratégique.

Le troisième groupe stratégique, composé du Crédit Mutuel/CIC, des services financiers de La Poste et de Dexia, est engagé dans un modèle stratégique plus sélectif. Ces acteurs présentent la particularité d'une plus grande homogénéité de leur gamme de produits qui se situe dans la banque de détail pour les deux premiers et les métiers liés au financement des collectivités locales pour le troisième (du moins dans son périmètre français). Le groupe Crédit Mutuel est organisé pour fournir une palette de produits financiers de détail et n'a pas de préention en banque d'investissement. Son modèle, ancré dans la logique mutualiste et obtenant un bon niveau de rentabilité récurrent, semble robuste. Mais la qualité de ses réseaux ne peut qu'attiser les convoitises d'autres acteurs. Les contours exacts de la banque postale en gestation restent subordonnés à des décisions politiques, mais une chose est certaine : la taille du réseau de distribution, de loin le premier par le nombre de guichets, ne peut qu'attiser les convoitises. De par son caractère bi-national, Dexia se situe à la charnière du groupe 3 et du groupe 4. C'est un acteur qui, malgré de multiples tentatives de diversifications, reste marqué par son ossature originelle de banquier spécialisé des collectivités locales.



Un quatrième ensemble réunit les acteurs qui, étant filiales de groupes étrangers, ont, par nature, une moindre autonomie dans l'élaboration de leur vision stratégique. Ce groupe s'est élargi ces dernières années, avec la reprise par des acteurs étrangers de 3 des 4 derniers réseaux bancaires ayant changé de main depuis 2000 : CCF, Banque Hervet, Banque Worms. L'acteur le plus important du groupe est le CCF dont la réussite stratégique est désormais subordonnée à la capacité d'intégration du groupe britannique HSBC. Il est suivi par une myriade de filiales d'établissements étrangers de plus petites dimensions, dont certaines peuvent connaître des développements rapides à l'image d'ING-Direct, mais d'autres des échecs cuisants comme celui de la banque directe Egg, qui a été conduite à cesser son exploitation sur le marché français, faute de rentabilité. Ce quatrième groupe conduit généralement des stratégies nettement plus sélectives que les établissements généralistes à capitaux français. Sa présence rappelle que le jeu des restructurations ne s'opère pas en vase clos, mais qu'il s'intègre dans le champ de la consolidation du système financier européen, dont le degré d'avancement varie considérablement d'un métier financier à l'autre.

Le dernier ensemble réunit les nouveaux entrants dans l'activité bancaire. Il est constitué à titre principal des filiales spécialisées des grands distributeurs dont les deux plus importantes sont la banque S2P de Carrefour et la banque Accord de Auchan. Pour être exhaustif, il faut leur ajouter les banques en ligne, qui ont été lancées par les assureurs généralistes. La caractéristique commune de ces opérateurs est leur spécialisation sur un nombre limité de services (cartes bancaires, crédit à la consommation, produits d'épargne) fournis à moindre coût du fait de l'industrialisation poussée de leurs systèmes de production.

La cartographie stratégique des acteurs financiers révèle aussi bien une instabilité des positions à l'intérieur de chaque de groupe qu'une fragilité des équilibres entre les différents groupes. Elle suggère que les mouvements entre grands acteurs ne sont pas achevés, même si la structure désormais oligopolistique du secteur limite le nombre des combinaisons possibles entre acteurs domestiques.

LES IMPLICATIONS DES RESTRUCTURATIONS SUR LA GESTION DES RISQUES

Depuis son origine, la finance professionnelle est intimement liée à la gestion des risques. Son apparition au moment de la renaissance italienne permit d'accompagner l'essor du négoce des comptoirs génois et vénitiens, qui est considéré par les historiens comme l'une des premières manifestations de ce que sera le décollage économique de l'Europe. Dans *Le commerce des promesses*, Pierre-Noël Giraud nous en explique la genèse.



Zaccaria, négociant et armateur génois, se trouve confronté vers 1298 à une opportunité commerciale : un stock d'alun est disponible pour un prix de 100 en Méditerranée alors que les ateliers de Bruges sont demandeurs de la matière pour teindre leurs textiles à un prix de 200. La plus-value finance largement le coût du transport. Mais que de risques à prendre ! Deux mois de navigation pour transférer le stock d'alun : risques maritimes et risque de baisse du prix au comptant à Bruges ; un mois pour ramener le stock d'or de Bruges à Gênes par voie terrestre : insécurité des moyens de paiement ; sans oublier que le ducat génois peut également changer de valeur durant l'équipée : risque de change. Comme l'indique Pierre-Noël Giraud, « tant individuellement que socialement, il serait donc bénéfique que Zaccaria puisse transmettre tout ou partie des risques qu'il prend à d'autres, si ceux-ci étaient mieux à même de les assumer et qu'il puisse donc exercer ses immenses talents à une échelle digne d'eux »¹. Les différents métiers de la finance sont nés de cet intérêt individuel et social de déporter une partie des risques pesant sur les entrepreneurs vers d'autres acteurs professionnels : banquiers pour le risque de crédit et de moyen de paiement ; assureur pour le risque maritime ; marchés dérivés pour les risques de variation de prix et de taux de change des monnaies.

12

En 2005, la gestion du risque par les professionnels de la finance apparaît plus sophistiquée qu'en 1298. Les mécanismes de base restent pourtant identiques à ceux qui inspirèrent les négociants génois et vénitiens, rapidement rejoints par les Flamands, lors de la mise en place des premières formes organisées de banques de crédit, de Bourses des valeurs, de compagnies d'assurance... Il s'agit, chaque fois, de répartir des risques en confiant leur gestion à des professionnels, assureurs ou banquiers, pour leur évaluation et tarification, ou en les disséminant sur les marchés par le jeu de l'offre et de la demande. Mais les acteurs de la finance moderne sont devenus de tels orfèvres en matière de gestion du risque, qu'on peut se demander si la logique de base ne s'est pas quelque peu inversée. La société utilise-t-elle aujourd'hui la finance pour mieux gérer ses risques, ou est-elle utilisée par la finance professionnelle passée experte dans l'art de la couverture de ses propres risques ? Une question qui mérite plus ample investigation.

Il est d'usage au sein du monde financier de regrouper les risques entre trois familles : les risques de crédit ou plus généralement de contreparties² ; ceux de marché ; les risques opérationnels. Les travaux du Comité de Bâle sur les règles prudentielles permettent même d'effectuer une sorte de pesée de chacun des trois compartiments. Dans leurs versions standardisées, elles attribuent les trois-quarts des risques bancaires globaux aux contreparties, 10 % aux marchés et 15 % aux risques opérationnels (informatiques et juridiques pour l'essentiel). Ce type de



répartition est toujours un peu conventionnel, notamment parce que le risque de défaillance est fortement corrélé à la situation des marchés. Cette corrélation s'est, du reste, accrue avec la multiplication des techniques financières permettant de déporter le risque de crédit sur le marché. Les progrès considérables réalisés par la finance professionnelle dans la gestion des risques ont, en effet, reposé sur deux types de levier : l'industrialisation des méthodes de traitement de l'information permettant de déceler et de mesurer le risque ; le développement de nouveaux outils de marché tels la titrisation ou les produits dérivés permettant de déporter ce risque sur d'autres acteurs, au demeurant pas toujours très correctement informés.

UN DÉPORT MASSIF DES RISQUES VERS LES AGENTS MOINS INFORMÉS

Les progrès dans la mesure des risques de marché ont été rapides durant la décennie 1990, les grandes banques ayant engagé un certain nombre de démarches volontaires dans le but d'échapper à l'imposition de règles prudentielles trop contraignantes de la part des pouvoirs publics. Une étape majeure de la standardisation des méthodes a été franchie en 1994 lorsque la banque d'investissement américaine JP Morgan a choisi de mettre gratuitement à la disposition de la place son logiciel *RiskMetrics*, dont les fonctionnalités constituaient, en réalité le fondement des modèles dits *Values At Risk* (VAR), qui équipent désormais toutes les grandes banques (et sont de plus en plus utilisés par les trésoriers d'entreprises). Ces modèles probabilisent les risques de défaillance liés aux prises de position sur les marchés et fournissent, pour un seuil de probabilité donné, une estimation empirique *ex ante* des pertes qui peuvent leur être associées pour l'établissement. Ils permettent de tenir compte de la volatilité des différents marchés et de leurs corrélations, puis d'agréger, en temps pratiquement réel, les risques en résultant pour la banque, compte tenu des positions prises par elle-même et ses principales contreparties sur les marchés. Ces modèles internes de mesure des risques de marchés seront intégrés dans les règles prudentielles de la seconde génération édictées par le Comité de Bâle.

L'apparition de méthodes dites de *scoring* repose également sur le renforcement de la capacité de traitement de l'information. Grâce à elles, les banques et compagnies d'assurance ont accru leur connaissance des caractéristiques de leur clientèle de particuliers et de petites et moyennes entreprises. Elles ont utilisé les nouvelles potentialités des technologies de l'information pour standardiser et traiter à grande échelle les informations sur leurs clients, et notamment celles permettant d'évaluer statistiquement leurs risques. D'où l'émergence dans les



banques et compagnies d'assurance, de véritables « usines » d'évaluation des risques qui décident, désormais, pratiquement en temps réel de l'attribution des prêts, de leur tarification, du type de garanties demandées... Le levier technologique permet ainsi d'accroître l'efficacité de la mesure et de la sélection, voire de la tarification, des risques classiques de contrepartie, qui continuent d'être portés au bilan des banques.

L'aversion des intermédiaires professionnels pour le risque a conduit à développer l'usage d'autres leviers qui permettent aux établissements de sortir de leur bilan les risques jugés excessifs. Deux innovations produits doivent notamment être mentionnées : la titrisation et les dérivés de crédit. L'une et l'autre se sont développées sur des marchés de gré à gré, ce qui ne facilite pas la lisibilité de la localisation des risques pour les observateurs extérieurs.

La titrisation permet de transformer une créance non négociable inscrite au bilan en un titre négociable dont la valeur et le risque sont alors portés par le marché. Apparue aux États-Unis dans les années 1970 pour déporter les risques de créances immobilières sur le marché obligataire, l'activité de titrisation s'est, par la suite, considérablement développée. Elle a été utilisée dans les années 1980 pour gérer la surexposition des banques nord-américaines sur l'Amérique Latine à la suite de la première crise financière mexicaine dans le cadre du plan Brady. Les usages de la titrisation se sont ensuite multipliés. La gamme des créances concernées s'est élargie : initialement concentrée sur les portefeuilles de créances immobilières, cette technique concerne désormais à peu près toutes les créances inscrites au bilan des banques, du crédit à la consommation, au prêt étudiant en passant par les cartes de crédit ; mais la technique peut aussi concerner toutes sortes de promesses de revenus futurs allant des flux attendus de rapatriement de travailleurs immigrés titrisés par la Banque mondiale aux stocks de vins de champagne en cours de fabrication³ ! D'origine nord-américaine, la titrisation s'est diffusée d'abord dans le monde anglo-saxon, puis sur l'ensemble des autres marchés. Les États-Unis sont encore un marché plus large que celui de l'Europe. Mais la croissance des nouvelles titrisations est plus rapide en Europe. Il y a un appétit fort de l'ensemble des financiers pour ce type d'opération qui conduit à rebasculer une partie des risques de crédit sur le marché et donc, *in fine*, sur l'investisseur final.

Les dérivés de crédit constituent une nouvelle classe d'instrument de transfert de risque qui permet au vendeur de se débarrasser du risque de crédit, tout en conservant la propriété juridique de la créance. Symétriquement, l'acheteur s'expose à ce risque sans avoir à supporter le coût du financement de la dite créance. Encore confidentiel vers 1995, le marché a explosé à partir de 2000 pour atteindre un encours de l'ordre de 2 000 Md\$ fin 2002, et probablement un peu plus du



double à la fin 2004. Ce marché fonctionne de gré à gré, la moitié des opérations mondiales se traitant à Londres et le tiers à New York. Les trois premiers intervenants en sont JP Morgan, Citibank et Bank of America. D'après une étude de l'agence de notation Fitch, ce trio serait à l'origine de 80 % des opérations sur dérivés de crédit réalisées dans le monde en 2002, opérations qui auraient conduit à transférer pour environ 100 Md\$ de risque depuis les grandes banques internationales principalement vers des compagnies d'assurance, des OPCVM et quelques banques publiques régionales allemandes.

Si les chiffres cités par Fitch restent des estimations, difficilement vérifiables du fait de l'opacité de ce marché qui se développe de gré à gré, le sens des mécanismes décrits ne fait aucun doute. Le segment en expansion des dérivés de crédit a permis, durant une période de montée des périls dans le système financier, de transférer vers le marché une fraction croissante des risques depuis les acteurs les mieux informés. Ce transfert a contribué à la résistance tout à fait remarquable des banques face à la chute des prix d'actifs observée entre 1999 et 2002. De ce point de vue, il a contribué à écarter le risque de système qui pointe vers la sphère financière lorsqu'on purge les excès spéculatifs antérieurs. Du moins dans un premier temps. Car on peut craindre qu'en remettant systématiquement le risque sur le marché, ce type d'innovation ne conduise à fragiliser son équilibre global, notamment par la défiance que cela peut durablement provoquer chez les investisseurs. C'est en tout cas ce que suggère Warren Buffet, l'une des figures de proue de la gestion collective aux États-Unis, pour qui les dérivés de crédits doivent être considérés comme autant « d'armes financières de destruction massive ».

LES QUATRE ENJEUX CLÉS

Prenant appui sur la lame de fond de la révolution des technologies de l'information et de la globalisation des marchés, les restructurations modifient profondément le paysage bancaire dont les acteurs s'industrialisent et se concentrent. Grâce aux gains de productivité, ces mutations élargissent l'accès aux services financiers au sein de la société (sans pour autant répondre au problème aigu de l'exclusion bancaire). Mais la rapidité de cette mutation semble avoir pris de cours de multiples acteurs et, notamment, les régulateurs qui ne se sont pas adaptés suffisamment rapidement. Il en résulte quatre enjeux clés.

La constitution d'acteurs multispécialistes présents sur la totalité de la gamme des métiers financiers a permis aux banques traditionnelles de capter une bonne part des nouveaux flux transitant par le marché des capitaux. Cette nouvelle structure de l'offre multiplie les conflits d'intérêt potentiels au sein des établissements et risque de dériver sur des



pratiques incestueuses entre métiers qui ne devraient pas communiquer. En réaction aux pressions de l'opinion publique et des tribunaux, les États-Unis ont été prompts à modifier en conséquence leur dispositif d'encadrement des activités financières, notamment dans le cadre de la loi Sarbanes-Oxley. Tout, ou à peu près, reste à faire en la matière en Europe.

Malgré sa rapidité, la consolidation bancaire est loin d'être achevée. L'Europe doit, en la matière, faire face à un regain de vitalité et de concurrence de la part des grands acteurs financiers, le vieux continent doit désormais viser l'émergence d'établissements européens transfrontaliers, capables de rivaliser avec leurs concurrents transatlantiques. Le jeu des fusions et acquisitions n'y mènera pas spontanément en raison de multiples segmentations qui limitent l'intérêt des rapprochements transnationaux. La politique publique doit favoriser cette émergence en démantelant ces segmentations et en visant une meilleure articulation entre la politique de la concurrence et la régulation financière.

L'ampleur du déport des risques depuis les intermédiaires professionnels vers des acteurs pas ou peu informés est apparue avec l'éclatement de la bulle du marché des actions entre 2000 et 2003. Elle a durablement affecté la confiance des particuliers. On l'attribue parfois à la complexité des mécanismes de couverture et du fonctionnement du marché des dérivés, qui créerait une sorte de dissymétrie automatique au détriment du client. Un peu comme si la complexité de l'électronique sous le capot de la voiture ou les innovations dans la mémoire vive de l'ordinateur forçaient le consommateur à prendre tous les risques de la panne ! Il est, certes, souhaitable que le citoyen de base soit mieux formé aux mécanismes de base de la finance. Mais le transfert massif des risques vers les particuliers a résulté d'une carence d'information qu'on retrouve, par exemple, en matière de tarification bancaire. Il faut rapidement corriger ces travers : la financiarisation de l'économie ne se justifie que si elle apporte une meilleure information et une meilleure compréhension des risques aux particuliers.

Autre forme de déport du risque : l'apparition d'un risque systémique. Lorsque le paysage financier est constitué d'acteurs *too big to fail*, le risque de défaillance de chacun est *de facto* reporté sur l'ensemble de la place financière. En cas d'accidents avérés, l'intervention de la puissance publique s'impose et les ressources du contribuable sont mobilisées, ce qui pose le problème de « hasard moral », bien connu des économistes. Mais même en l'absence de faillite avérée d'un grand établissement, la concentration des acteurs sur les marchés financiers génère de nouveaux risques de systèmes car il n'y a pas suffisamment de contreparties. Le marché ne permet dès lors plus de répartir les risques



entre suffisamment d'agents. C'est très exactement ce qui se produit en 1998, au moment de la déroute provoquée par la faillite du *hedge fund* LTCM. Ces risques systémiques sont généralement méconnus des acteurs eux-mêmes et mal pris en charge par les régulateurs.

NOTES

1. Giraud P.N. (2001), *Le commerce des promesses*, Éditions du Seuil, p.38.
2. Le risque de crédit concerne la défaillance possible des débiteurs qui ne pourrait rembourser en temps et en heure la banque. Il ne concerne que l'actif du bilan. Mais la banque a aussi des risques au passif : si ses fournisseurs de crédit sont fragilisés, elle aura des difficultés de refinancement. Le risque de contreparties intègre ce second volet et a donc une couverture plus large que le risque de crédit.
3. Le deuxième producteur de champagne, Marne et Champagne, a été le premier à appliquer cette technique à la fin des années 1990, ce qui lui a permis de lever 396 Md€ auprès d'investisseurs prêts à porter les risques de fluctuation des cours.
4. *Global Credit Derivatives: Risk Management or Risk?*, mars 2003.

