

# REDÉFINIR LA PLACE DES MARCHÉS FINANCIERS ET DES BANQUES

MICHEL CASTEL

Chargé de cours Master 2 Banque, Finance, Assurance, université Paris X

*Depuis la crise financière qui a éclaté au cours de l'été 2007, il est de bon ton de dire qu'il n'y a pas de capitalisme sans crises financières et que, si celles-ci s'accroissent<sup>1</sup>, c'est le prix à payer pour maintenir le financement de la croissance. Tout devrait être fait pour que les déséquilibres économiques – effectivement incontournables – soient contenus, autant que faire se peut, pour éviter des crises systémiques à conséquences régionales, voire mondiales, plus ou moins catastrophiques. Cela ne passe pas par des incantations ni des discours sommaires, mais par des analyses de fond des mécanismes et circuits financiers récents en œuvre, ainsi que par l'examen du cadre institutionnel et réglementaire en place, avec pour objectif le renforcement de la robustesse du financement des économies.*

**L**es crises financières peuvent avoir un poids humain considérable et, dans les cas extrêmes, mettre en péril les démocraties, et même la paix. Peut-on oublier tout ce que la crise de 1929 a enclenché ? Celle que nous vivons, bien que différente, est d'une ampleur considérable ; elle ne touche pas uniquement les actions ou un secteur, mais l'ensemble de la chaîne des financements. C'est la première crise de la titrisation. Il risque d'y en avoir d'autres si rien n'est fait pour corriger les principaux dysfonctionnements constatés. On ne peut permettre des discours légers, voire irresponsables. Dans cette perspective, cette étude va essayer d'apporter une contribution sur deux points qui semblent majeurs :

- la constatation d'une dérive considérable et toute nouvelle – contrairement aux déséquilibres économiques entre pays ou zones – avec le fait que les circuits de financement se sont trop (et trop rapidement) orientés vers les marchés au détriment des financements assurés par le crédit classique ;
- la facilitation de cette tendance par les superviseurs bancaires et les banques centrales qui, de surcroît,

n'ont pas complètement mis en place le système de régulation que cette nouvelle donne imposait.

## La marchandisation des financements

**S**i les États-Unis ont eu besoin de recourir aux financements de marché depuis des décennies, c'est que leur épargne était moins sous forme de dépôts que de titres ; cela a toujours obligé leurs banques à se refinancer sur les marchés. Tel n'était pas le cas des pays de l'Europe continentale jusqu'au milieu des années 1990, les dépôts y couvrant les crédits. C'est au nom de la dérégulation, de la modernisation, mais en fait surtout de la recherche du mimétisme au modèle américain, que quelques États (dont la France dès 1986-1987), puis les instances européennes, ont poussé à la transformation des modes de financement, au grand regret de l'Allemagne et plus précisément de la Bundesbank.

Celle-ci estimait – et on voit bien aujourd'hui sa grande clairvoyance – que lorsque le financement d'un pays est assuré à environ 85 % par le canal du crédit, les banques centrales – banques des banques – sont largement en mesure de maîtriser les emballlements économiques et financiers ; elles ne savent cependant plus le faire quand le marché devient omniprésent. En écartant ce principe de régulation, on donnait du même coup un grand coup de canif dans le modèle d'économie sociale de marché (parfois appelé le modèle rhénan) et à l'axe politique Paris/Bonn au profit du modèle économique anglo-saxon. L'Allemagne, l'Espagne, l'Europe du Nord – pour la partie non déjà acquise au modèle américain – et l'Italie ont finalement rejoint ce mouvement de marchandisation.

Soyons clairs, il n'y a pas dans ces propos un discours anti-marché primaire : une économie moderne a besoin des marchés des actions, des titres de dettes, d'investisseurs institutionnels achetant des titres. Cependant, cette marchandisation de la finance ne doit pas aller trop loin dans son emprise sur les comportements, les valorisations et les grands arbitrages de moyen/long terme tant micro que macroéconomiques. Une économie moderne doit trouver un juste équilibre<sup>2</sup> entre les marchés de capitaux et le crédit, ou – autre terminologie employée pour traduire ces deux mêmes composantes – entre la désintermédiation et l'intermédiation, un capital-risque puissant devant être la passerelle entre ces deux formes de financement.

En France, le poids du crédit bancaire est passé d'environ 85 % du financement externe de tous les agents économiques au début des années quatre-vingts à environ 50 % au milieu des années 1990, puis 40 à 45 % dans les années 2000, rejoignant ainsi les données américaines au profit de titres négociables<sup>3</sup>. Cette évolution vers plus de marchandisation des conditions de financement n'est pas en soi plus périlleuse pour la robustesse du système financier (même si elle démutualise quelque peu les signatures) que l'intermédiation classique. Ce qui l'est davantage, c'est qu'elle a été la condition qui a permis de dissocier le crédit et le risque par la titrisation simple, puis par la titrisation synthétique à travers des produits structurés

(qui « *repackagent* » des crédits en tranches de risques différents) et les dérivés de crédit (qui ne transfèrent aux acheteurs que tout ou partie du risque et non le crédit lui-même). En soi, ces techniques ne sont pas mauvaises car elles permettent une redistribution des risques entre acteurs souhaitant s'alléger des risques sur une entreprise, un secteur, un pays, au profit d'acteurs estimant pouvoir les prendre, ne serait-ce qu'au titre d'une diversification de portefeuille. Les problèmes apparaissent par contre quand les acheteurs n'ont aucun répondant financier et/ou travaillent pour le compte d'épargnants finaux qui portent le risque... très souvent sans le savoir ou sans avoir les moyens de les gérer. Ce fait est maintenant très connu et ne mérite pas beaucoup plus d'explications. L'autre fait, qui l'est moins, c'est que cette mise sur le marché de crédits entraîne leur valorisation en temps réel en fonction de la conjoncture du moment. Or, même les crédits sains de moyen/long terme et rentables pour les prêteurs peuvent se trouver instantanément très fortement dévalorisés (20 % et plus de moins-values sont possibles) par une modification économique ou financière – plus ou moins passagère – lorsqu'ils ont fait l'objet d'une cession sur les marchés *via* des titrisations rien que par une remontée des taux d'intérêt. Dès 1990, Alan Greenspan (Fed, la Réserve fédérale : la banque centrale des États-Unis) en a signalé avec virulence le danger et le caractère gravissime dans sa querelle avec Richard Breeden (alors président de la SEC, *Securities and Exchange Commission*). N'écrivait-il pas que « *si les valorisations en valeur de marché ont tout leur sens pour les firmes financières (securities firms) dont l'activité est d'acheter et de vendre des titres quotidiennement, cela n'a pas de sens pour les banques qui habituellement conservent leurs crédits jusqu'à l'échéance* ». Il ajoutait que « *ce que la SEC préconise avait été abandonné pendant la grande dépression (après 1929) parce que cela avait provoqué de sérieuses interrogations sur leurs conséquences quant aux résultats des banques et à leurs décisions de financement* »<sup>4</sup>. Les banques commerciales européennes et les assurances se sont d'ailleurs émues – même si ce fut tardivement – lorsque les normes comptables ont préconisé un tel dispositif en 2003 avec la norme IAS 39. Avec l'appui de la Banque

centrale européenne (BCE), notamment, et du Forum de stabilité financière (FSF) de Bâle, elles ont finalement gagné un répit et des assouplissements de ladite norme pour son application aux activités bancaires classiques. Mais *de facto*, par leur engouement pour la titrisation, les banques ont généralisé ce qu'elles rejetaient (!) avec les conséquences que l'on sait sur l'amplification de la crise actuelle, avec les dévalorisations massives que banques et assureurs surtout ont dû enregistrer<sup>5</sup> sur des créances antérieurement titrisées.

Que faire pour l'avenir ? Il faut modérer le recours à la titrisation, et plus particulièrement la titrisation synthétique, pour des créances et des crédits longs qui les rendent apparemment liquides et négociables et permettent une dispersion des risques ainsi que leur accroissement global dans une fuite en avant qui peut s'interrompre à tout moment, à la moindre interrogation, à la moindre rumeur. Pourquoi ne pas admettre sans réserve particulière la titrisation simple – qui oblige l'acheteur à apprécier le risque dans sa globalité – alors que la titrisation de produits structurés ne pourrait être mise en place que pour ceux dont le terme initial est inférieur à cinq ans, ou pour ceux qui n'auraient plus que cinq ans à courir<sup>6</sup> ? Un tel cantonnement de l'assiette titrisable rééquilibrerait ce qui peut être mis sur le marché et ce qui doit rester dans le bilan des banques pour limiter la volatilité des valorisations et les risques d'illiquidité des actifs négociés sur les marchés.

## Revoir l'action des superviseurs bancaires et des banques centrales

**L**es superviseurs bancaires sont trop longtemps restés dans une approche prudentielle microéconomique. Ce qui était bon pour une banque était estimé bon pour l'ensemble du système financier. La crise a montré très amplement qu'ignorer les risques simplement parce qu'ils n'étaient plus dans le périmètre des

banques (ou des assurances) ne pouvait pas tenir longtemps : le réel se rappellerait nécessairement un jour, et brutalement : obligation de reprendre des risques sortis des bilans et de refaire des augmentations de capital (après avoir accepté des réductions de capital), liquidités et valorisations mises très fortement en question, sauvetages *in extremis*...

Deux principes devraient prévaloir à l'avenir. Le premier principe viserait à ne pas avoir une réglementation prudentielle qui présente un biais favorable à la titrisation au détriment des crédits conservés en portefeuille. Bâle II va dans le bon sens mais ne va pas assez loin, notamment dans le traitement des lignes de liquidité<sup>7</sup>. Cela compléterait la proposition faite précédemment sur les crédits susceptibles d'être titrisés. Le second principe viserait à ce que les risques résultant des opérations de marché (portefeuille de *trading*) comportent les mêmes exigences en termes de fonds propres que les risques bancaires classiques (portefeuille bancaire) alors que, là encore, il y a actuellement un biais favorable à la marchandisation des bilans. Ces risques devraient nécessairement inclure une forte composante de risque de liquidité au vu de *stress tests* définis et actualisés par des instances internationales du type BRI (Banque des règlements internationaux) et FMI (Fonds monétaire international) pour assurer une égalité de traitement entre les acteurs des différents pays. Ce risque devrait rentrer dans l'assiette des fonds propres obligatoires, c'est-à-dire ceux exigés par le premier pilier de Bâle II, et non laissés à l'appréciation des superviseurs dans le cadre du deuxième pilier, comme c'est actuellement prévu pour réduire les possibles distorsions de concurrence entre places financières.

Mais ces ajustements de la réglementation prudentielle ne suffisent pas. D'une part, le prudentiel ne saurait aller trop loin et nuire au bon fonctionnement des circuits de financement et aux innovations. D'autre part, le prudentiel est un soubassement structurel stable qui ne doit pas être modifié en fonction des conjonctures macroéconomiques car, faute d'ajustement à temps, il se produirait souvent des effets de cliquet préjudiciables pour le futur.

De plus, ce serait ignorer le rôle des banques centrales dont la deuxième mission, à côté de la lutte contre l'inflation, est d'assurer la robustesse du système financier, et plus particulièrement bancaire. Ce sont elles qui ont en charge les analyses et les politiques monétaires déterminées en fonction des données macroéconomiques. Elles ont donc une action macroprudentielle qui ne saurait s'arrêter à leur action de refinancement en dernier ressort et à laquelle elles ne peuvent échapper quand bien même cela les amène à entériner toutes les dérives antérieures ! Cet état de fait est largement le résultat des refinancements globaux et indifférenciés de l'ensemble du système bancaire qu'elles assurent en temps ordinaire. Faute d'avoir un refinancement de type bilatéral au vu des évolutions bilantielles et de liquidité de chacun des groupes bancaires, elles permettent les emballements de quelques-uns, puis de toute la profession par comportements mimétiques si régulièrement constatés dans le secteur financier. Aussi surprenant que cela puisse paraître, les banquiers centraux sont en effet parmi les rares banquiers au monde à ne pas demander de comptes à leurs clients (les banques) avant de leur accorder un prêt ! Qui les empêche à l'avenir d'examiner les évolutions des actifs et des passifs, les besoins de refinancement et leurs échéances, les engagements de hors-bilan (dont les lignes de liquidité données à des fonds d'investissement), l'évolution des dépôts du public et/ou d'institutionnels, les appels de marges, les types de refinancement obtenus – secs, ou avec des « *repo* » sur des collatéraux par exemple –, leur degré de concentration, ainsi que l'existence ou non de lignes de refinancement, pour ne citer que quelques paramètres. L'analyse de ces évolutions amènerait la banque centrale de la tête de groupe à réviser ou non le plafond de refinancement à taux premier qui lui serait alloué. Les besoins de refinancement supérieurs à cette enveloppe seraient bien sûr assurés, mais à un taux nettement plus coûteux.

Ce dispositif de refinancement pourrait être accompagné d'un usage beaucoup plus actif des réserves obligatoires en élargissant leur assiette aux emballements de crédit préoccupants constatés par les banques centrales et/ou les instances financières

internationales dans leurs analyses sectorielles ou géographiques de l'évolution des concours financiers. Les concours et les taux concernés seraient bien entendu rendus publics, contrairement aux plafonds de refinancement susvisés. Elles ne pénaliseraient – et ce pourrait être de façon progressive selon l'importance des taux de croissance – que les groupes bancaires particulièrement agressifs sur tel ou tel marché. Cette mesure pourrait, selon les cas, se cumuler ou non avec une action sur le plafond de refinancement des différents groupes bancaires comme indiqué précédemment.

Si les crises financières ne peuvent pas être complètement écartées du paysage financier, il est plus qu'indispensable de les éviter, autant que faire se peut, ou à tout le moins d'en juguler les effets avant qu'ils ne prennent des proportions systémiques comme lors de la crise actuelle. Le *continuum* entre les actions, les obligations et le crédit, l'interpénétration des banques commerciales et des banques d'investissement, de celles-ci et des assurances, ainsi que des fonds d'investissement sont tels aujourd'hui qu'ils peuvent déstabiliser toute la chaîne du financement et provoquer une crise économique quasi mondiale. Les banques et les banques centrales, cœur de la vie économique par la création monétaire et la gestion des moyens de paiement, ont un rôle et une responsabilité toute particulière à jouer. La transparence, la révision du cahier des charges des agences de notation – régulièrement mis en avant –, l'élargissement du périmètre bancaire aux acteurs qui ne font que du crédit ont leur utilité. Cela restera notoirement insuffisant si l'on ne touche pas au champ de la titrisation, au *corpus* prudentiel et aux conditions de refinancement par les banques centrales par des propositions du type de celles exposées ici.

#### Notes

1. On citera notamment les faillites de nombreuses Caisses d'épargne américaines (1986), la crise du Japon pendant toute la décennie quatre-vingt-dix, la crise obligataire en 1994, l'effondrement de nombreux pays d'Asie (fin 1997), de

## REDÉFINIR LA PLACE DES MARCHÉS FINANCIERS ET DES BANQUES

*la Russie (en 1998), la faillite de LTCM (1998), l'explosion de la bulle internet et la crise Argentine (2001-2002).*

*2. Comme on parle de juste valeur (« fair value » dans le monde anglo-saxon et les normes comptables IFRS).*

*3. L'Allemagne est toutefois restée plus intermédiée avec un pourcentage restant aux environs de 60 %*

*4. Wall Street Journal, 11 novembre 1990, « Fed chief criticizes SEC proposal to overhaul U.S. bank accounting ».*

*5. Certes, il s'agissait essentiellement de « subprimes », c'est-à-dire de crédits sciemment non viables dès leur octroi faute de protection suffisante des emprunteurs, qui ont aggravé la défiance et l'ampleur des dévalorisations ; mais de tels risques peuvent exister simplement parce que la situation économique générale se dégrade, sans turpide au départ dans l'octroi. Que deviendrait la valeur des crédits longs titrisés, même dans ce cas de figure de crédits sains, avec une remontée des taux d'intérêt rendue nécessaire par une reprise de l'inflation ?*

*Le cumul des deux chocs deviendrait à nouveau presque ingérable. L'usage bien maîtrisé par les banques de la macrocouverture est un outil suffisant pour gérer intelligemment l'évolution des risques de taux sans dénaturer la fonction essentielle de l'intermédiation bancaire qui est de mutualiser dans le temps et l'espace les risques et les signatures.*

*6. Pendant les années soixante, la Banque de France avait utilisé un dispositif de refinancement s'inspirant du même principe : seules les dernières échéances des crédits longs étaient éligibles.*

*7. Mais après que la crise actuelle soit maîtrisée... Dans l'attente, il ne faut pas pénaliser les banques européennes parce qu'elles doivent déjà respecter Bâle II – plus exigeant que Bâle I en matière de ligne de liquidité – alors que les banques américaines n'ont pas cette contrainte puisque cette nouvelle réglementation (qui ne s'appliquera qu'à une petite vingtaine de groupes) ne prendra pas effet avant 2010 aux États-Unis.*

