

---

# LES CAHIERS DU CENTRE

*Numéro 22*

*- Actualités -*

---

# Mars 2014

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

### CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

### Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Marie-Jeanne MAILLOT

### Rédactrice en chef

Angela BARBOSA

[a.barbosa@professionsfinancieres.com](mailto:a.barbosa@professionsfinancieres.com)

\* \*  
\*

## EDITORIAL

page 1

## FISCALITE

« *Une fiscalité de combat pour la croissance !* »

Edouard François de LENCQUESAING..... page 3

## REGULATION

« *De la régulation* »

Attila BALATON..... page 6

## ECONOMIE

« *L'évolution actuelle des modes de financement est naturelle* »

Pierre-Henri CASSOU ..... page 21

« *La crise économique : jusqu'à quand ?* »

Jean-Jacques PERQUEL..... page 24

« *Les Marchés Financiers sont-ils le reflet de la performance économique ?* »

Jean-Jacques PERQUEL..... page 28

## *Hommage à Edouard SALUSTRO*

Nous ne pouvons pas commencer cet éditorial sans avoir une pensée pour notre ami Edouard SALUSTRO, dont l'attachement et le dévouement pour le Centre des Professions Financières ont été sans limites. Nous avons perdu un véritable ami, un très grand visionnaire et surtout un homme de conviction qui savait prendre des décisions. La plus grande preuve en a été son « Manifeste des Professions Financières », qu'il a présenté lors de notre Congrès du 27 juin 2013, et qui a, depuis, inspiré tous les travaux du Centre. Edouard a laissé un très grand vide, mais il nous a donné la force de poursuivre toutes nos actions dans la voie qu'il nous avait tracée.



Jean-Jacques PERQUEL qui avait fondé « Les Cahiers du Centre » en 2008 avec Edouard SALUSTRO, nous fait l'honneur de poursuivre ses travaux. Jean Pierre MAUREAU vient de le rejoindre et nous le remercions chaleureusement.



Au sommaire du 22<sup>e</sup> Numéro :

- Un article d'Edouard-François de LENCQUESAING sur la fiscalité de combat au service de la compétitivité des entreprises ;
- Un article d'Attila BALATON sur la régulation au service de la stabilité financière ;
- Un article de Pierre-Henri CASSOU, reproduit avec l'aimable autorisation de l'AGEFI, sur l'évolution actuelle des modes de financement ;
- Deux articles de Jean-Jacques PERQUEL, l'un sur la crise économique, et l'autre sur les marchés financiers ;

Nous vous souhaitons une très bonne lecture !

**Pierre MANCINI**, *Délégué Général du Centre des Professions Financières*

\* \* \*

\* \* \*

**Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :**

**[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)**

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières

20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :

**[cimef@professionsfinancieres.com](mailto:cimef@professionsfinancieres.com)**

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

\* \* \*

## Une fiscalité de combat pour la croissance

Article paru dans l'AGEFI

Lundi 27 janvier 2014

### Biographie :



#### Edouard-François de LENCQUESAING

Il est conseillé auprès de Paris-Europlace et du Pôle de compétitivité Finance Innovation et est Délégué Général de l'EIFR - European Institute of Financial Regulation, afin de participer aux différents travaux d'amélioration des conditions de compétitivité de la "place financière Européenne" et du positionnement de la Place financière de Paris dans ce "réseau, de conduire les réflexions stratégiques dans le contexte d'après crise financière, de lancer les travaux initiaux pour la constitution du Pôle de compétitivité FINANCE INNOVATION en 2006 et redévelopper, de créer en 2008 une Institut de régulation financière européen, l'EIFR dont l'objet est la facilitation de mise en œuvre en Europe d'une régulation harmonisée et d'animer le comité EUROPE de la Place de Paris.

Il a débuté sa carrière comme consultant chez Accenture en 1975 puis à rejoint le CCF en 1980. Comme Directeur central au CCF il était en charge des métiers de banque de transactions ainsi que des systèmes d'informations et des services immobiliers, un département d'environ 2 000 collaborateurs. Par ailleurs il a présidé des filiales d'administration de Fonds et d'Épargne salariale et était administrateur de l'UBP. Très impliqué dans les systèmes de Place il était administrateur en particulier de la SICOVAM, de la CRI, du SIT et de SWIFT et Président du Cluc des 10 dans la conservation des titres, Vice-président de l'AFII et Membre d'ISSA. Il est Administrateur d'EUROCCP (filiale à Londres du dépositaire de titres américain DTC) depuis mars 2008. Il a créé sa société de consulting Netmanagers en 2003 et est impliqué dans diverses initiatives de business angel. Il est capitaine de Frégate de réserve et ex-adjoint au maire d'une commune rurale du Pas de Calais. Il est Délégué départemental pour le Pas de Calais pour l'Ordre de Malte France.

Les crises ont du bon car elles imposent la dynamique vertueuse du principe de réalité ! Elle est un révélateur des faiblesses et un rendez-vous avec le courage. Gouvernance Européenne, déséquilibres profonds et anciens des équilibres publics-privés, déséquilibres du sens des valeurs sous-jacentes au processus de création de richesses. Nous vivons un moment de ruptures, ruptures avec la facilité pour affronter les exigences de l'économie réelle, celle qui crée ce qui sera à partager, la croissance qui conditionne l'emploi, ruptures avec la perte de substances : cerveaux, capitaux, production. La crise nous a concentrés sur stabilité et solidarité au risque de ne pas respecter ce « triangle des forces » au cœur de notre équilibre sociétal dont le troisième côté est la croissance (responsable).

La crise a sauvé l'Europe qui était au bord du gouffre. Elle lui a donné une meilleure gouvernance pour assurer un pilotage plus cohérent de ses équilibres économiques et ses risques (semestres budgétaires, union bancaire...).

La crise va sauver la France, championne des mille-feuilles territoriaux, sociaux (droit du travail) et fiscaux. 2013 nous a conduit au bout du chemin. Il n'est plus possible d'aller plus loin sans faire prendre un risque majeur à notre construction millénaire et au passage faire prendre un risque existentiel à l'Europe.

Le Président de la République vient de prendre acte de ce rendez-vous. Pour enfin sortir du trou, au cœur de cette nouvelle dynamique, le Premier Ministre, par anticipation, a annoncé une remise à plat de notre

fiscalité légendaire et par ailleurs a lancé les « assises de la fiscalité ». Soit ! Mais de quoi parle-t-on ? Quelle vision d'ensemble va permettre d'affronter une logique d'intérêt général qui ne peut commencer d'abord par les diktat des lobby catégoriels qui cherchent déjà à brider les frontières de la réflexion conduisant à une démarche en silo, taxe par taxe. Dans le monde de l'entreprise on sait ce que reengineering veut dire. Ce n'est pas qu'une question de maximisation du profit sur le dos des travailleurs. C'est plus souvent une question d'anticipation existentielle dans l'intérêt du travail, du capital et de la Société. Il doit en être de même au niveau de l'Etat. Produire/servir plus et mieux avec moins : principe d'efficacité. Le premier défi est donc bien celui de la qualité de l'intermédiation publique et qui se mesurera par la diminution des dépenses publiques passées en 50 ans de 34 à 57% du PIB. Il faudrait revenir 30 ans en arrière, vers 47%. 50 milliards ne peuvent donc qu'être un début. D'autres pays ont démontré que cela était difficile mais faisable et ensuite tellement plus efficace. Cela demandera des efforts, du courage et de la pertinence pour faire les choix des meilleurs leviers compétitif pour l'Etat, les collectivités locales et la gestion de la santé. Mais ce n'est le plus difficile.

Le plus difficile sera la réévaluation de la stratégie fiscale. La fiscalité n'est pas neutre. Elle n'a pas que pour finalité la redistribution. Dans ce processus de redistribution même elle est un des outils les plus puissants d'accompagnement d'une stratégie économique. Un autre « triangle des forces » nous conditionne : les conditions de compétitivité des entreprises, celles des investisseurs qui les financent, celles des intermédiaires qui font les liens inéluctables entre 2 mondes aux horizons différents. Comment la fiscalité va-t-elle optimiser ces conditions compétitives de chacun de ces mondes et surtout leurs interrelations ? Une simple analyse en silo ne peut répondre à la question. Ce ne serait que prendre le risque d'un « tripatouillage » arbitré par les média ou les forces catégorielles. Récemment de tels exercices, peut être improvisés, ont mis en lumière les risques réels du mépris des réalités, non pas des intérêts mais de la logique économique profonde du fonctionnement de l'entreprise ou de l'entrepreneuriat.

Au cœur de cette réflexion, il y a celle de la mobilisation des capitaux au profit de la production, de l'innovation, de l'investissement, des infrastructures mais aussi au profit des épargnants eux-mêmes dans leur logique de financement des retraites ou de transmission. Comment bâtir une fiscalité non seulement cohérente avec ces logiques -somme toute assez universelles- mais motrice c'est-à-dire incitative de comportements compatibles avec les objectifs d'ensemble de faire de la France un espace d'excellence, compétitif, capable de créer l'emploi et la richesse que méritent nos concitoyens ? Comment participerait-elle au mieux des mécanismes d'allocation subtile des capitaux vers les cibles les plus pertinentes pour cette croissance ? Là encore, un cran plus loin, on constate que le cœur du dispositif c'est le risque. Un « ennemi » qui, dans un monde politique virtuel, on est tenté de supprimer. Un monde de stabilité totale...un monde mort ! Le risque au contraire est qu'on le veuille ou non le moteur de la dynamique des sociétés. Le degré ou la nature d'appétit au risque est en fait la première décision que prend dans une entreprise son conseil d'administration. La seconde décision sera de définir les processus « compétitifs » de couverture de ces risques. Il doit en être de même pour la société. Ce doit être l'acte politique le plus explicite et le plus clair d'un gouvernant responsable. Comment définir ce défi ? Il est sérieux. L'entreprise pour se développer doit prendre des risques, et c'est encore plus évident pour les start-up et les PME. En face l'investisseur, sous influence de notre société soumise à la tyrannie des principes de précaution, voit son aversion au risque grandissante. Comment alors intermédiaire ces forces contraires ? Bien évidemment c'est bien la vocation des filières de gestion financière : inventer des produits permettant de minimiser les risques et de les ajuster aux horizons de temps et aux profils des épargnants. D'où la nécessité de produits

structurés, consommateurs de dérivés entre autres ou des enveloppes « sécuritives » non seulement pour les « riches » qui comprennent la complexité mais pour les épargnants normaux qui en ont le plus besoin. Mais ce n'est pas suffisant. C'est bien à l'Etat de contribuer à diminuer ce « gap » entre ce risque nécessaire à la croissance entrepreneuriale et la faiblesse des « preneurs » de risque. Il doit accompagner la dynamique de croissance et non la freiner. Or aujourd'hui face à cette réalité de bon sens, la fiscalité est construite à l'envers. Elle privilégie le court terme et le non risque et pénalise le long terme et le risque... qui se matérialise par des plus ou moins-values trop rapidement confondues avec spéculation!

Bien entendu le législateur, dans sa sagesse, vient de colmater les brèches avec le PEA-PME et l'ajustement de l'Assurance Vie. Mais cela est loin de la révolution copernicienne de bon sens, loin des idéologies, qui est définitivement nécessaire.

Enfin dernier thème de réflexion : la fiscalité du travail par rapport à celle du capital. Pourquoi ne pas réfléchir, modulo les contraintes sus dites, à une égalité ? Encore faut-il bien définir les bases de calcul. Par simplification il est habituel de comparer les taux « marginaux » de ces revenus en oubliant leur « cheminement ». Le revenu du travail est assez simple à cerner, en général une « chaîne » à 2 maillons entre l'employeur et le salarié. Pour le revenu du capital, c'est moins évident. Entre le capital investi (actions, obligations, participations diverses) et ses « fruits » il y a une kyrielle d'étapes et à chacune son imposition, dont la plus évidente est déjà l'impôt sur les sociétés. L'ANSA a d'ailleurs fait une analyse précise de cette chaîne de taxes qui conduit à l'évidence à un déséquilibre fort entre capital et travail... mais pas dans le sens de l'analyse simpliste habituelle. Il ne s'agit pas ici d'alimenter une revendication catégorielle en faveur du capital. Il s'agit simplement de chercher à alimenter un débat de manière professionnelle c'est-à-dire solide sans faux semblant pour enfin mener une réflexion de fond et profitable pour tous en faveur d'une véritable stratégie fiscale juste pour la croissance et l'emploi.

En cette période de recherche de la simplification, ce qui est demandé là est complexe et nécessite un travail approfondi, honnête et courageux. La simplification des processus, des produits, des réalités n'est pas le fait de raccourcis ou de superficialités. Elle est le fruit d'innovation, d'investissement, de créativité, de confrontations hardies avec la réalité. Il n'y a pas d'échappatoire pour obtenir un résultat robuste, pérenne et conforme aux attentes légitimes de nos concitoyens. Cela est vrai dans la vraie vie, cela l'est encore plus pour la chose fiscale. Une fiscalité de combat voilà donc l'ambition qu'il nous faut partager pour ce choc de responsabilité voulu par la France.

\* \* \*

## De la Régulation\*

### Biographie :



#### Attila BALATON

Il a exercé des fonctions de direction en France et aux Etats-Unis dans le crédit-bail (Groupement Français d'Entreprises / Prêtàbail), la promotion immobilière (Groupe Maison Familiale, Groupe Fériel, Realco Group) et l'asset management (Scanmart Inc, Groupe ACOFI).

Diplômé de Sc. Po (Eco-Fi), licencié ès sciences économiques et ès lettres, MBA (with honors), il a été chargé de cours à UCLA, Paris X et Paris XIII.

La vigueur avec laquelle politiques et pouvoirs publics ont attaqué la banque et la finance, présentées comme les grands responsables de la crise démarrée en 2007, est à l'aune de leur profond embarras devant cette crise, qui peut aussi s'analyser in fine comme la faillite spectaculaire du modèle de régulation (encore largement en place aujourd'hui) dont ils avaient la charge [1].

### POURQUOI REGULER ?

La réponse traditionnellement donnée est que la régulation bancaire sert à : i) protéger les créances des clients sur les banques et ii) contenir l'effet domino que pourrait avoir une faillite bancaire [2].

Cette réponse toutefois ne permet pas vraiment d'éclairer pourquoi la régulation serait toujours nécessaire au XXIème siècle pour des activités bénéficiant d'outils d'analyse et de couverture des risques extrêmement sophistiqués et soumises de surcroît aux mécanismes de marché [3].

Un autre regard sur l'activité bancaire est alors nécessaire.

### Instabilité endémique de la banque

La banque est fondamentalement une structure instable, ce à double titre. Premièrement, par construction, son activité produit des écarts non résorbables de maturité ou de liquidité entre l'actif et le passif [4]. Historiquement, la confiance des clients et des autres créanciers de la banque, condition essentielle pour assurer la viabilité de la structure, s'est révélée tellement volatile qu'il a fallu progressivement la conforter à l'aide de deux garanties explicites accordées par la puissance publique : une garantie de liquidité des actifs de la banque (par la banque centrale, en sa qualité de « prêteur en dernier ressort ») et une garantie des dépôts de la clientèle. Deuxièmement, alors que pour une entreprise classique toute levée de dette se voit rapidement plafonnée (sous l'effet conjugué de deux facteurs : le coût potentiel d'une faillite, et surtout la hausse progressive du coût de la dette exigée par les investisseurs afin de compenser l'accroissement du degré de variabilité du résultat (donc du risque de défaut) provenant de

\* Ce document a été rédigé en automne 2013 par Attila BALATON pour le Groupe Régulation Financière du Pacte Civique animé par Jean-Baptiste de FOUCAULD (<http://www.pacte-civique.org>). Note de travail, il n'a pas vocation à représenter la position officielle du Pacte Civique.

Les Cahiers du Centre les remercient vivement pour leur aimable autorisation de reproduction.

l'augmentation de l'effet de levier), cette « discipline de marché » ne fonctionne pas dans le cas d'une banque, celle-ci présentant en effet un taux d'endettement sans aucune commune mesure avec celui d'une entreprise normale : de sept à dix fois plus élevé [5] !

### **Défaillances du marché**

Cette spectaculaire défaillance n'est pas la seule du genre : n'en déplaise à ses thuriféraires, le marché financier est loin de se comporter comme l'archétype de marché décrit dans les manuels de microéconomie classiques.

La concurrence, avec des prix librement fixés, est censée être le principal instrument de discipline sur un marché. Or, la concurrence pure n'est guère le modèle dominant dans la banque. Deux indices suffisent à en témoigner : l'importance des marges dégagées par l'industrie (véritable rente économique, prélevée ultimement sur l'économie réelle, elle représente 25% à 30% des profits totaux pour 5 à 8% de poids effectif dans l'économie) et la constance des comportements de cartel (affaire du Libor, par exemple). De plus, la concurrence se voit faussée au bénéfice des très grandes institutions bancaires, à raison de la bonification de taux d'intérêt dont ils bénéficient au titre de la garantie implicite de passif attachée au constat « too big to fail » [6].

L'indépendance du comportement des acteurs n'y est guère mieux assurée, les phénomènes de mimétisme (« herd effect ») et de contagion [7], qui participent à la création de bulles puis de krachs, étant courants. Ceci induit un risque particulier qui ne se retrouve pas sur un marché classique, le risque systémique : alors que la faillite d'une entreprise sur un marché quelconque n'a généralement qu'une portée locale et temporaire, la faillite d'une institution de crédit peut, elle, impacter négativement et durablement l'ensemble du système financier, ensuite l'économie en général, comme l'ont montré les événements récents [8].

Enfin, pivot de du mécanisme d'obtention d'un équilibre général sur le marché, le prix d'un actif financier n'est cependant ni unique, compte tenu du fractionnement actuel des transactions sur une série de marchés parallèles plus ou moins transparents (dark pools par exemple), ni forcément situé à la valeur théorique d'équilibre du marché, ceci dans la mesure où les opérations d'arbitrage, censées corriger l'écart de prix constaté, ne sont pas toujours effectuées, ou ne sont pas efficaces, dans tous les cas de figure [9].

### **Instabilité systémique**

Le risque systémiques [10] a deux sources principales : i) les effets mimétiques et de contagion frappant les intervenants de marché, qui produisent des effets « momentum » (d'auto-renforcement) sur les prix, et surtout ii) l'interconnexion bancaire qui résulte à la fois de la concentration des intervenants bancaires et du grand nombre d'opérations inter-banques (ce qui, au passage, génère un nouvel aléa moral, similaire au « too big to fail : le « too interconnected to fail »...) [11].

Le risque systémique se voit aussi renforcé par l'action de deux enchaînements dynamiques : i) la spirale négative des prix créée par les ventes forcées (une vente forcée entraîne une chute des prix qui alimente un nouveau cycle de vente forcée qui alimente une nouvelle baisse des prix qui...), processus asséchant ultimement la liquidité d'un marché, et ii) la spirale (négative ou positive) du bilan résultant de l'ajustement mécanique de l'effet de levier à la suite de l'évolution cyclique du prix des actifs (en période de baisse des prix, le bilan bancaire se détériore à la suite de la hausse mécanique du taux d'endettement (baisse des valeurs d'actif au dénominateur du ratio d'endettement), et inversement en période de hausse des prix), cet effet impactant lui-aussi la liquidité de marché.

### **Rôle de la liquidité**

Ces deux spirales pourraient tout aussi bien être décrites comme des spirales de liquidité, soulignant ainsi l'importance de cette dernière comme canal de propagation du risque systémique et donc de la crise, facteur apparemment sous-estimé un temps par les régulateurs et les superviseurs, vue l'absence de ratios réglementaires de liquidité. Or, une crise de liquidité peut produire en pratique les mêmes effets que l'insolvabilité : d'après les auditeurs PWC, au moment de sa mise en faillite le 15 septembre 2008, Lehman Brothers avait 639 milliards de dollars d'actif et 616 milliards de dollars de passif.

Peut-être cela aiderait-il de concevoir (modéliser) la banque comme un gestionnaire de liquidité sur le marché, l'offrant à ses clients (dépôts à vue et autres avances) et allant la rechercher activement auprès de contreparties sur le marché (les pourvoyeurs de liquidité) ou, à défaut, auprès de la banque centrale comme l'a montré la crise [12].

### **Rôle de l'innovation**

Difficile de passer sous silence le rôle de l'innovation technique dans la finance. Elle a rendu possible le grand mouvement de dérégulation et de désintermédiation connu ces dernières trente années, puis l'a accompagné, l'ingénierie financière développant les nouveaux produits, qui sont devenus sources de profits supplémentaires, soit par la création d'une rente économique (effet classique de monopole à l'introduction d'un nouveau produit, monopole de fait ou de droit), soit par un effet d'arbitrage réglementaire (juridique ou fiscal) [13].

L'innovation financière et technologique a permis incontestablement de réduire les coûts de transaction, d'augmenter l'accessibilité aux diverses sources de capitaux et d'accroître les possibilités de partage des risques de façon remarquable. Cependant, elle a aussi laissé le secteur profondément bouleversé, avec des changements de structures institutionnelles importants (développement de la banque universelle, de la finance parallèle, ...) mais surtout avec des changements de comportement profonds chez les acteurs du marché, en distordant leurs systèmes d'incitations.

La plus forte distorsion intervient probablement au travers des rémunérations : en reliant celles-ci aux niveaux de rentabilité obtenus sur les produits ou services offerts, l'asymétrie d'intérêt sous-jacente à la relation principal-agent a été exacerbée, l'agent ayant au final relativement peu de risque dans le « downside » (surtout s'il a bien pris soin de « suivre le troupeau », c'est-à-dire d'agir conformément à la majorité des autres agents de son secteur d'activité) et bénéficiant d'incomparablement plus d'« up-side. » L'incitation est donc clairement de faire prendre une exposition à des risques extrêmes (« tail-risks »), ayant des probabilités d'apparition très faibles donc peu pris en compte dans les systèmes d'évaluation classique du risque mais qui sont potentiellement très rémunérateurs [14].

L'aléa moral provoqué par les garanties explicites ou implicites dont le banquier bénéficie a contribué à progressivement corroder son caractère, créant quelque part un sentiment d'impunité, et surtout modifiant en parallèle son attitude vis-à-vis des clients, ces derniers étant de moins en moins considérés comme des mandants envers lesquels existerait un devoir, une responsabilité fiduciaire, mais de plus en plus comme de simples contreparties commerciales soumises au « caveat emptor » du champ de foire [15]. Le champ des conflits d'intérêts, potentiels et réels, s'est clairement élargi, quelles que soient les dénégations véhémentes des banquiers en la matière.

Finalement, force est de constater que si la technologie a permis de trouver dans le marché beaucoup plus de participants (s'estimant) capables d'absorber des risques, cela a paradoxalement permis au système d'en prendre globalement encore plus, la quantité de risque totale portée par le système financier croissant de façon exponentielle [16]. Or, est-il besoin d'insister sur le fait que ce n'est pas parce qu'un risque est partagé (mutualisé) qu'il est forcément éradiqué ? De plus, certaines techniques utilisées pour

partager les risques en fait génèrent une cascade de nouveaux risques venant s'additionner à ceux préexistant [17].

## COMMENT REGULER ?

### Principes de la régulation

La régulation a pour mission de protéger l'intégrité du système financier en toute circonstance [18].

Elle a donc pour objectifs principaux i) d'assurer la continuité de fonctionnement du système bancaire (stabilité financière) et ii) de protéger les avoirs (créances) des clients. Son objectif secondaire est de réinternaliser les coûts sociaux liés à un effondrement partiel ou total du système bancaire parce qu'ils sont vastement supérieurs aux coûts privés supportés éventuellement par les institutions et les marchés financiers [19].

La régulation externe est applicable chaque fois que la correction (régulation) par le marché est rendue inopérante [20].

Le choix des outils de régulation devrait obéir aux deux principes connexes de parcimonie et de simplicité, c'est-à-dire : i) d'utiliser un seul instrument par objectif recherché, de préférence le meilleur disponible pour la tâche à remplir, et ii) d'utiliser des règles de décision simples, car elles sont généralement plus robustes en face de l'ignorance qui est le lot commun en environnement complexe [21].

### Critique des accords de Bâle

Sans revenir en détail sur l'abondante littérature existant déjà sur le sujet, deux points méritent cependant d'être rappelés.

Fondamentalement, les accords de Bâle se sont trompés de cible. L'objectif du régulateur n'est pas de définir comment gérer les risques propres de la banque, qui sont du ressort de ses instances dirigeantes, mais de détecter le plus tôt possible les comportements déviants d'un établissement financier susceptibles de compromettre les avoirs des clients ou la stabilité du système global [22].

En prônant l'approche du contrôle des risques de faillite au niveau de chaque établissement comme condition nécessaire, et probablement suffisante, de la stabilité du système (approche micro-prudentielle), les accords de Bâle ont tout simplement évacué la dimension systémique (macro-prudentielle) : le « Pilier 1 » (ratios de capital minimum réglementaires), qui concentre l'essentiel des efforts sur la solvabilité individuelle des banques, a toujours dominé les autres piliers (qui s'adressent eux respectivement à la « supervision » pour le second et à la « discipline de marché » pour le troisième) [23].

L'aggiornamento provoqué par la crise est douloureux. Actuellement, le catalogue des outils de régulation évoqués par les diverses instances qui se sont emparées du sujet est fourni. Mais le danger de sur-régulation (trop et surtout trop complexe) rode, d'autant plus que, paradoxalement, en termes de calendrier, étant aujourd'hui en bas de cycle, il conviendrait plutôt d'alléger le dispositif de régulation à ce stade (afin de pouvoir symétriquement le renforcer en haut de cycle) [24].

### Cadre de la régulation

**Régulation et supervision** forment un duo : en principe, la régulation s'occupe plutôt de la production de normes et la supervision de les mettre en œuvre et de vérifier leur application au niveau de chaque banque individuellement [25]. Partant de là, il est vite tentant d'assigner les préoccupations systémiques (macro-prudentielles) à la régulation et les préoccupations micro-prudentielles à la supervision, mais ce serait une simplification un peu abusive car la stabilité du système est clairement l'affaire de tous, et la coopération entre régulateur et superviseur une des clefs de voûte de la structure de régulation. Il y a eu de nombreux débats pour définir si régulation et supervision devaient être placées sous le même toit

(généralement la banque centrale) ou non (bien que ce soient des équipes distinctes en définitive, car les compétences exigées ne sont pas les mêmes). Un débat parallèle s'est également tenu pour savoir s'il fallait rapprocher, voire unifier, les régulateurs par activités (banque, assurance, bourse). Il convient d'être réservé sur les avantages supposés du superviseur unique. Tous les cas de figures coexistent actuellement dans le monde en fait (la Grande Bretagne, par exemple, étant passée en quelques années du mode dual (« twin peaks ») au modèle unifié (Financial Service Authority) pour revenir récemment à deux entités : Prudential Regulation Authority and Financial Conduct Authority...) et pour l'instant, aucune architecture ne s'est montrée remarquablement plus performante qu'une autre : tout est donc affaire d'environnements, de cultures et surtout d'hommes.

Le problème important est l'indépendance du régulateur, et par association, celle du superviseur. Plusieurs pays ont déjà acté l'indépendance de leur banque centrale afin que la politique monétaire puisse être menée à l'abri des pressions politiques, même et peut-être surtout, dans une démocratie, la contrepartie naturelle étant alors l'instauration d'un contrôle parlementaire à posteriori (l'Union Européenne participe de ce mouvement). Les accords de Bâle, les discussions sur la loi bancaire en France ont montré la force du lobby bancaire et la capture éventuelle du régulateur, qui est quelque part dans l'ordre des choses dans la mesure où la régulation est une dialectique : le régulateur a besoin de la coopération active du régulé afin que la régulation elle-même puisse fonctionner, ce que le régulé sait pertinemment et qui lui fait donc poser ses limites (à défaut de conditions...).

Il est primordial que régulation et supervision soient indépendantes, avec de réels pouvoirs à leur disposition, afin d'assurer la crédibilité même de la régulation : il faut en effet aboutir à un mécanisme de résolution des crises bancaires qui soit vraiment dissuasif - c'est-à-dire pouvant aller jusqu'au terme de la logique, soit de la mise sous tutelle préventive d'une institution défaillante jusqu'à sa liquidation s'il le fallait, quelle que soit la taille - si l'on veut espérer pouvoir un jour briser le cercle vicieux des crises bancaires à répétition alimentées par la prise de risque excessive résultant de l'impunité conférée par le « too big to fail » ou le « too interconnected to fail » [26].

**La frontière de la régulation** est une question ardue et évasive. Toute action réglementaire aura tendance à faire bouger la ligne, des opérations passant du secteur régulé au secteur non régulé, selon le principe des vases communicants. Les positions extrêmes (aucune régulation (« free banking ») ou régulation totale de tous les intervenants financiers) ne sont guère réalistes toutes les deux : l'une n'est pas acceptable politiquement et l'autre n'est probablement pas réalisable (et surtout pas souhaitable) dans une économie de marché où la liberté contractuelle doit prévaloir. Reste donc à gérer une frontière mouvante... A défaut de contrôler tout ce qui se passe dans le secteur non régulé, il faudrait au moins connaître l'interface (les liaisons) entre les deux secteurs : typiquement, le monde non-régulé a de nombreux liens contractuels avec le monde régulé (dépôts, prêts, services et autres produits financiers...) qu'il convient d'identifier précisément et surtout d'évaluer, afin de définir s'ils revêtent une importance systémique ou non [27]. L'incapacité toutefois des régulateurs à contrôler pour l'instant le développement du hors-bilan des banques et la croissance de la finance parallèle (le « shadow banking » représentant environ 60 000 milliards de dollars aujourd'hui, soit 25 à 30% du système financier international) reste préoccupante.

**La coordination des politiques économique, monétaire et prudentielle** est une tâche généralement difficile à mener, fournissant à contrario un argument supplémentaire pour assurer l'indépendance du duo régulation-supervision [28]. Aux Etats-Unis, il existe au moins un lien institutionnel entre les

politiques économique et monétaire, la Fed ayant reçu un double mandat : assurer le plein emploi et la stabilité des prix.

**Pays d'incorporation ou pays hôte** renvoie au problème de savoir qui doit in fine assurer la régulation et la supervision d'un groupe bancaire international. La réponse traditionnelle a été le pays d'incorporation, pour des raisons juridiques mais surtout économiques dans la mesure où les coûts d'intervention et de résolution sont généralement très élevés (cf la remarque de Goodhart et King : « Banks are international in life but national in death »). Aujourd'hui, le tableau pourrait changer un peu, à raison de l'activisme des Etats-Unis qui sont en train de mettre en place de façon unilatérale une réglementation spécifique visant les groupes non-américains exerçant une activité bancaire chez eux [29]. La raison officielle invoquée est d'améliorer l'efficacité de leur politique de macro-régulation dans la mesure où cycles de prix d'actifs et cycles de crédit varient d'un pays à l'autre [30]. Force est de constater que la coopération internationale, dans ce domaine comme dans tant d'autres, est toujours à minima, les intérêts nationaux conservant leur primauté [31].

**Les outils de la régulation** : Plusieurs typologies sont à priori utilisables pour présenter les outils de régulation. Une première classification peut se faire autour des trois axes suivants : selon que les outils soient de nature préventive ou curative, selon qu'ils fassent appel à un mécanisme de marché ou à une règle externe, et enfin selon qu'ils agissent sur les structures ou sur les comportements (soit huit cases disponibles en tout). Une autre classification, en vogue actuellement, est selon que ces outils soient de nature micro-prudentielle ou macro-prudentielle. Mais, dans les faits, chaque outil est probablement sélectionné par rapport d'abord à ses fonctionnalités (quel objectif permet-il d'atteindre) plutôt que par rapport à ses attributs.

**Ratio de capital minimum** : Le cœur du dispositif de Bâle depuis l'origine. De nature micro-prudentielle (détermination de la solvabilité de la banque), il est utilisable préventivement en déclencheur d'une action curative. Voulant idéalement être représentatif de l'ensemble des risques de la banque (risques de crédit, de marché et opérationnel), ce ratio s'est progressivement complexifié sans vraiment arriver à les synthétiser tous. Il ne couvre pas le risque systémique, même si paradoxalement il y participe (les pondérations officielles ayant entraîné une surreprésentation des actifs immobiliers et des emprunts d'Etat par exemple) [32]. L'autre paradoxe est que les grandes banques systémiques ont dévoyé l'exercice en utilisant des modèles internes de rating [33]. Bâle III fixe aujourd'hui le capital minimum à 7% des actifs pondérés (fonds propres catégorie 1 = 4,5% des actifs pondérés). Cette exigence a été traduite dans la réglementation européenne par la directive CRD IV de juin 2013. Certains régulateurs nationaux, Etats-Unis et Grande-Bretagne entre autres, ont apparemment retenu des exigences de capital légèrement supérieures. Une dimension un peu plus macro-prudentielle a été apportée à ce ratio par l'introduction de deux types de surcharge, l'une prudentielle (buffer de capital de 2,5% des actifs pondérés, inclus dans le ratio Bâle III ci-dessus), l'autre en fonction du risque systémique représenté par la banque (surcharge additionnelle de 1 à 2,5% calculée par le Financial Stability Board).

**Ratio d'endettement** : Une des failles de Bâle I et II adressée par Bâle III. C'est toujours un ratio micro-prudentiel. A 33x, soit une exigence de fonds propres de 3% des actifs totaux non pondérés, le levier apparaît encore très conséquent, mais sera probablement la contrainte butoir à long terme (comparé au ratio de capital minimum). Les Etats-Unis ont retenu 4%.

**Ratio de liquidité** : Une autre des failles de Bâle I et II adressée par Bâle III. Deux ratios ont été proposés, l'un à 1 mois (Liquidity Coverage Ratio : de 60% à 100%) et l'autre à 12 mois (Net Stable Funding Ratio). C'est toujours du micro-prudentiel, même si dans la définition du numérateur (High Quality Liquid Assets) rentrent des préoccupations plus systémiques (sont en effet retenus les actifs capables d'être liquides même en période de stress des marchés).

**Procyclité des normes prudentielles et comptables** : La crise a montré que Bâle II était plus récessif peut-être que Bâle I, les actifs pondérés du risque augmentant dans le même temps où le capital au numérateur baissait, accroissant d'autant les exigences en capital réglementaire. Le problème est généralisé : pratiquement toutes les mesures classiques de performance voient ainsi le risque diminuer en haut de cycle et augmenter en bas de cycle. La comptabilisation en juste valeur tend à faire de même, gonflant les profits en haut de cycle et cumulant les pertes en bas de cycle. L'approche macro-prudentielle vise à pallier ce défaut [34].

**Outils contracycliques** : Le principe est d'aller à contre-courant de la tendance, du marché (« Lean against the wind »). L'application directe du concept, sous la forme d'un « coussin » contracyclique incorporé au ratio de capital, a été évoquée plus haut. Participe de la même philosophie la modification des conditions réglementaires de crédit immobilier par la banque centrale (augmentation de la LTV (« Loan to Value »Ratio) et du DSCR (« Debt Service Coverage Ratio ») en période de surchauffe du marché, et inversement en cas de récession). Une autre proposition, assez innovante, est de compléter le « mark to market » par un « mark to funding », partant du constat qu'un actif ne devrait pas être évalué par rapport à la volonté de conservation exprimée par le propriétaire mais en fonction de la capacité réelle de ce dernier à le conserver, qui dépend, pour l'essentiel, de la maturité du financement mis en face de l'actif [35].

**Mécanismes de marché** : Il est toujours préférable de pouvoir s'appuyer sur ceux-ci, car ils constituent une force de rappel automatique en temps de fonctionnement normal (la régulation étant là justement pour suppléer, non remplacer, le marché en cas de défaillance). La crise a encore confirmé l'importance vitale, et surtout l'efficacité, des marchés organisés par rapport aux marchés de gré à gré, ces derniers ayant été un des vecteurs de la crise. De nombreuses actions sont actuellement en cours pour renforcer la transparence des marchés de gré à gré et faire migrer les plus importants (ou les plus critiques du point de vue systémique) vers des marchés organisés (avec chambre de compensation, autorité de marché, etc.). Toutes ces actions vont certainement dans le bon sens [36]. En revanche, l'efficacité des agences de notation comme auxiliaires de la régulation est pour le moins mitigée, pour utiliser un euphémisme. Les superviser n'est pas forcément la solution non plus. Fort de l'expérience passée, il faudrait cependant au moins réglementer/interdire le conflit d'intérêt inhérent à leur fonction de conseil aux opérations de structuration de produits.

**Modification des infrastructures - la séparation des activités bancaires** : Dans certains cercles, cette question semble avoir pris la valeur de dogme. La crise, agnostique elle, n'en a que faire : parmi ses victimes on dénombre tout aussi bien des banques d'affaires (Bear Stearns, Lehman Brothers), des banques de détail (les cajas espagnoles, les banques irlandaises, Northern Bank) que des banques universelles (Fortis, ING, RBS). La séparation bancaire n'est pas une finalité en soi, mais le moyen d'atteindre un objectif, et il ne faut surtout pas se tromper de cible : le cœur du problème systémique est le duo « too big to fail » et « too interconnected to fail » (incarné en pratique par les mêmes institutions pour

l'instant, celles dites systémiques (les SIFI's = Systemically Important Financial Institutions), notamment les G-SIB's (Global Systemically Important Banks) [37]).

Le « too big to fail » peut être contré de différentes manières, employées conjointement ou séparément : plafonnement de la taille de l'institution en cause, limitation des activités autorisées, augmentation du capital réglementaire exigé pour les institutions systémiques, et mécanisme de résolution des crises bancaires [38]. Le plafonnement de la taille d'une banque existe, par exemple, aux Etats-Unis, le Dodd-Frank Act interdisant toute fusion/acquisition résultant en un groupe qui pèserait plus de 10% du total des dépôts bancaires américains ou plus de 10% du total des passifs [39]. Certains économistes préfèrent renchérir le coût du statut G-SIB, ce qui a été mis en place par le FSB (Financial Stability Board), la surcharge allant de 1% à 2,5% de capital réglementaire en plus).

La séparation des activités bancaires revient à traiter deux questions : i) où faire passer la ligne de partage entre les diverses activités et ii) quel est le degré de séparation retenu. Stricto sensu, les opérations de banque comprennent la gestion des dépôts de la clientèle, l'octroi de crédits et la gestion des moyens de paiement. C'est le minimum de ce qu'il faut protéger (« sanctuariser », les britanniques employant le terme de « ring-fencing » = mettre dans un enclos). Les activités de marché, de gestion et d'investissement, pour compte propre ou pour compte de tiers, relèvent normalement de la banque d'affaires. Vouloir en soustraire quelques fragments des activités de marché au motif qu'elles sont faites exclusivement pour les clients n'apporte peut-être pas grand-chose au final, dans la mesure où il est fort probable que l'activité reste de toute façon dans le même giron économique [40]. En revanche, il est essentiel de garder, autant que faire se peut, les produits nocifs hors de la sphère protégée [41]. Au-delà des différences apparentes, les approches américaine (Volcker/Dodd-Frank Act), britannique (Vickers) et européenne (Liikanen) partagent, avec la proposition du secrétariat général de l'OCDE, une vision commune de l'architecture future des groupes bancaires, à savoir : une société holding faîtière (« non-operating holding company ») coiffant des filiales opérationnelles séparées pour la banque de détail et la banque d'affaires, dotées de gouvernances séparées [42]. La plupart des commissions qui se sont saisies de cette question ont en effet conclu qu'aller à la séparation totale (type Glass-Steagall Act) ne produirait guère de bénéfice systémique net additionnel, dans la mesure où serait alors perdu l'avantage apporté par la diversification des activités dans un même groupe [43]. Par comparaison, les projets de séparation bancaire français et allemand apparaissent en retrait. En tout état de cause, séparation et mécanisme de résolution sont des outils qui se renforcent mutuellement. Dans le cadre de l'élaboration de mécanismes de résolution efficaces, le FSB a indiqué en juillet 2013 les deux modèles de structure que les groupes bancaires systémiques sont invités à suivre : i) un modèle centralisé (« Single Point of Entry », pour des banques comme Goldman Sachs ou JP Morgan qui opèrent en groupe intégré sous une holding faîtière) : les filiales sont indépendantes opérationnellement et doivent incorporer les fonctions critiques, mais leur capital et toute la dette sont détenus par la holding. En cas de problème, le superviseur peut intervenir directement au niveau de la filiale incriminée et faire remonter les pertes à la holding où le mécanisme de participation des actionnaires et créanciers aux pertes (« bail-in ») peut alors s'effectuer (le principe directeur est que le groupe peut faire faillite mais les filiales opérationnelles continuer) ; ii) un modèle décentralisé (« Multiple Point of Entry », pour des banques comme Santander ou HSBC qui utilisent des filiales locales capitalisées indépendamment) : le principe directeur ici est d'être capable de céder des filiales indépendamment, le challenge étant alors la taille limitée des entités, donc de leur capitalisation, qui demandera peut-être des adossements régionaux (un autre problème à régler dans cette configuration est la fourniture des services techniques communs, qui doivent être placés dans ce cas dans une structure de service indépendante).

**Modification des comportements - mise en jeu de la responsabilité personnelle des banquiers :** L'histoire retiendra sans doute que l'épisode le plus choquant de la crise de 2007 fut qu'aucun dirigeant d'institution financière n'ait été poursuivi en justice avec succès, ce qui semble démarquer cette crise des précédentes et risque d'aggraver encore un peu plus l'aléa moral existant. L'évitement de toute forme de responsabilité individuelle est devenu sans doute le plus grand sport mondial (loin devant le football !). Les pouvoirs publics britannique et allemand en tout cas ont tiré la leçon et sont en voie d'introduire une notion de responsabilité individuelle (pénale) du dirigeant bancaire. La commission parlementaire britannique notamment recommande de définir clairement la responsabilité personnelle du dirigeant bancaire (et de faire en sorte que la charge de la preuve qu'il a agi raisonnablement lui incombe), d'introduire des peines de prison en cas de manquement avéré, de redéfinir les standards de conduite de la profession, et de faire de la sécurité financière une obligation légale primant l'intérêt des actionnaires de la banque. Réflexion des temps et des mœurs : la prison est le dernier, et bien solitaire, rempart de nos sociétés...

**Modification des comportements - l'encadrement des rémunérations :** Beaucoup a été écrit sur le sujet. Qu'il faille sécuriser et rendre moins asymétrique le dispositif, certes : le plafonnement de la partie variable et l'étalement de la durée d'acquisition définitive d'un bonus sur plusieurs années (la commission parlementaire britannique propose de l'étendre jusqu'à 10 ans) vont définitivement dans la bonne direction. Mais il faut rester réaliste : l'appât du gain est quelque part quand même générique (génétique ?) à la finance. Et l'encadrement des prix a toujours eu des effets économiques pervers (seulement le politique ne saurait résister à la tentation...). Ce qui est toutefois moins acceptable globalement est le poids total de la finance dans l'économie car il traduit l'extraction d'une rente sur le l'économie réelle : si cette rente venait à diminuer (par augmentation de la concurrence, la crise ayant malheureusement plutôt produit l'effet inverse pour l'instant), les rémunérations s'ajusteraient... Plus grave encore est la corrosion des esprits et des caractères : certes, la société ne peut pas consister que de missionnaires, mais elle ne peut pas non plus survivre durablement s'il n'y avait que des mercenaires...

**Modification des comportements - le mécanisme de résolution des crises bancaires :** Ce dispositif veut être l'arme de dissuasion massive dont dispose le régulateur : il est le plus crédible pour contrer le « too big to fail » (le projet de la Commission Européenne étant un des rares rayons de soleil éclairant aujourd'hui le paysage encore désolé du chantier systémique). Pour être efficace, il demande que la règle du jeu soit inscrite au préalable dans le marbre : il faut en effet que les acteurs puissent connaître ex ante les résultats de leur conduite (formation d'anticipations rationnelles) et que les régulateur et superviseur soient protégés des pressions externes visant à les empêcher d'agir, et capables aussi d'assumer leurs responsabilités et rendre compte de leurs actions. La règle du jeu doit définir sans ambiguïté i) les critères objectifs (non-discrétionnaires) définissant une déviance sanctionnable par le déclenchement du mécanisme de résolution, et ii) les différents stades de résolution (progressifs afin d'être proportionnés aux déviances rencontrées, allant de l'avertissement, puis l'amende à la mise sous tutelle, la scission partielle, la fusion avec un autre établissement et la liquidation). Ceci existe déjà au niveau des banques centrales et des superviseurs, mais est plus ou moins bien formalisé et surtout pas forcément public et publié. Un tel dispositif institutionnel existe depuis longtemps aux Etats-Unis, à la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation, chargée de la garantie des dépôts de la clientèle (250 000 dollars par compte), de la supervision des banques et de la résolution bancaire) et le FSB devrait s'en inspirer. Le mécanisme de résolution s'appuie lui-même sur d'autres piliers : i) la mise en place d'un superviseur unique (la BCE ayant finalement été choisie, l'Autorité Bancaire Européenne s'étant déconsidérée en validant des

campagnes de stress-tests peu crédibles en 2010 et 2011 (à l'exemple du cas de Dexia obtenant un feu vert quelques jours seulement avant de devoir demander une nouvelle aide) ; ii) un mécanisme de dévolution (d'absorption) des pertes (« bail-in ») : le mécanisme entériné par la Commission Européenne prévoit l'intervention successivement des actionnaires et des créanciers de la banque (à hauteur de 8% du passif total), des fonds de résolution nationaux ou européen alimentés par les banques (intervention à hauteur de 5% du passif total additionnels), le MES (Mécanisme Européen de Stabilité) et les Etats intervenant en dernier ressort [44] ; iii) le mécanisme de garantie des dépôts de la clientèle (à hauteur de 100 000 euros par compte) par des fonds de garantie spécifiques) ; et iv) éventuellement le mécanisme de séparation bancaire, qui puisera probablement son inspiration dans le rapport Liikanen : son existence permettra en effet de « prédécouper » les activités, facilitant ainsi le processus de résolution. Pour les établissements systémiques, le FSB a d'ailleurs imposé la rédaction de « testaments » (« living-wills ») afin de pouvoir accélérer ladite résolution [45].

## Conclusions

Que retenir en priorité ?

1 La régulation fait partie du problème de la stabilité financière autant que de sa solution, car elle induit elle-même les comportements favorables à une prise de risque excessive et à la contagion systémique.

2 Le risque catastrophique est à l'intérieur même du système financier, et non à l'extérieur comme souvent imaginé.

3 Le système de régulation et de supervision devrait idéalement être bâti sur la base des trois promesses explicites suivantes (en lieu et place de garanties implicites) faites aux personnes ayant reçu le privilège d'exercer une activité bancaire :

- La liquidité nécessaire au bon fonctionnement du système vous sera fournie.
- Les dépôts de vos clients sont garantis à hauteur du plafond légal.
- Tout comportement déviant portant, ou ayant porté, atteinte aux avoirs des clients ou à l'intégrité du système financier provoquera automatiquement la saisine du mécanisme de résolution bancaire, votre responsabilité personnelle étant actionnée en conséquence.

\*\*\*

## NOTES

[1] Méconnaissance et sous-estimation des risques totaux accumulés dans le système financier, acceptation de structures de capital inappropriées au regard des risques pris, inertie, voire complaisance, envers les champions de l'industrie bancaire, nationaux ou internationaux, tel est le réquisitoire qui pourrait être dressé contre la régulation existante. A décharge, il faut toutefois reconnaître que le pompier pyromane a su ensuite circonscrire l'incendie...

[2] Il faudra attendre Bâle III pour voir le second objectif (presque) mis au même rang que le premier. Par l'intermédiaire de la théorie de l'équilibre général, les micro-économistes se sont enfermés, avec les régulateurs et les superviseurs, dans un paradigme évacuant l'existence de déséquilibres durables ou pouvant avoir un caractère systémique. En ont résulté l'absence quasi-totale d'indicateurs de risque systémique sur leurs tableaux de bord, mais aussi une politique des banques centrales axée sur un objectif unique: la stabilité des prix, la stabilité financière ne pouvant devenir une préoccupation qu'en la présence avérée d'un impact significatif sur les prix et sur les taux d'intérêt (« principe de séparation »).

[3] Et à la fameuse discipline de marché donc...

[4] Définition de la transformation bancaire.

[5] Deux raisons sont généralement avancées dans la littérature pour expliquer cet état de fait : la plus grande lisibilité des cash flows bancaires, facilitant l'endettement correspondant, et surtout l'impact des garanties explicites dont bénéficie la banque indiquées plus haut, qui incitent ses créanciers à relaxer les standards de crédit. Ceci est un exemple canonique de l'aléa moral entraîné par un contrat d'assurance. A titre d'illustration, pour les Etats-Unis, le ratio de fonds propres des banques, de l'ordre de 16% en 1928, était tombé à 5,5% en 1945 et à 3% juste avant la crise de 2007 (Hendershott, Villani, « *What made the financial crisis systemic* », *Policy Analysis*, No. 693, March 6 2012).

[6] Garantie qui s'est d'ailleurs vue confirmée de façon éclatante à l'occasion de la crise... L'avantage structurel de coût engendré par l'aléa moral du « too big to fail » a été estimé à 60-80 points de base (Ueda, Weder di Mauro, « *Quantifying structural subsidy values to Systemically Important Financial Institutions* », IMF Working Paper 12/128).

[7] Le mimétisme est actif : l'agent aligne volontairement son comportement sur celui des autres (ce qui peut être, comme on le verra plus loin, un comportement parfaitement rationnel). La contagion, elle, est plutôt passive (et rarement-désirée). Les deux facteurs produisent le même effet d'auto-amplification d'un phénomène, qui est foncièrement déstabilisant.

[8] Il est intéressant toutefois de noter que le sauvetage de General Motors par les pouvoirs publics américains en 2009 a également été justifié par des considérations systémiques, entre autres : il a en effet été estimé que la faillite de GM pouvait gravement impacter Chrysler et Ford, au travers de l'existence d'un tissu commun d'entreprises sous-traitantes par exemple.

[9] Effectivement, l'arbitragiste est soumis en pratique à la fois à une contrainte de temps (il ne peut pas tenir une position ouverte indéfiniment) et à une contrainte budgétaire (la quantité de fonds qu'il peut mobiliser n'est pas forcément suffisante pour impacter significativement et durablement les prix, notamment en période de bulle où l'effet mimétique aligne directionnellement une grande quantité d'opérateurs en même temps).

[10] Protéiforme, le risque systémique échappe à une définition simple : il comporte à la fois une dimension temporelle (déséquilibres liés aux divers cycles économiques et financiers, dont le cycle du prix des actifs et le cycle du crédit) et une dimension spatiale (interdépendances entre les institutions, les plateformes et les instruments financiers). Par commodité, il sera confondu ici au risque d'instabilité.

[11] Et souligne le fait que globalement le risque du système bancaire est largement endogène.

[12] En tout état de cause, il convient de ne pas confondre la négociabilité (marketability) d'un instrument avec sa liquidité (la première étant une condition peut-être nécessaire mais certainement pas suffisante de la seconde). De même, il s'avère utile analytiquement de distinguer la liquidité (largeur et profondeur) du marché à propos des actifs (market liquidity : capacité de vendre des actifs sans décote) comme des passifs (funding liquidity : capacité de renouveler des lignes de financement à l'échéance), sachant que ces

---

types distincts de liquidité peuvent avoir des comportements différents (déphasage entre le cycle des actifs et le cycle de crédit)...

[13] Cette vue un rien cynique (mais loin d'être fausse...) de l'ingénierie financière voudrait interpellé sur la passivité (paralysie ?) des régulateurs devant l'innovation financière. Un parallèle tentant serait à mener avec l'action des autorités nationales et internationales du sport, qui, confrontées à des problèmes de nature finalement assez analogue, n'ont pas hésité à prendre leur responsabilité dans un certain nombre de cas afin de « préserver l'esprit de la compétition » (même si, à l'évidence, certains problèmes subsistent). Mais cela dépasse l'objet de la présente note...

[14] Paradoxalement, le maître-mot de ces modes de rémunération était pourtant de faire mieux coïncider (« d'aligner ») les intérêts du gestionnaire et du principal... La question reste toutefois posée de savoir qu'est ce qui peut bien économiquement fonder ces modalités si particulières d'intéressement des agents (qui séparent la finance du commun des industries) en dehors de l'extraction d'une rente par une oligarchie.

[15] La désintermédiation, la dépersonnalisation des relations, tout participait d'une époque qui restera caractérisée par l'organisation d'une déresponsabilisation croissante des intervenants : l'utilisation, devenue largement majoritaire, de sociétés anonymes permettant de supprimer en pratique la responsabilité individuelle du banquier, et l'utilisation de structures ad hoc (« SPV ») permettant de cantonner les responsabilités liées à chaque opération.

[16] Une illustration en est donnée par la progression des encours de produits dérivés, notamment les credit default swaps, qui ont pour objet de neutraliser les risques de crédit contractés... En l'espace d'une douzaine d'années, l'encours total de CDS vint à culminer à 62.200 milliards de dollars (en 2007, avant de retomber à 25.100 milliards en 2012, Source : ISDA).

[17] Une des leçons de l'après-crise est que les risques découpés en tranches par la titrisation deviennent difficiles à identifier ex post avec précision, qu'en général ils ne peuvent d'ailleurs plus être individuellement extirpés de la masse, et que la gestion des sinistres éventuels sur le portefeuille devient très difficile, voire impossible, à exercer en l'absence d'un gestionnaire ad hoc (« special servicer ») pré-désigné.

[18] Elle couvre donc tant les éléments individuels composant le système que les interactions de ces éléments entre eux ou avec l'extérieur, ce qui relève des approches micro et macro-économiques respectivement. Le champ traditionnel des instruments de régulation a été l'approche micro-prudentielle, incarnée dans Bâle I, II et III. La crise a renforcé la nécessité de mettre en avant des instruments de régulation macro-prudentiels et contra-cycliques.

[19] C'est-à-dire de faire ultimement supporter ces coûts par les institutions et les marchés financiers. La supériorité revendiquée du secteur privé sur le secteur public tient sans doute à deux éléments : la poursuite d'un objectif simple, dénué d'ambiguïté (le profit) et surtout la capacité de créer des externalités (de faire supporter certains des coûts induits par son activité par quelqu'un d'autre...).

[20] Soit en raison du comportement même des acteurs (les divers phénomènes d'aléa moral décrits précédemment, qui inhibent la « discipline de marché »), soit pour raison structurelle (le risque bancaire étant en fait largement endogène au système financier lui-même, puisqu'il est lié principalement aux effets mimétiques frappant les intervenants et à l'interconnexion bancaire).

[21] Parcimonie a été préférée à frugalité parce qu'elle est plus logique ici (cf le principe d'Ockham, voir aussi les principes de Tinbergen et de Mundell en économie publique). Parcimonie/frugalité et simplicité sont les conditions (nécessaires mais peut-être pas suffisantes) de l'efficacité. Particulièrement préoccupants sont les effets pervers de la régulation, aléa moral en tête, qui en limitent l'efficacité réelle.

[22] Bâle II est l'exemple même de la capture du régulateur, les banques privées imposant comme norme leurs modèles internes de rating du risque (ce qui a eu pour effet induit notable de réduire substantiellement les exigences de capital réglementaire par rapport à Bâle I : des analystes de l'OCDE ont estimé cette « économie » à 220 milliards de dollars (Blundel-Wignall, Atkinson, « *The Sub-prime Crisis : Causal Distortion and Regulatory Reform* », 2008).

[23] De cette « faille » systémique proviennent d'autres faiblesses montrées par les accords de Bâle, comme l'absence de prise en compte formelle des cycles (de prix ou de crédit notamment) ou du caractère procyclique de la réglementation.

[24] Malheureusement, la « course à l'échalote » à l'œuvre entre autorités publiques nationales et supranationales ne laisse augurer rien de bon en la matière...

[25] Essentiellement présente dans le Code Monétaire et Financier et le Code des Assurances, la régulation bancaire est donc l'œuvre conjointe de Bercy et du Palais-Bourbon en France. Ces Codes incorporent au droit français les Directives émises par la Commission Européenne à Bruxelles, qui reprennent elles-mêmes les accords conclus sous l'égide de la BRI/BIS (« banque centrale des banques centrales », et plus précisément les recommandations de la réunion formelle des banquiers centraux de 27 pays instituée sous le nom de « Comité de Bâle »). Pour des raisons historique et fonctionnelle, c'est donc la banque centrale qui tend à « impulser » la régulation, même si son mandat officiel est de s'occuper de la stabilité de la monnaie. Quant à la supervision, celle-ci dépend en France de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) pour la banque et l'assurance et de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) pour les marchés financiers, la Banque de France intervenant comme délégataire de l'ACPR pour la supervision bancaire.

[26] On ne doit être pas loin maintenant de la centaine de crises bancaires depuis 1974, dont près d'une dizaine majeures sur la dernière quinzaine d'années.

[27] La crise de 2007 a montré que beaucoup de régulateurs n'étaient pas au courant, ne contrôlaient pas, les véhicules juridiques ad hoc (SIV et autres SPV) utilisés par les banques dans divers types d'opérations (titrisations, etc.).

[28] Clairement, la crise de 2007 est le résultat, aux Etats-Unis, d'une décision politique d'ouverture la plus large possible de l'accession à la propriété (la poursuite du « rêve américain »), d'une politique monétaire accommodante, pour ne pas dire laxiste, et de la poursuite idéologique de la dérégulation (la

politique de Greenspan ayant consisté essentiellement à ne jamais intervenir préventivement en cas de bulle, à noyer ensuite le problème sous un flot de liquidité avant de passer la serpillère (« mop up » policy), préférant ainsi « guérir plutôt que prévenir »...).

[29] Beaucoup d'opportunisme (ou de réalisme) : le 14 septembre 2008, la veille de la chute de Lehman, la trésorerie de ses branches et filiales londoniennes, soit plusieurs dizaines de milliards de dollars centralisés à New-York, fut gelée, laissant les créanciers londoniens de Lehman en cale sèche...

[30] Dispositions teintées d'un petit soupçon de protectionnisme pour faire bonne mesure (c'est bien dans l'air du temps...).

[31] Le processus de Bâle lui-même est né de la volonté d'une coalition de banques anglo-saxonnes de limiter la concurrence que leur faisaient les banques japonaises dans les années 1970, censées être « avantagées » par la garantie implicite de leur Etat. Ce qui s'est fait, bien entendu, au nom de la concurrence, mais d'une concurrence « loyale » ! Pour laquelle la belle notion de « level field » a été ressortie (comme aux courses hippiques ou au golf, les ratios de Bâle sont finalement une affaire de handicap...).

[32] Autre exemple d'effet pervers : dans l'approche standard de Bâle pour la pondération des risques, le fait pour une banque de prêter à un petit établissement financier régional consomme moins de capital réglementaire que de prêter à une société industrielle internationale de premier plan (chercher l'erreur...).

[33] Le capital réglementaire des banques (exprimé en pourcentage des actifs pondérés) a décliné de façon remarquablement régulière, depuis l'avènement du processus de Bâle.

[34] L'approche macro-prudentielle est complémentaire de l'approche micro-prudentielle qu'elle prend quasiment à contrepied. Elle s'intéresse en effet au tout plutôt qu'aux parties, aux déséquilibres plutôt qu'à un équilibre idéalisé, aux divers cycles économiques (notamment celui des prix d'actifs et celui du crédit), à leur déphasage et surtout à leur interaction.

[35] Autrement dit, même s'il a une durée de vie économique de 20 ans, un actif financé par des billets de trésorerie sera mis en mark to market. En revanche, en cas de financement long du même actif, il sera mis en mark to funding, en utilisant la technique de l'actualisation des cash flows sur l'horizon de financement.

[36] A noter que le problème systémique n'est pas éliminé mais simplement déplacé des acteurs de marché vers les chambres de compensation.

[37] Détectées sur la base d'une série de cinq critères équipondérés (activité transfrontière, taille, interdépendance, substituabilité, complexité), ces banques sont au nombre de 29 à fin 2013 : Bank of America, Bank of China, Bank of New York Mellon, Barclays, BBVA, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, HSBC, ING Bank, Industrial and Commercial Bank of China, J.P. Morgan Chase, Mitsubishi UFJ FG, Mizuho FG, Morgan Stanley, Nordea, Royal Bank of Scotland, Santander, Société Générale, Standard Chartered, State Street, Sumitomo Mitsui FG, UBS, Unicredit Group, Wells Fargo.

[38] Il devrait être possible d'ajouter une cinquième manière : le marché boursier. En effet, pour les groupes bancaires cotant de façon prolongée sous leur valeur d'actif net, cela pourrait signifier qu'il existe des opportunités de création de valeur en procédant à une scission des activités. Face à des actionnaires actifs et déterminés, le management aurait alors fort à faire pour prévenir l'éclatement.

[39] Le plafond pourrait aussi être exprimé par rapport au PNB du pays (le professeur Johnson (MIT) proposant, par exemple, 4% pour la banque détail et 2% pour la banque d'affaires). Il est aisé de deviner les pays peu favorables à ce genre d'analyse...

[40] Cela permet en revanche de complexifier énormément la question, au grand bonheur des lobbyistes comme le montre la guerre de tranchée menée aux Etats-Unis sur la règle Volcker (plusieurs centaines de pages de réglementation...).

[41] Le superviseur a un rôle important vis-à-vis des banques et de l'innovation financière : en tant que « gardien de la forteresse », il ne doit laisser entrer que des produits qu'il comprend, identifie et surtout peut surveiller. L'obligation repose sur la banque de donner le mode d'emploi du produit nouveau et de démontrer son innocuité pour le système (quelques analogies : un nouveau produit financier est comme un nouveau véhicule, avant de pouvoir être mis sur la voie publique il doit avoir reçu un certificat d'homologation des Mines, ou encore, un nouveau produit financier est comme un médicament, il doit recevoir une autorisation de mise sur le marché, etc...).

[42] Vickers, « *Banking Reform in Britain and Europe* », IMF conference, April 16-17, 2013.

[43] Un autre argument avancé contre la séparation bancaire, plus problématique cette fois, est celui de la « faible » rentabilité de l'activité bancaire traditionnelle, qui serait subventionnée par les activités de marché. Le sophisme est de considérer constant le coût du capital de la banque : la banque de détail étant en principe moins risquée devrait avoir un coût du capital plus faible que la banque d'affaires.

[44] L'institutionnalisation du mécanisme de « bail-in » conduit économiquement à remplacer des fonds propres à apporter normalement par les actionnaires des banques par des fonds propres prélevés sur les clients et les créanciers des banques...

[45] Le système financier pourra être considéré stabilisable/stabilisé le jour où il sera enfin possible de mettre une banque systémique en faillite, puis en liquidation, sans provoquer de perturbations majeures.

\*\*\*

## BIBLIOGRAPHIE SOMMAIRE

Brunnermeier, Crocket, Goodhart, Persaud, Shin, « *The Fundamental Principles of Financial Regulation* », Geneva Reports on the World Economy 11, June 2009.

Conseil d'Analyse Economique, « *Banques Centrales et Stabilité Financière* », Rapport n° 96, avril 2011.

Rajan, « *Has financial development made the world riskier?* », NBER Working Paper 11728, November 2005.

Rochet, « *Le futur de la réglementation bancaire* », Notes TSE n°2 12/2008.

\* \* \*

## « L'évolution actuelle des modes de financement est naturelle »

Interview de Pierre-Henri CASSOU, président de l'Observatoire des fonds de prêts à l'économie (OFPE),  
publié par l'AGEFI hebdo, le Jeudi 13 février 2014

### Biographie :



#### Pierre-Henri CASSOU

Entre 1969 et 1984, il exerce des fonctions au ministère de l'Economie et des Finances, d'abord au contrôle des assurances, puis à la Direction Générale du Trésor, en charge des aides aux entreprises, ensuite des banques et établissements financiers, et enfin des marchés financiers ; également administrateur suppléant pour la France de la Banque mondiale de 1977 à 1979.

Entre 1984 et 2001, à la Banque de France, il est le Secrétaire général du Comité de la réglementation bancaire et financière, ainsi que du comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Entre 2001 et 2013, il est associé chez Deloitte, responsable du conseil réglementaire aux institutions financières, en France, puis au niveau mondial, et enfin Senior Advisor de la firme française ; également membre du « Group of Experts on Banking Issues » auprès de la Commission européenne, en 2011 et 2012.

Depuis 2013, il est consultant indépendant en tant qu'associé-gérant chez PHC Conseil.

### **Vous avez créé mi-2012 l'Observatoire des fonds de prêts à l'économie (OFPE). Pouvez-vous revenir sur cette initiative ?**

L'OFPE est un club « informel » destiné à débattre des évolutions souhaitables des modes de financement des entreprises. De nombreuses initiatives tendent depuis quelques années à proposer aux ETI, voire à certaines PME, des solutions alternatives de financement, en particulier sous forme de concours directs accordés par des détenteurs de capitaux. Cette « désintermédiation » entraîne une modification graduelle des rôles des divers agents économiques. Elle ne résulte pas seulement des changements réglementaires en cours (Bâle III, Solvabilité II, etc.), qui réduisent notamment la capacité des banques à développer leur activité de prêt. Elle répond également au besoin des institutions financières d'assurer une meilleure adéquation entre leurs actifs et leurs passifs. Un tel manque de congruence avait été l'une des causes de la crise des caisses d'épargne (*saving and loans*) aux Etats-Unis au milieu des années 1980. Cette crise avait nécessité une intervention massive du Budget fédéral américain, mais très peu de leçons en ont été tirées.

### **L'industrie financière y réfléchit davantage aujourd'hui...**

Sa principale raison d'être est, globalement, de répondre aux besoins de financement des agents économiques non financiers, et notamment des entreprises... La transition d'un système principalement « intermédié », comme en Europe, vers un système « désintermédié », comme aux Etats-Unis, ne se réalise pas du jour au lendemain ni sans certains tâtonnements. L'intermédiation bancaire, traditionnelle en Europe, présente naturellement des avantages pour les emprunteurs : il leur est plus aisé de recourir à un seul prêteur bancaire plutôt qu'au marché, composé d'une multitude de prêteurs potentiels. Les régulateurs également préfèrent souvent l'intermédiation bancaire, plus aisée à surveiller. C'est ce qui explique les choix effectués par la France, où la distribution de crédit est ainsi réservée à des établissements agréés. Certains pays voisins, comme l'Allemagne, ont ouvert plus tôt à d'autres investisseurs la possibilité de financer des entreprises via des prêts. En France, le modèle a été affirmé

dans les lois bancaires de 1941 et 1984 ou dans l'encadrement du crédit pratiqué de 1973 à 1987. Il a encore été renforcé par les juridictions, qui ont considéré que seuls les établissements de crédit avaient le droit d'acquiescer des créances non échues, alors que ce type d'opérations n'était expressément interdite ni par la législation française, ni par celle de pays voisins, ni par des textes communautaires. C'est la jurisprudence, et non la loi, en France, qui a étendu le champ du « monopole bancaire » à l'acquisition de prêts, les exceptions concernant les fonds communs de titrisation (FCT) et, plus récemment, les sociétés de financement. Problème : ce choix selon lequel seules les collectivités publiques et les entreprises cotées (ou au moins notées) pouvaient accéder au marché obligataire alors que les autres agents économiques ne pouvaient recourir qu'au système bancaire, ne correspond plus aux besoins actuels ni aux pratiques en vigueur dans les autres pays développés. Les modes de financement auprès des détenteurs de capitaux se développent partout, y compris en zone euro, à l'instar des *Schuldschein* (reconnaissance de dette) en Allemagne. La question se pose désormais du dosage approprié entre les divers modes de recours à l'emprunt. A défaut d'un accord au niveau de l'Union européenne, la France ne peut plus être le seul Etat à réguler toutes les activités de prêts et à en réserver la réalisation à certaines catégories d'institutions agréées. Aujourd'hui, le sujet principal est plutôt de déterminer comment permettre à tous les agents économiques de se procurer les ressources qui leur sont nécessaires, et aux détenteurs de capitaux de trouver les placements correspondant à leurs besoins d'investissement.

### **La crise a-t-elle été un déclencheur de cette évolution ?**

La crise n'a pas été la seule raison. Le niveau des taux d'intérêt comme les réformes des réglementations bancaires et assurantielles y ont également contribué. Il est clair que la crise a provoqué une révision profonde des comportements, en particulier des institutionnels et des assureurs : ceux-ci ont besoin à la fois de diversifier leurs risques, notamment à la suite d'un événement tel que la dépréciation de la dette grecque, et de trouver des placements plus rémunérateurs que les obligations d'Etats actuelles. Mais ces investisseurs ayant jusqu'à présent eu l'habitude d'effectuer la plupart de leurs placements en obligations souveraines ou en obligations de grandes sociétés cotées, ils n'ont guère de culture de l'appréciation du risque de crédit. Sauf à de rares exceptions, ils ne disposent vraisemblablement pas, au moins en France, d'une capacité adéquate d'analyse de la qualité de crédit de tous les types d'emprunteurs. C'est là où des gérants spécialisés dans les fonds de prêts à l'économie peuvent avoir un rôle à jouer.

Il convient néanmoins de ne pas se tromper sur la taille et le profil des entreprises ciblées. Les fonds de prêts devront cibler, non pas de grandes entreprises, mais les vraies ETI et de « petites ETI », voire des PME, mais, là également, sans descendre en-dessous de certaines tailles de prêts, tant pour des raisons de coût de gestion que de capacité d'analyse du risque. La pratique et les besoins économiques permettront de déterminer une taille optimale. Ces prêts pourraient se situer entre 1 et 10 millions d'euros, une moyenne de 5 millions permettant par exemple à un fonds de 100 millions d'euros de suivre une vingtaine de lignes seulement.

### **Cela exclurait de facto les TPE, voire les petites PME...**

C'est effectivement plus difficile pour les très petites entreprises. Mais il faut rappeler qu'elles sont naturellement la cible privilégiée des banques, qui ont tout intérêt à travailler sur de grands nombres, leur permettant ainsi de se fonder sur des modèles de risques statistiques, comme le prévoit d'ailleurs la réglementation Bâle III. Les fonds de prêts seront amenés à jouer un rôle croissant dans le financement de l'économie, mais ils ne pourront, même à très long terme, remplacer le système bancaire. Ils doivent donc trouver leur place aux côtés des établissements de crédit. Ces derniers continueront durablement à jouer un rôle primordial pour les entreprises, dont ils gèrent la trésorerie au quotidien, avec un haut niveau

d'information sur leurs activités comme sur leur situation financière, notamment pour les entreprises non cotées. Ce dernier point constitue une différence majeure avec les fonds de prêts, qui ne peuvent avoir la même proximité avec leurs débiteurs.

### **Ces différences ont-elles posé problème cet automne pour adopter la charte sur les placements privés en euro (Euro PP) ?**

L'OFPE se félicite que tous les agents économiques concernés (émetteurs, banques, investisseurs...) soient parvenus assez rapidement à élaborer cette charte sur les « bonnes pratiques ». Il y avait même longtemps qu'une telle concertation sur l'évolution du financement des entreprises n'avait pas été organisée. La charte Euro PP a d'ailleurs eu le mérite de dégager un consensus, non évident a priori, sur plusieurs questions clés (également au regard du décret du 2 août 2013 et de l'arrêté du 9 décembre 2013 relatifs à la comptabilisation de ces prêts par les assureurs): le rang de ces titres, qui, par principe, seront désormais traités, pour un même niveau de rémunération, *pari passu* avec les prêts bancaires ; ou encore l'accès aux informations sur l'émetteur, aussi bien en termes d'analyse crédit que d'analyse des contrats passés avec d'autres créanciers. Nous regrettons seulement que la charte adopte sur certains points une approche trop « neutre », laissant beaucoup de place aux négociations entre émetteurs et investisseurs. Ceci risque de conduire à certains déséquilibres et nous souhaiterions par la suite voir précisés, par la loi ou par des accords de place, des sujets tels que le rôle et le mode de sélection des représentants de la « masse » des obligataires, leurs relations avec l'agent du crédit (prêts et suretés), ou encore, en cas de procédure collective, la place des prêteurs non bancaires parmi les différents créanciers, notamment par rapport au collègue des prêteurs bancaires.

*Propos recueillis par Fabrice Anselmi*

\* \* \*

## Crise Economique : Jusqu'à Quand ?



### Biographie :

#### Jean-Jacques PERQUEL

Agent de change, **Etudes** : Lycée Janson-de-Sailly et Faculté de droit à Paris. **Diplômes.** : Diplômé de l'Ecole des hautes études commerciales, Diplômé d'études supérieures de sciences économiques et du Centre de perfectionnement dans l'administration des affaires. **Carrière** : Employé de Bourse chez Lackenbacher (1959-70), Agent de change (depuis 1970), Trésorier-archiviste de la Société de statistique de Paris (1970-77), Président de la Société de bourse GPK (1970-90), Vice-président de la société GPK-Finance (depuis 1990), Président de d'Aguesseau conseil (depuis 1993), Vice-président de l'Association française des sociétés de bourse (1988-90). **Œuvres** : Manuel des opérations de bourse (1962), Principal Stock Exchange of the World (1964), Les Marchés financiers (197), les Bourses américaines (1992), le Marché financier anglais (1993), les Bourses d'Europe Centrale (1995). Décor.: Chevalier de la Légion d'honneur, de l'ordre national du Mérite. Membre du Cercle de l'Union Interalliée. Dernier livre : *Le marché Financier Américain*, 2008.

La mondialisation, c'est l'ouverture au Monde, mais c'est aussi une concurrence aggravée entre les pays à culture, productivité et conditions sociales différentes. Il faut ajouter que les pays à bas salaires, à sécurité sociale insuffisante, font accepter à leurs ouvriers des horaires de travail presque inhumains, mais à la différence de la période qui a précédé la deuxième guerre mondiale, ils ont le même niveau intellectuel que les pays riches (le montant de la « Recherche et Développement » en Chine est de 14,2% de la R&D Mondiale, le Japon de 11,2%, l'Allemagne de 6,5%). Les dépôts de brevets asiatiques dépassent largement ceux de l'Europe. Ainsi, la croissance du nombre de brevets déposés par des entreprises a été, en 2012, de 2,2% en France, 2<sup>ème</sup> pays européen, de 11,1% en Chine, de 9,3 % en Corée et de 9,1 % au Japon.

On n'a visiblement pas, en général, compris l'importance de cette « ouverture » du monde ; l'Allemagne est la première à avoir réagi. Avec une Balance des Comptes positive de 214,4 milliards de dollars sur un an, elle a le plus fort bénéfice mondial de balance des paiements, suivie par la Chine (213,8 milliards) et l'Arabie Saoudite (173,6 milliards). Les réformes de Schroeder ont en effet consisté à jouer sur le nationalisme des Allemands qui ont limité les délocalisations au maximum. Ils ont recherché la qualité de leurs produits s'assurant ainsi des marges confortables. Ils ont utilisé les pays voisins à salaires peu élevés, pour leur faire fabriquer à bas prix des pièces détachées dont ils ont assuré le montage mais surtout ils ont convaincu les syndicats d'accepter des restrictions de pouvoir d'achat pour sauver les emplois. En plus, ils ont profité du laxisme des autres pays (en 10 ans la hausse des salaires allemands a été de 16%, tandis qu'elle atteignait 26 en France et près de 40% en Grèce), pour s'assurer un solde largement créditeur à l'égard des pays de l'Europe dite du Sud (France comprise).

Aussi, sous l'influence allemande, les pays européens découvrent un des éléments de la solution de la crise : l'austérité. Mais si tous les pays la pratiquent, il ne peut y avoir qu'une « intensification » de la crise actuelle. C'est donc une solution partielle. Il faut lui adjoindre une politique monétaire efficace, pour

ramener la confiance. Ainsi, les deux problèmes posés sont la concurrence mondiale, qui oblige les pays occidentaux à une spécialisation pour laquelle ils ne sont pas toujours préparés, et un problème monétaire, que certains pays se refusent à analyser. Ce sont ces deux points qu'il nous faut étudier.

### **I. Protectionnisme ou spécialisation des pays**

Le phénomène majeur de notre époque, en Zone Euro, est la coalition « objective » entre les libéraux et les protectionnistes contre l'Euro.

Les premiers considèrent qu'il faut spécialiser les pays, au nom d'une fausse analyse Ricardienne, suivant laquelle le niveau de vie des populations ne peut que s'améliorer si les prix baissent dans le monde grâce à une concurrence très poussée. Ils oublient simplement que les conditions de productions sont très différentes de pays à pays. Cela condamne les industries des pays qui n'ont pas une domination internationale des marchés des produits qu'ils fabriquent. Cependant, s'ils réussissent à avoir un réel monopole, cette baisse des prix ne se produira pas car ils peuvent alors en augmenter discrétionnairement les prix (comme les terres rares chinoises). De la même façon, des compagnies réussissent à imposer des « marques » (par exemple, Miel, Hermes, ou Nespresso), ce qui leur assure l'équivalent d'un monopole. Aussi, pour les économistes libéraux, l'Euro empêche les changements de parité monétaire qui leur semblent la seule solution pour assurer les rééquilibres des économies.

Les seconds voient dans le protectionnisme la solution à tous les maux sociaux. Il suffit pour permettre de relancer toutes les industries concurrencées par la production d'autres pays même de ceux de la Zone Euro. Ils oublient la hausse des produits importés et en particulier celle des matières premières. En outre, la fermeture des frontières a pour effet de développer des industries à coût élevé, d'où le corolaire de cette situation est une détérioration structurelle de la monnaie, et à terme de l'économie des pays.

Si le premier groupe se recrute dans une petite minorité d'intellectuels, en général brillants, mais en fait coupés de la population. Il n'en est pas de même du second groupe, qui se développe politiquement dans des mouvements populistes qui prennent une importance d'autant plus grande que les gouvernements de la Zone Euro ont du mal à expliquer pourquoi la reprise n'apparaît pas encore.

Les défenseurs de la Zone Euro sont actuellement minoritaires dans tous les pays de la Zone Euro, mais ils ont la conviction, renforcée par les statistiques du commerce intereuropéen, que la Zone Euro est à la fois le système financier le plus équilibré et la voie vers une « Europe Unie » capable de faire face aux entités internationales que sont les Etats-Unis, la Chine et la Russie. Mais, les partisans de la « Petite Europe » sont divisés entre ceux qui désirent une ouverture la plus grande possible vers l'extérieur, car ils possèdent encore un certain potentiel concurrentiel favorable, et ceux qui ne se sont pas préparés à la concurrence internationale et qui désirent une certaine protection de leur économie.

Au total, l'Europe évolue bien en réduisant les coûts de ses administrations (Espagne, Italie, Grèce), améliorant fortement les balances des paiements (surtout l'Italie), mais la Zone Euro se heurte à une « guerre des monnaies » à laquelle elle ne s'est pas préparée.

## II. La politique monétaire

Hors Zone Euro, les pays non producteurs de matières premières pratiquent une politique volontairement expansionniste. On distingue ainsi trois groupes de pays.

Ceux qui produisent des matières premières (pays pétroliers ou producteurs de produits de base comme les métaux non ferreux, les produits agricoles ou d'élevage). Ceux-ci ont une balance des comptes bénéficiaire. Leur seul problème est de ne pas devenir une monnaie internationale et s'en défendent, à peu près, par des hausses de taux.

Les autres pays pratiquent soit une politique ouvertement basée sur la baisse de leur monnaie (Japon depuis la nomination d'Abe), ou utilisent une politique qui conduit à ce résultat soit en bloquant leur monnaie (Chine), soit en effectuant des émissions de monnaie qui ont pour but de relancer leur économie. Ainsi, aux États-Unis, Bernanke pratique une politique de relance augmentant mensuellement de 85 milliards la masse monétaire... « Jusqu'à ce que le chômage retombe à 6,5% de la main d'œuvre disponible ». Certes, il y a une double opposition à cette opération: celle d'un certain nombre de Banques fédérales (dont celle de Richmond), et surtout celle de la « Chambre des Représentants », à majorité Républicaine qui bloque le budget en tout cas jusqu'au mois de septembre (obligeant dans l'intervalle à 85 milliards de dollars de restriction des dépenses publiques).

La Zone Euro est prise dans ces contradictions. L'Allemagne obtient de la Banque Centrale Européenne que celle-ci cesse de créer de la monnaie même si les 1 000 milliards d'euros qui ont été créés, ont été pour les 7/10èmes « stérilisés ». A cela s'ajoute la timorosité des banquiers de la Zone Euro. En effet, avant l'échéance des trois ans, les banques européennes ont remboursé près de 20% des deux LTROs. Cette anticipation révèle le manque de confiance envers les investissements des entreprises, ce qui explique la faible vitesse de rotation de la monnaie (le V de la formule « MV » de Fisher). Ainsi, malgré « le trou » de 640 milliards de « Target 2 » au détriment de l'Allemagne, la création de monnaies régionales fictives, le « MV » de la Zone reste trop faible pour assurer une vraie reprise économique. Comme les gouvernements ont peu de possibilités d'intervenir sur V (sauf si l'on créait, comme cela a été proposé à la Fed, des taux d'intérêt négatifs), le seul facteur sur lequel on puisse intervenir est la masse monétaire.

Certes, l'Allemagne est maintenant confrontée, depuis 3 ans, à une demande de hausse de salaires, car elle a du mal à demander un renforcement de l'austérité à sa population à un moment où elle explique que la situation est euphorique. Or, la fin de l'austérité allemande a le double effet d'aider un peu les autres pays de la Zone, en rendant l'Allemagne un peu moins compétitive à leur égard, mais malheureusement rend l'Euroland moins compétitif sur le plan international. Pour le moment, ce deuxième phénomène n'est pas apparent, car la balance des comptes de la Zone Euro est en constante amélioration, mais celle-ci est autant due aux restrictions de consommation européennes qu'à une amélioration des exportations.

### **Conclusion**

On voit ainsi qu'il est indispensable d'améliorer la compétitivité des entreprises en baissant leurs impôts, c'est-à-dire en réduisant drastiquement les dépenses publiques. En tout cas, en France, l'accord de « flexisécurité » et la création de 20 milliards de crédit d'impôt pour les entreprises (malheureusement

pour 2014) répondent à cet impératif. Il faut continuer dans cette voie, en réduisant encore plus les dépenses de l'Etat, des hôpitaux et des collectivités publiques. D'autre part, il est également indispensable d'augmenter la masse monétaire pour que l'effort exigé des populations européennes soit supportable en assurant un certain développement économique. On peut penser que le jour où les économies européennes seront en pleine reprise, il y aura un problème de réduction de la masse monétaire. Mais cette augmentation nécessaire n'est pas suffisante pour faire face à la concurrence des pays émergents, même si elle s'accompagne d'un remarquable effort de Recherche et Développement car les pays neufs font, comme nous l'avons vu, un effort supérieur. Ce serait en tout cas un début dans une bonne direction.

\* \* \*

## *Les Marchés Financiers sont-ils le reflet de la performance économique ?*

*- Jean-Jacques PERQUEL -*

### Introduction

Il y a essentiellement trois façons d'évaluer une entreprise, chacune ayant de nombreux défauts:

- a) L'évaluation par les actifs ; cela consiste à utiliser les prix d'achats des différents biens, créances et dettes corrigés par les amortissements correspondant à des pertes de valeur, mais évalués en hausse pour tenir compte des gains dus à l'inflation, ou à des hausses de cours. Cette méthode permet de déterminer la « fair-value ». Mais, les règles d'amortissement des titres varient suivant la nature du placement (titres de patrimoine et de portefeuille). Cela va à l'encontre d'une politique générale (les IFRS), qui voudrait rendre comparables toutes les comptabilités des sociétés.
- b) On peut envisager un mode de valeur en escomptant à un taux d'intérêt préfixé, les résultats futurs espérés de la société. La valeur dépend alors du taux choisi et surtout des prévisions de bénéfice de la société.
- c) Le cours de Bourse qui donne une Opinion du Public sur la valeur d'une société. On doit alors revenir à l'analyse de John Maynard KEYNES. Selon lui, le cours de bourse est comparable à un concours de photos de « pin-ups ». Pour gagner, il faut choisir non pas la plus belle, mais celle que les autres compétiteurs vont préférer. Keynes ajoute que pour réussir il faut choisir celle que les compétiteurs vont penser que leurs rivaux vont choisir et ainsi de suite...

Dans ce contexte, on voit que le cours de bourse reflète plus une opinion qu'une réalité économique. Mais pour pousser plus loin l'analyse, il nous faut voir comment on a déstructuré les marchés, au risque que le « cours de Bourse » n'ait plus de sens et comment, par le développement des analyses économique et financière, on a essayé de réparer les dégâts dus à l'évolution des structures.

### I. La « morcellisation » des Marchés

#### A. La notion de « Marché Continu »

Pour qu'un cours de Bourse représente bien l'opinion que le public a de la valeur d'un titre, il est utile que son marché soit « étoffé », c'est-à-dire qu'il y ait suffisamment d'ordres de ventes et d'achats. Aussi, si le marché d'un titre est peu important, il est nécessaire de réduire le nombre des différentes transactions pour concentrer le plus grand nombre d'ordres au moment d'une fixation de cours. Ainsi, le « marché continu » ne devrait exister que pour des valeurs à très large marché, faute de quoi les cours sont basés sur un ou deux échanges et n'ont aucun sens. Or, on a développé le « marché continu » au-delà du raisonnable créant peut-être un peu plus de transactions, mais une plus forte volatilité rendant moins crédible le « cours de Bourse ».

### **B. Le développement des Produits Dérivés**

On a créé des « produits dérivés » pour permettre la couverture des portefeuilles, comme on les avait inventés au XVIème siècle, pour assurer la protection des producteurs agricoles et miniers. La « spéculation » assure la contrepartie de ces opérations. Mais ces produits dérivés sont devenus de plus en plus complexes, permettant d'ajouter à la spéculation traditionnelle une forme nouvelle de « jeu » qui consiste à rechercher les failles dans les opérations spéculatives des autres opérateurs. Bien entendu cela modifie les cours de bourse puisque s'ajoutent aux ordres d'investisseurs sérieux des opérateurs qui prennent d'autant plus de risques qu'ils « couvrent leurs opérations ».

### **C. La « collectivisation » de l'épargne**

Il existe à l'heure actuelle une forte tendance à « collectiviser » l'épargne. Les opérations de la « Veuve de Carpentras » ne sont pas rentables pour le secteur bancaire, ni pour les gestionnaires de portefeuille. Il en est de même pour les entreprises très heureuses de vendre des « blocs de titres », sans se douter de leur dépendance à quelques importants donneurs d'ordres et, comme les gérants institutionnels sont beaucoup plus mobiles que les particuliers, cela accélère la volatilité, et par conséquent rend plus instable la notion du cours de Bourse.

### **D. La Directive MIF et la déstructuration du marché financier**

Plus grave est l'application en Europe de la technique américaine des « Electronic Communications Networks (ECN) », en français « Multilateral Trading Facilities (MTF) » lancés par la Directive « Marché d'Instruments Financiers (MIF) », qui crée à côté des « marchés réglementés » (les bourses traditionnelles) des marchés informatisés, cassant ainsi l'unité des marchés. Cela est même aggravé par l'existence de « Dark Pools » peu contrôlables, opérations « hors marché », qui ne sont déclarées (reporting) qu'avec retard. Ces opérations ne devaient concerner que des « blocs » importants de titres « sorties » des marchés pour ne pas les influencer, mais leur montant a tendance à se réduire progressivement. Par ailleurs, les Banques peuvent « internaliser » les ordres de leurs clients et même en assurer la contrepartie, ce qui diminue encore le nombre des ordres qui viennent sur le marché.

## **II. Progrès dans l'analyse économique et financière**

Dans le même temps et sans lien avec la déstructuration du marché, on constate que les opérateurs de Bourse ont de plus en plus tendance à chercher à évaluer la valeur réelle des actions, et à passer leurs ordres de Bourse en fonction de leur analyse. Les économistes, d'autre part, essayent de déterminer des « lois » pour mieux comprendre la « structure fondamentale » du marché.

### **A. L'analyse graphique**

C'est l'approche la moins « scientifique ». On part de l'idée que les cours intègrent la réalité économique sous-jacente et que les fluctuations passées permettent de déterminer l'avenir. Les opérateurs ont l'œil fixé sur le graphique représentatif des fluctuations d'un titre en bourse et en arrivent à ne plus savoir quelle est l'activité de la société étudiée. A la limite, on veut ignorer si Michelin fait des savonnettes ou vend de l'épicerie fine. La théorie économique, dite du « mouvement brownien des cours de bourse »,

remet complètement en cause l'aspect théorique de cette analyse. Mais elle reste importante dans la mesure où elle influence un grand nombre d'opérateurs. Certains traders pratiquent du « High Frequency Trading (HFT) », en Français « Flash Orders », opération qui a pour but de laisser un ordinateur intervenir tout seul, à très grande vitesse (moins de 2 millisecondes), dès que la machine constate un mouvement inhabituel sur le Marché (d'où le Krach du 10 Mai 2010 dû à un ordre inhabituel non prévu par les autres ordinateurs).

### ***B. L'Analyse Financière***

On appelle « price-earning ratio (PER) » le rapport du cours de bourse divisé par le bénéfice net, on se fait ainsi une idée de la valeur estimée d'une société. Malheureusement, il n'y a pas de parité parfaite. Elle dépend des circonstances. Un PER de 10 est « normal » pour une société moyenne. Il monte à 20 pour une société « innovante » en forte croissance, et tombe à 5 pour une société dont l'avenir paraît peu prometteur. Mais quand le marché est mauvais, le PER recherché baisse beaucoup, à contrario en période d'expansion le PER moyen monte. Cette analyse fait ressortir le caractère psychologique des marchés tout en étant un bon repère. Il y a actuellement un bon exemple du caractère imprécis de ce critère. Le Professeur Robert SHILLER de Yale a créé une forme dynamique du PER le « Cyclically Adjusted Price Earning Multiple (CAPE) » par lequel il « prouve » que tous les marchés sont « surévalués de 62% ». En réponse, le Professeur Jeremy SIEGEL de Wharton explique que les données prises en compte par Robert SHILLER sont erronées et qu'une étude approfondie du CAPE conduit à accepter les cours actuels comme normaux. Il établit un tableau des cours de Bourse depuis 1881 qui montre que malgré des fluctuations souvent fortes le cours évolue autour d'un montant constant (un peu plus de 15 fois le bénéfice net, price earning légèrement supérieur au PER actuel 13).

Malheureusement, il s'est créé une notion malsaine : celle du « consensus ». A la veille d'une nouvelle attendue (bénéfice, résultats de négociations etc.), les analystes communiquent entre eux et déforment le Marché, en attribuant tous aux sociétés le même résultat prévisionnel. Cela fausse le Marché jusqu'au jour où la nouvelle est annoncée. De toute façon, l'analyse financière a permis de rapprocher les cours de bourse de la valeur réelle des titres en influençant dans le bon sens l'opinion du public.

### ***C. L'analyse économique***

De nombreuses théories ont vu le jour depuis 1952, où a été publié l'article d'Harry MARKOWITZ « portfolio Selection ». Les deux principales, concernant les cours de bourse sont le modèle de Marché et la notion d'efficacité du Marché.

- a) Dans le premier cas, on essaie de comprendre dans quelle mesure le cours de Bourse d'une valeur a un lien économique avec la réalité. Il s'agit alors d'une valeur relative en fonction de la situation du marché. On considère que le cours d'une valeur est dépendante de ses qualités intrinsèques (appelé alpha), et d'une certaine proportion (appelée Bêta) de l'indice de Marché appelé « M ». Bien entendu, l'analyse d'Alpha pose un problème comptable. Doit-on faire une évaluation des actifs à la valeur du jour (évaluation ex-post), ou en « actualisant » les revenus espérés de la société (analyse ex ante) ? Bêta est instable. On connaît sa valeur passée mais on ignore tous les événements imprévus qui peuvent modifier les comportements du public. Quant à « M » (indice d'un Marché), il pose naturellement le problème de toute prévision en matière d'analyse économique. Si parfaite soit-elle, elle ne peut prendre en compte les éléments « politiquement » imprévisibles.

- b) Analysée par Eugene SHARPE en 1963, la notion d'efficience part d'une vision tout à fait différente. Elle pose comme postulat, que l'information est la même pour tous les opérateurs et par conséquent, la Bourse fluctue en fonction de l'évolution de la Société. Sharpe a imaginé « trois degrés d'efficience », mais même le plus faible (le cours reflète à tout moment la situation telle qu'on peut la connaître) est sujet à de nombreuses critiques. Ainsi, en 1970, j'ai assisté au retrait de Douglas AICRAFT de la liste des valeurs recommandées par la Citicorp et sans aucune autre raison, le titre avait perdu près de 50 % de sa valeur.

## Conclusion

Au terme de cette étude on peut faire plusieurs constatations :

- 1- Il y a un effort d'amélioration de la véracité économique des cours grâce au développement de l'analyse économique. Ainsi, les conseillers financiers incitent leurs clients à rechercher des cours qui se rapprochent le plus possible de ce que l'on pourrait appeler la valeur réelle, en vendant les titres qui peuvent paraître trop chers et en achetant ceux jugés trop bon marché.
- 2- Malheureusement, il y a chez les gérants de portefeuilles et conseillers financiers le désir d'améliorer les gestions de leurs clients, en les incitant à rechercher des titres susceptibles de subir des Offres Publiques d'Achat (OPA). Comme dans la période actuelle il y a à la fois une forte abondance d'argent et un faible désir d'investir, les Entreprises ont tendance à essayer de racheter leurs concurrents plutôt qu'à améliorer leur croissance interne. Ils sont alors prêts à payer des sommes anormalement élevées. Cela a pour effet de déformer le marché.
- 3- La multiplication des cours sur les Marchés officiels, la création de marchés concurrents (les MTF), les Dark Pools, le droit pour les Banques « d'internaliser leurs ordres », tout cela aggrave la volatilité et réduit la qualité des transactions. Lorsqu'un comptable évalue une société, il faut au départ une évaluation en fonction des actifs et une autre en fonction des bénéfices escomptés, la Bourse lui sert simplement de critère d'évaluation en fonction du « price earning moyen » du secteur de la société étudiée.
- 4- On peut donc dire que malgré ses défauts, la Bourse est un point de repère valable de l'évaluation des sociétés. En outre, l'analyse de Jeremy SIEGEL montre que peu à peu le PER moyen permet de suivre parfaitement le développement des entreprises et cela donne à la Bourse la possibilité de fournir une assez bonne évaluation des titres en tenant compte des fluctuations temporaires des Marchés.

\* \* \*