

# Les marchés financiers dans la spirale régulatrice

Pour un large public, l'affaire est entendue: après la crise financière, les banques doivent être soumises à des règles plus rigoureuses. Le titre du présent article peut donc surprendre. En fait, dans les années qui ont précédé la crise, la déréglementation allait bon train, en contradiction avec l'évolution à long terme. Depuis des décennies, les réglementations s'adaptent et s'élargissent. Malgré cela, les marchés financiers rencontrent encore et toujours les mêmes problèmes. Cet article analyse les principales règles en vigueur, le contexte qui les entoure et leurs faiblesses.



Les paniques bancaires menacent la stabilité de notre économie. Les États y ont répondu en encadrant les marchés financiers avec des réglementations toujours plus complexes. Cela n'a pas empêché le phénomène de se renouveler en 2007. En illustration: panique bancaire à New York en 1911.

Photo: Keystone

Un effondrement des marchés financiers aurait des effets catastrophiques pour l'économie de la planète. La crise économique mondiale des années trente doit servir de leçon à cet égard. La réglementation des marchés financiers a pris son essor à cette occasion, son but étant de garantir la stabilité et l'efficacité de ces mêmes marchés. Nous décrirons d'abord le dysfonctionnement du marché financier et l'importance de l'inter-

médiation financière, pour aborder ensuite les réglementations centralisées du marché financier et expliquer pourquoi l'on peut parler de spirale régulatrice.

## Le dysfonctionnement du marché financier et le rôle des banques

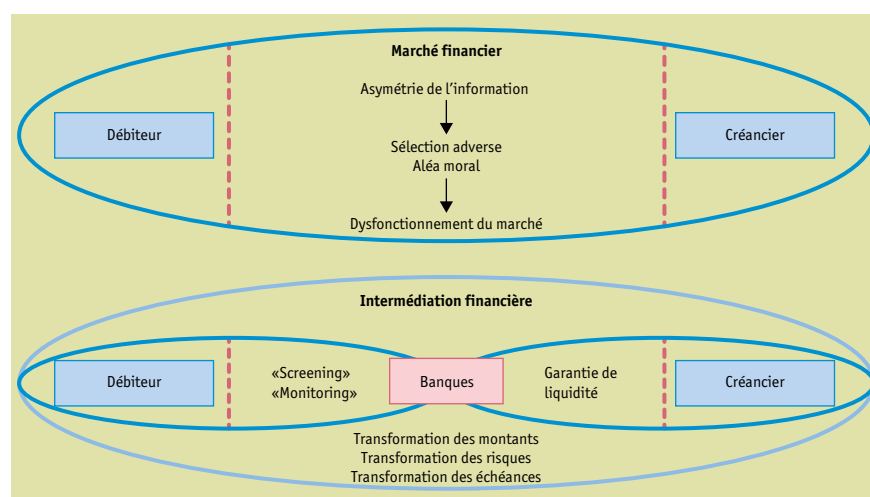
Sur le marché se négocient des créances financières, lesquelles permettent de transférer du pouvoir d'achat dans le temps. Elles ont pour particularité que leur valeur dépend des spécificités et des actes du débiteur. Par conséquent, le créancier ne peut pas, sans autres, déterminer la solidité de sa créance. Cette asymétrie de l'information entre opérateurs économiques comporte un risque d'aléa moral et peut se traduire par de mauvais choix («sélection adverse»). Voilà pourquoi de très nombreuses créances ne se négocient pas directement sur le marché financier, mais sont confiées à des intermédiaires – notamment les banques –, qui exer-



**Jörg Müller**  
Collaborateur scientifique, chaire de Macroéconomie, innovation et politique, EPF Zurich

Graphique 1

## Dysfonctionnement du marché financier et rôle de l'intermédiation financière



Source: Müller / La Vie économique

cent de ce fait une fonction importante (voir *graphique 1*). Les problèmes de l'intermédiation financière étant au cœur de la crise actuelle, le présent article est centré sur cet aspect précis<sup>1</sup>.

Dans les débats politiques, les banques sont souvent présentées comme la cause de tous les maux. Or, ce sont elles qui contribuent à atténuer l'impact des défaillances du marché financier. Par leurs activités inscrites à l'actif aussi bien qu'au passif du bilan, elles complètent en effet les marchés dits imparfaits (voir *encadré 1*), assurant de la sorte une meilleure utilisation de ressources peu abondantes. Notre économie très spécialisée serait impensable sans un système bancaire performant.

### Le risque de panique bancaire explique les réglementations

En remplissant ces tâches essentielles à l'économie, les banques courent des risques. La transformation des échéances – autrement dit le financement de projets de longue durée par des dépôts à court terme – les expose au risque de panique bancaire. Lorsque de nombreux déposants affluent en peu de temps aux guichets d'une banque pour y retirer leur avoir, celle-ci devient insolvable. Le problème est connu. Trois points méritent d'être rappelés à ce propos:

- les paniques peuvent être auto-réalisatrices: quand un certain nombre de clients doute de la capacité d'une banque et en retire son argent, la banque devient insolvable même si ces doutes sont infondés<sup>2</sup>;
- les paniques sont un phénomène récurrent<sup>3</sup>;
- elles peuvent avoir des effets dévastateurs pour l'économie réelle: la faillite de plusieurs banques affecte durablement l'efficacité de l'allocation des ressources ainsi que les investissements dans une économie<sup>4</sup>.

Sur le premier point, il semble que les paniques bancaires pourraient être évitées assez facilement. Le second point souligne en revanche l'acuité du problème. Le troisième point justifie une intervention de l'État, face aux conséquences catastrophiques du phénomène.

Les États ont réagi aux paniques bancaires qui s'étaient succédées à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> en instituant des garanties de dépôt et en faisant des banques centrales des prêteurs en dernier ressort<sup>5</sup>. Lorsque la collectivité garantit les dépôts des clients des banques, ceux-ci n'ont plus à craindre de perdre leur épargne, les paniques bancaires perdent leur potentiel auto-réalisa-

Encadré 1

#### Comment les banques atténuent l'impact des défaillances du marché financier<sup>a</sup>

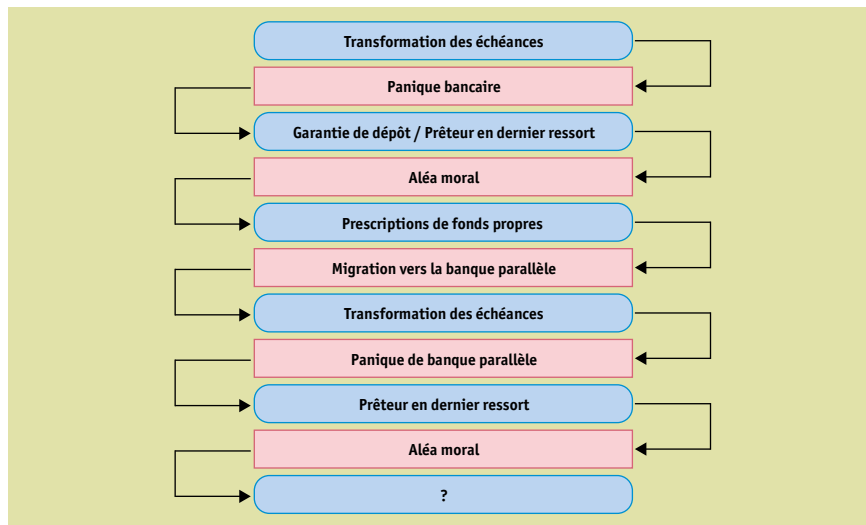
Pour commencer, les banques évaluent la solvabilité des emprunteurs potentiels. Grâce à cette procédure de «screening», elles peuvent éviter les mauvais choix dans l'octroi de crédits. Quand elles offrent un crédit, les banques le lient généralement à des dispositions contractuelles spéciales et au dépôt de garanties. Pendant la durée du contrat, elles veillent au respect de ses termes et vérifient la valeur des garanties. Ce «monitoring» permet d'éviter l'aléa moral de la part de l'emprunteur. Le «screening» et le «monitoring» sont des opérations coûteuses, mais indispensables au bon fonctionnement des activités de crédit. Les banques les financent en prélevant sur les prêts alloués un intérêt plus élevé que celui qu'elles versent sur les placements bancaires.

Pour pouvoir accorder des crédits, les banques doivent emprunter de l'argent. C'est sur ce point que se situe la différence entre banques et fonds d'investissement. Ces derniers se financent exclusivement par des fonds propres, alors que les premières offrent aussi des dépôts à vue qui peuvent être retirés en tout temps à leur valeur nominale. Les banques détiennent un portefeuille de crédits largement diversifié et leurs pertes éventuelles sont couvertes à hauteur des fonds propres des propriétaires. Pour cette raison, les dépôts à vue présentent habituellement un risque de crédit négligeable. Du fait de leur disponibilité permanente et de leur faible risque de crédit, les dépôts à vue ont un caractère de quasi-monnaie et permettent aux clients de se prémunir contre les risques de liquidité. La banque finance des projets à long terme sans que le créancier doive renoncer à sa liquidité (c'est le mécanisme de la transformation des échéances).

a Pour un aperçu de la microéconomie des banques, voir Freixas et Rochet (2008).

1 Il laisse donc de côté d'autres secteurs du marché financier comme les actions et les assurances.  
 2 Bryant (1980) et Diamond & Dybvig (1983) ont donné une explication théorique des paniques bancaires.  
 3 Gorton et Winton (2003) fournissent un aperçu de la littérature traitant des paniques bancaires historiques.  
 4 Bernanke (1993) résume les causes et les conséquences du resserrement du crédit.  
 5 La première garantie nationale de dépôt fut mise en place aux États-Unis en 1934 en réponse à la crise économique mondiale. Dès le 1<sup>er</sup> janvier 1934, les dépôts des particuliers furent garantis à hauteur de 2500 USD (Federal Deposit Insurance Corporation, 2010). Par la suite, de nombreux États ont introduit des garanties de dépôt (Demirgüç-Kunt, Karacaovali et Laeven, 2005).

Graphique 2

**Spirale régulatrice: les réglementations centralisées du marché financier et leurs effets indésirables**

Source: Müller / La Vie économique

teur et les rumeurs ne peuvent plus mettre des banques en cessation de paiement. Notons que l'institution de garanties de dépôt n'a pas pour objet le dysfonctionnement du marché financier, mais vise à empêcher les paniques bancaires. Celles-ci ne résultent pas d'une asymétrie d'information sur le marché financier, mais essentiellement de la transformation des échéances par les banques.

**La garantie des dépôts appelle des réglementations supplémentaires**

En théorie, la garantie des dépôts est un instrument pratique et efficace. Elle crée pourtant à son tour un risque d'abus et de dommages par négligence. Quand les dépôts à vue sont garantis par l'État, le risque lié à l'ouverture d'un compte bancaire disparaît. Les banques sont alors enclines à prendre des risques excessifs pour maximiser le rendement de leur capital propre<sup>6</sup>. Si ces risques sont payants, le gain profite aux détenteurs de parts ainsi qu'aux collaborateurs, suivant le système de rétribution en vigueur. Dans le cas contraire, les banques ne répondent qu'à hauteur de leur capital propre. Lorsque celui-ci est trop faible, les débiteurs de la banque doivent accepter des pertes. Avec une garantie des dépôts, c'est l'État – donc le contribuable – qui éponge les pertes.

La réponse à ce problème d'aléa moral lié à la garantie des dépôts a été l'énoncé d'exigences minimales de fonds propres<sup>7</sup>. Toutefois, alors que les intérêts de la banque et du régulateur coïncident pour la garantie des dépôts, il n'en va pas de même pour les exigences de fonds propres. Depuis leur intro-

duction, les banques cherchent à les contourner. Elles peuvent d'abord y répondre, en cas de durcissement, par des investissements plus risqués. Le niveau de fonds propre exigé devrait donc être d'autant plus élevé que les investissements sont risqués<sup>8</sup>. Cette pondération des risques complique, toutefois, énormément la mise sur pied d'une réglementation efficace. Ensuite, les banques ont trouvé dans la titrisation un moyen d'écarter les crédits illiquides de leur bilan et d'esquiver ainsi les prescriptions de fonds propres.

**Les banques parallèles reprennent les tâches des banques traditionnelles**

Le transfert des activités bancaires traditionnelles vers le secteur dit des banques parallèles (ou «banques de l'ombre») a commencé dès les années septante. Ce domaine largement non réglementé est depuis lors en forte croissance. Aux États-Unis, au début des années nonante, les obligations contractées par les banques classiques comme par les banques parallèles s'élevaient dans chacun des cas à quelque 3 billions d'USD<sup>9</sup>. Peu avant l'écroulement de la crise, il atteignait environ 22 billions d'USD pour les banques parallèles, soit une fois et demie celui des banques classiques.

Cette évolution a été stimulée par les efforts de contournement des prescriptions de fonds propres. Seul le recours aux technologies de l'information (TIC) l'a, toutefois, rendue possible. La banque parallèle transforme des crédits illiquides en papiers-valeurs échangeables. Les activités qui accompagnent cette opération – comme la titrisation des crédits, l'émission de papiers-valeurs et l'évaluation des risques qu'ils comportent – n'ont pu être maîtrisées qu'à l'aide d'ordinateurs. Sous sa forme actuelle, le secteur des banques parallèles serait impensable sans les énormes progrès des TIC.

Ces dernières années, les chercheurs ont consacré maintes analyses aux banques parallèles<sup>10</sup>. La transformation des échéances présente un intérêt tout particulier pour le propos du présent article. Voici en quoi elle consiste en une phrase<sup>11</sup>: des crédits illiquides à long terme, comme des hypothèques ou des crédits pour étudiants, sont ensuite transformés en nouveaux titres adossés à des actifs aux qualités de crédit variables. Ces titres sont évalués par des agences de notation<sup>12</sup>.

Les titres les mieux notés peuvent être utilisés en garantie dans une *convention de rachat (repo)*. Celle-ci se définit – pour simplifier – comme un crédit à court terme garanti par des titres. Son montant est déterminé par la valeur de marché de la garantie – dans notre cas un titre fondé sur un actif justifiant

6 Buser, Chen et Kane (1981). Grossman (2001) confirme empiriquement cet effet. Le problème est plus aigu parmi les banques «too big to fail» puisque l'État ne garantit pas seulement leurs dépôts à vue, mais implicitement la totalité de leurs dettes. Voir aussi l'article de Wunsch dans le présent numéro, page 8ss.

7 Dans les années quatre-vingt, face à la constante diminution des parts de fonds propres, des efforts visant à harmoniser les prescriptions de fonds propres bancaires à l'échelle internationale ont été entrepris dans le cadre du premier accord de Bâle (Bâle I).

8 Bâle I comportait déjà des règles sommaires de pondération des risques. Bâle II avait notamment pour but de remédier aux imperfections de ces règles.

9 Pozsar et al. (2012).

10 Pozsar et al. (2012) fournissent une bonne introduction à cette thématique.

11 Les considérations suivantes se focalisent sur le rôle des conventions de rachat, ou repos (en référence à Gorton et Metrick, 2012). D'autres canaux ont aussi, bien sûr, leur importance (p. ex. les fonds communs de placement du marché monétaire ou les titres commerciaux adossés à des actifs).

12 Pour une introduction aux titres garantis par des actifs et au rôle des agences de notation, voir Coval, Jurek et Stafford (2009). Voir aussi dans le présent numéro l'article de Jürg Adamek et Alexandre Miremad, page 24ss.

13 Peu avant la crise, Ben Bernanke, président de la Banque centrale américaine, disait dans une conférence: «... and we do not expect significant spillovers from the subprime market to the rest of the economy or to the financial system.» (Bernanke, 2007).

14 Voir Ivashina et Scharfstein (2010) pour une analyse empirique de cet effet.

15 Bernanke (2009) donne un bon aperçu des différentes mesures prises.

Encadré 2

### Bibliographie

- Bernanke B. S., «Credit in the Macroeconomy», *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review*, 18, 1993, p. 50–70.
- Bernanke B. S., *The Subprime Mortgage Market*, discours tenu le 17 mai 2007 à la Federal Reserve Bank of Chicago's 43rd Annual Conference on Bank Structure and Competition.
- Bernanke B. S., *The Crisis and the Policy Response*, exposé prononcé le 13 janvier 2009 à la London School of Economics.
- Bryant J., «A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance», *Journal of Banking & Finance*, 4(4), 1980, p. 335–344.
- Buser S. A., Chen A. H. et Kane E. J., «Federal Deposit Insurance, Regulatory Policy, and Optimal Bank Capital», *The Journal of Finance*, 36(1): 1981, p. 51–60.
- Coval J., Jurek J. et Stafford E., «The Economics of Structured Finance», *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 2009, p. 3–25.
- Demirgüç-Kunt A., Karacaövalı B. et Laeven L., *Deposit Insurance around the World: A Comprehensive Database*, Policy Research Working Paper n° 3628, World Bank, Washington, DC, 2005.
- Diamond D. W. et Dybvig P. H., «Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity», *The Journal of Political Economy*, 91(3), 1983, p. 401–419.
- Federal Deposit Insurance Corporation, *About FDIC – The 1930's*, état au 18 novembre 2010.
- Freixas X. et Rochet J.-C., *Microeconomics of Banking* (2<sup>e</sup> éd.), MIT Press, Cambridge, MA, 2008.
- Gorton G., Metrick A., «Securitized Banking and the Run on Repo», *Journal of Financial Economics*, 104(3), 2012, p. 425–451.
- Gorton G. et Winton A., «Financial Intermediation», dans Constantinides G. M., Harris M. et Stulz R. M. (éd.), *Handbook of the Economics of Finance* (vol. 1), 2003, p. 431–552, Elsevier, Amsterdam.
- Grossman R. S., «Double Liability and Bank Risk Taking», *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2), 2001, p. 143–159.
- Ivashina V. et Scharfstein D., «Bank Lending During the Financial Crisis of 2008», *Journal of Financial Economics*, 97(3), 2019, p. 319–338.
- Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A. et Hayley B., *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York – Staff Reports, 2012, n° 458.

un crédit à long terme –, ainsi que par une décote («haircut»). Cette dernière s'exprime en pourcentage de la valeur du marché de la garantie; elle est portée en déduction du crédit maximum obtainable.

En cas de défaut de paiement de l'emprunteur, le créancier peut vendre la garantie et compenser ses pertes de cette manière. La décote le protège également des fluctuations de prix du titre mis en garantie. En temps normal, il n'y a par conséquent pratiquement aucun risque de crédit, le délai d'un repo étant en outre souvent très court, généralement moins de 24 heures. Le créancier peut exiger la restitution de son argent en tout temps. Un repo présente donc d'importantes similitudes avec un dépôt à vue classique: en temps normal, le risque de crédit est négligeable et le montant investi est disponible en tout temps à sa valeur nominale. À l'instar d'une banque classique, ce sont ces fonds à court terme qui financent les projets à long terme.

### Le risque de panique parmi les banques parallèles

Cette transformation des échéances expose toutefois le secteur des banques parallèles au risque de panique bancaire, tout comme les banques classiques. C'est ce qui s'est produit en 2007. Des pertes relativement modestes sur le marché hypothécaire des «subprimes» ont fini par créer une grande insécurité parmi les acteurs du marché. Des conventions de rachat garanties par des titres ayant comme sous-jacents ce type de crédits hypothécaires n'ont plus alors été renouvelées ou l'ont été en échange de décotes plus importantes. Pour obtenir des liquidités, leurs détenteurs ont cherché à écouler ces titres sur le marché. La chute des prix qui a suivi s'est accompagnée de décotes encore plus fortes, ce qui a finalement provoqué une réaction en chaîne inattendue<sup>13</sup>. Même si cette panique bancaire du secteur parallèle ne s'est pas traduite par de longues files devant les guichets, ses effets sur l'octroi de crédits ont été spectaculaires<sup>14</sup>.

Pour sauver le système financier mondial de l'effondrement, les banques centrales ont été contraintes de se muer en prêteurs en dernier ressort. Elles qui en temps normal n'approvisionnent en liquidités que les banques classiques, ont dû recourir à des mesures peu conventionnelles<sup>15</sup>. Le prix des titres a ainsi pu être stabilisé et la panique jugulée, mais la spirale réglementaire aura progressé d'un cran (voir *graphique 2*). Depuis l'entrée en scène des banques centrales, les opérateurs du marché attendent de l'État qu'il garantisse aussi les engagements à court terme du sec-

teur bancaire parallèle. Cette situation soulève aussitôt un problème d'aléa moral qui ne peut être résolu que par de nouvelles réglementations.

### Conclusion

Le dysfonctionnement initial du marché financier est atténué par des intermédiaires. Des banques – notamment celles du secteur parallèle – créent des produits financiers quasi monétaires. Lorsque la confiance dans ces produits vacille, une panique bancaire peut survenir. Ces produits perdent alors leur caractère de quasi-monnaie, ce qui, avec les perturbations du mécanisme d'octroi de crédits, a de graves conséquences pour l'économie réelle. L'État peut éviter un tel effondrement en intervenant comme prêteur en dernier ressort ou en garantissant ces produits de telle sorte qu'ils conservent leur caractère de quasi-monnaie. Cela crée toutefois un problème d'aléa moral, auquel il est apparu étonnamment difficile de remédier jusqu'ici.

Depuis plus de 30 ans, des experts tentent de résoudre ce problème au plan international en édictant des prescriptions toujours plus complexes en matière de fonds propres. L'éclatement de la crise financière de 2007 a démontré l'échec de ces tentatives: en dépit de réglementations très étendues, le marché financier a connu cette année-là une vaste panique qui a poussé le système économique mondial au bord de la faillite. La question de la juste dose de réglementation du marché financier continuera de nous occuper. Nous verrons alors si des améliorations continues des réglementations financières existantes peuvent apporter les résultats escomptés ou si une réorientation radicale de l'approche normative s'impose. ■