

DROIT, ECONOMIE ET JUSTICE DANS LE SECTEUR BANCAIRE

Banque et risque systémique

(version préliminaire)

Christian Bordes (Université Paris 1)¹

*«Le capitalisme sans les faillites n'aurait aucune saveur. Comme le catholicisme sans l'enfer»
Patrick Arbor, président du Chicago Board of Trade, après la débâcle de LTCM*

Introduction

Pour préserver leur bonne santé, les banques doivent gérer activement les risques inhérents à leurs activités de façon à préserver leur viabilité. Il existe cependant des chocs potentiellement très dangereux et hors du contrôle de leurs gestionnaires qui peuvent affecter le système bancaire dans son ensemble. Ces risques sont désignés collectivement sous le vocable de risque systémique. Adam Smith, déjà, soulignait les dangers de ce type de risque inhérent à l'activité bancaire. Dans *La richesse des nations*, il établit une analogie entre le besoin qu'éprouvent les pouvoirs publics de violer l'espace naturel de liberté des banques, en réglementant leurs activités, et la nécessité d'inciter les voisins à édifier des barrières mitoyennes pour éviter qu'un éventuel incendie ne gagne l'ensemble d'une communauté d'habitants (*Encadré 1*).

¹ Les discussions que j'ai eues avec Olivier De Bandt (Banque de France), Dominique Lacoue-Labarthe (Université Montesquieu-Bordeaux IV), Isabelle Strauss-Kahn (Banque de France), Jérôme Teïletche (CDC Ixis) et Ivan Odonnat (Banque de France) m'ont été très utiles pour préparer ce texte dont j'assume seul la responsabilité.

Encadré 1

Adam Smith et les dangers du risque systémique inhérent à l'activité bancaire

«To restrain private people, it may be said, from receiving un payment the promissory notes of a banker, for any sum whether great or small, when they themselves are willing to receive them, or to restrain a banker from issuing such notes, when all his neighbours are willing to accept of them, is a manifest violation of that natural liberty which is the proper business of law not to infringe, but to support. Such regulations may, no doubt, be considered as in some respect a violation of natural liberty. But those exertions of the natural liberty of a few individuals, which might endanger the security of the whole society, are, and ought to be, restrained by the laws of all governments of the most free as well as of the most despotical. The obligation of building party walls, in order to prevent the communication of fire, is a violation of natural liberty, exactly of the same kind with the regulations of the banking trade which are here proposed».

Adam Smith, *Of Money considered as a particular Branch of the General Stock of the Society. The Wealth of Nations*, Book II, 1776.

A qui appartient-il de gérer ces risques ? Il paraît évident que seuls les pouvoirs publics en sont capables. Il est bien connu qu'une crise bancaire a contribué à précipiter le monde dans la Grande crise des années trente. Depuis, une panoplie « *anti-crise systémique* » a été mise en place. Elle est constituée par divers coupe-feus juridiques (réglementation) ainsi que par des systèmes plus ou moins étendus d'assurance des dépôts et l'intervention du prêteur en dernier ressort. Au cours des années 1990, la réglementation a été renforcée pour permettre aux systèmes bancaires d'être mieux armés pour résister aux chocs. Les autorités ont demandé aux banques de détenir plus de capital pour pouvoir faire face à des chocs imprévus. Considéré dans sa globalité, le dispositif « *anti-crise systémique* » des économies modernes apparaît comme un système où la réglementation contraignante de l'activité bancaire a pour contrepartie un certain nombre de privilèges accordés aux banques. Elles ne sont pas aussi fortement exposées à la concurrence que les entreprises ordinaires ; elles bénéficient d'un système d'assurances des dépôts ; des facilités de crédit leur sont accordées par les banques centrales en cas de difficultés. Cette panoplie « *anticrise systémique* » semble parfaitement au point car aucune crise systémique de l'ampleur de celle des années trente ne s'est reproduite récemment dans les économies développées.

Les banques étant aujourd'hui bien contrôlées, tout danger de faillites, de paniques et de retraits massifs des dépôts étant écarté grâce à une réglementation soigneusement élaborée et à l'existence de systèmes de garantie des dépôts, la question du risque systémique serait-elle réglée ? Certainement pas. On ne doit pas se contenter de constater l'efficacité du dispositif en place sans chercher à évaluer les coûts. Sinon, cela reviendrait à dire que « la protection contre le risque systémique n'a pas de prix ». Cette efficacité n'aurait-elle pas été obtenue au prix d'une tolérance excessive vis-à-vis de certaines pratiques anti-concurrentielles des banques, par exemple dans la facturation de leurs services ? Par ailleurs, la protection contre le risque systémique est un travail de Sisyphe car l'innovation permanente, qui complique l'évaluation des risques et en crée de nouveaux, est l'un des traits majeurs des systèmes financiers modernes (Goodhart, 2004). L'efficacité passée du système ne garantit pas qu'il est à toute épreuve.

La présentation qui suit commence par résumer les principaux enseignements de l'analyse économique du risque et des crises systémiques tout en soulignant aussi les limites de nos connaissances sur le sujet (section 1). La structure et les éléments de la panoplie « *anti-crise* » systémique (section 2) et du dispositif de prévention contre le risque systémique (section 3) des économies modernes ont l'objet d'un traitement comparable qui en fait ressortir l'efficacité sans en ignorer les faiblesses. L'analyse académique et institutionnelle développée dans les trois premières sert de base à l'analyse du risque systémique et de l'activité bancaire au stade actuel du cycle du crédit (section 4).

Modélisation du risque et des crises systémiques

Que savons-nous sur le risque systémique ? Défini de manière très générale, le risque systémique correspond à «*un événement soudain et généralement inattendu (qui) secoue les marchés financiers et les empêche d'acheminer efficacement le flux de capitaux là où les opportunités d'investissement sont les meilleures* » (F. Mishkin). Lorsque cela se produit, les entreprises et les investisseurs particuliers, à court de fonds, cessent d'investir ou de dépenser, et il s'ensuit un ralentissement de l'activité économique voire même une récession. Ces enchaînements ont fait l'objet de nombreux travaux théoriques et empiriques ce qui a considérablement amélioré nos connaissances sur le sujet. Mais des zones d'ombre subsistent.

Qu'est-ce que le risque systémique ?

De façon générale, les banques sont exposées à trois grands types de risque :

- *Le risque de crédit* (ou, pour reprendre un terme devenu courant, risque de « *défaut* ») que l'on différencie selon qu'il est dû à la situation particulière d'une entreprise ou au cycle économique. Les banques peuvent se protéger contre le risque de crédit micro-économique en jouant sur les grands nombres tout en se montrant plus efficaces grâce à leur meilleure information sur les emprunteurs. En revanche, la protection contre le risque de crédit macro-économique est, par nature, beaucoup plus délicate, voire même impossible dans les cas extrêmes où les faillites se multiplient dans l'économie.
- *Le risque de taux* correspond au caractère aléatoire des revenus et des rendements associé aux variations des taux d'intérêt ; si une banque possède plus de dettes sensibles aux taux d'intérêt que d'actifs de même nature, une hausse des taux d'intérêt réduit son profit alors qu'une hausse des taux l'augmente. Une forte hausse des taux d'intérêt, si elle est inattendue, peut mettre en difficulté les banques trop exposées à ce risque.
- *Le risque de marché* : Les banques gèrent les risques de crédit et de taux par des opérations sur les marchés de produits dérivés où elles échangent différents instruments (contrats financiers à terme, options sur instruments de dette, swaps de taux d'intérêt, etc.). Elles effectuent aussi divers types d'opérations – certaines de nature spéculative - sur le marché des changes. Toutes ces activités de marché, bien que hautement profitables, sont dangereuses. Un problème spécifique à la gestion de ces activités réside dans le fait que les courtiers qui effectuent des opérations sur les marchés peuvent être incités à prendre des risques excessifs.

Dans quel cas les risques bancaires changent-ils de nature et deviennent-ils « *systémiques* » ? Donner une définition précise de ce qualificatif n'est pas facile. Dans un article qui sert aujourd'hui de référence sur le sujet, Olivier De Bandt et Phillip Hartman (2002) passent en revue les nombreuses définitions qui en sont données dans les travaux théoriques et empiriques des économistes. Cela les conduit à proposer une distinction entre :

- *le risque systémique au sens étroit* correspondant à la probabilité d'un choc idiosyncrasique – publication de « *mauvaises nouvelles* » sur une institution financière, voire même l'annonce de sa faillite ; chute des cours sur un marché financier – à l'origine d'un phénomène de contagion avec des effets négatifs sur une ou plusieurs autres institutions financières ou marchés ;
- *le risque systémique au sens large* correspondant à la probabilité d'un choc macro-économique – publication d'informations déclenchant un effet sur l'ensemble de l'économie – ayant des effets sur un nombre important d'institutions financières et de marchés.

Encadré 2

Le « pseudo » risque systémique

Pour Anna Schwartz (1986)*, le qualificatif « *systémique* » est abusivement utilisé. Selon elle, il faut faire une distinction entre « *le véritable risque systémique* » et « *le pseudo risque systémique* ». Le premier correspond au cas où une panique bancaire ou un krach boursier font craindre aux déposants de ne pas pouvoir se procurer de liquidités. Cela peut arriver uniquement dans l'une ou l'autre des éventualités suivantes : absence d'institution pouvant créer de la liquidité; autorités peu

familiarisées avec les pratiques permettant de faire face à ce type de situations ; doutes du public quant à l'efficacité des mécanismes prévus pour le faire.

Les autres événements – déflation ou désinflation ; faillite d'une grande institution non financière ; chute brutale des prix de certains actifs ou de certaines matières premières ; etc. - qualifiés de systémiques, n'en sont pas réellement. Ils sont certes à l'origine de pertes importantes dans certains secteurs de l'économie mais aucun ne provoque une ruée sur la monnaie centrale, le phénomène qui caractérise véritablement une crise systémique.

* Anna S. Schwartz (1986), « Real and Pseudo-Financial Crises », in F. Capie and G. E. Wood (eds) *Financial Crises and The World Banking System* », London: MacMillan Press, pp. 11-31.

En pratique, la définition suivante, proposée par la Banque des règlements internationaux est couramment utilisée : on parle de choc systémique lorsque « *un événement est à l'origine de pertes économiques importantes ou d'une perte de confiance ce qui suscite des inquiétudes sur la situation d'une partie importante du système financier, suffisamment sérieuses pour avoir des effets négatifs sur l'économie réelle* » (Groupe des Dix, BRI, Consolidation in the Financial Sector <http://www.bis.org/publ/gten05.htm>) Cette définition est stricte. Deux conditions doivent être vérifiées pour que le risque ait un aspect systémique. Il faut que : 1/ les effets de contagion viennent perturber le fonctionnement du secteur réel ; 2/ la probabilité qu'il en soit ainsi soit forte. Par conséquent, analyser le risque systémique conduit à s'intéresser successivement : 1/ aux événements systémiques, c'est-à-dire à la réalisation d'un risque micro-économique (idiosyncrasique) ou macro-économique (systématique) ; 2/ leur propagation à une partie importante du secteur financier ; 3/ leur transmission au secteur réel de l'économie.

Les événements systémiques

« *Un événement systémique, au sens étroit du terme, consiste dans la publication de mauvaises nouvelles sur la situation d'une institution financière, pouvant même aller jusqu'à l'annonce de sa faillite, ou dans un krach sur un marché financier ce qui conduit à des réactions en chaîne avec des effets négatifs considérables sur une ou plusieurs autres institutions ou sur des marchés financiers, c'est-à-dire leur faillite ou leur krach* » (De Bandt et Hartman, op. cit.). L'histoire économique nous apprend que la plupart des crises financières aux États-Unis ont commencé par la détérioration du bilan des banques, une forte hausse des taux d'intérêt (souvent provoquée par une hausse des taux d'intérêt à l'étranger), une chute importante du marché boursier et un accroissement de l'incertitude résultant de la faillite d'une importante firme financière ou non financière (Ohio Life Insurance & Trust Company en 1857, Northern Pacific Railroad et Jay Cooke & Company en 1873, Grant & Ward en 1884, National Cordage Company en 1893, Knickerbocker Trust Company en 1907, Bank of the United States en 1930. Des cas comparables se sont produits également dans les autres pays (par exemple, en Angleterre Overend Gurney en 1866 et Barings en 1890 et, en France, Union générale en 1882 et Banque nationale de crédit en 1932 en France). Aujourd'hui, différentes raisons non exclusives peuvent être à l'origine d'une crise bancaire généralisée : une libéralisation excessive du secteur², un choc négatif spécifique (par exemple, un choc boursier ou l'éclatement d'une bulle immobilière) ou une ruée sur les dépôts (plus rarement dans les pays développés).

Le désordre systémique : la contagion dans le secteur financier

Les paniques bancaires sont l'une des manifestations du risque systémique. La théorie économique les explique en partant des fonctions essentielles assurées par les banques dans une économie : elles gèrent le système des paiements et transforment des prêts à très court terme (dépôts à vue) en prêts à long terme risqués (prêts à long terme aux entreprises finançant des projets d'investissement par exemple) ; cette

² A. Demirgüç-Kunt et E. Detragiache (1998) soulignent le lien entre libéralisation du secteur et crise bancaire dans « *Financial liberalisation and financial fragility* », document de travail du RMI, mars.

transformation est utile puisque les individus ne pourraient pas immobiliser leur épargne sur ces actifs illiquides. Une banque qui a fait de mauvais prêts peut se retrouver insolvable (sa dette, égale aux dépôts, étant supérieure à ses créances réelles). Imaginons qu'il n'y ait pas de filet de sécurité pour le système bancaire de type garantie des dépôts. Les clients de la banque perdent l'argent qu'ils y ont déposé et les clients des autres banques commencent à s'inquiéter pour leurs dépôts. Dans la mesure où les premiers à demander le remboursement de leurs dépôts sont les premiers servis, les clients qui se précipitent à leur banque récupèrent leurs avoirs, tandis que les suivants encourent des pertes importantes. Lorsqu'un premier établissement bancaire fait faillite, les clients des autres banques ont souvent tendance à s'empresser de retirer leurs dépôts, provoquant une ruée sur les banques. En raison des prêts interbancaires, cela peut provoquer de sérieuses difficultés pour le système de paiements. Le retrait massif des dépôts peut ainsi conduire d'autres établissements bancaires à la faillite. L'effet boule de neige peut affecter un pan important du système bancaire. Certes, la menace du risque systémique, dans la mesure où elle est crédible, contribue à discipliner le comportement des banquiers et les oblige à des efforts pour accorder des prêts de qualité. Mais, lorsque cette menace se réalise, cette forme de contrôle à des coûts considérables pour des raisons d'efficacité (dysfonctionnement du système de prêts) comme de justice distributive (perte des économies des petits épargnants).

Encadré 3

Comment la théorie économique explique-t-elle les paniques bancaires ?

On distingue dans la théorie économique deux grandes catégories de modèles pour expliquer les paniques bancaires.

Dans la lignée de Diamond et Dybvig (1983), une première catégorie de modèles s'intéresse à l'instabilité des banques individuelles dans un système de réserve fractionnaire. Les banques y transforment des dépôts à court terme en investissements à long terme, avec une prime de liquidité, alors que les déposants font face à une externalité de remboursement en raison de l'existence d'une contrainte de service séquentiel (les retraits de dépôts se font conformément à une règle, premier arrivé, premier servi) et il n'y a pas de marché pour les investissements effectués par les banques. Une partie des clients des banques enregistrent un choc de liquidité et souhaitent retirer leurs dépôts rapidement. L'élément important ici est que la crainte de la multiplication de retraits préventifs par un nombre très important de déposants soit à l'origine d'une ruée aux guichets qui constitue une prophétie auto-réalisatrice (« tache solaire »). En raison du caractère aléatoire des retraits préventifs, une autre interprétation possible de ce type de modèles est que les ruées bancaires constituent des phénomènes aléatoires (dans le modèle de Diamond et Dybvig, la fonction des banques est de fournir des services de liquidité aux déposants en cas de chocs).

Dans la seconde catégorie de modèles, les ruées aux guichets sont causées par la publication de nouvelles informations sur la viabilité des investissements effectués par les banques. Gorton (1985) montre que, dans une situation où l'information est complète, des ruées aux guichets peuvent être rationnelles et efficaces. Dans une situation d'information imparfaite, un bruit peut parfois être à l'origine de ruées rationnelles mais inefficaces.

En pratique, quels sont les facteurs susceptibles de déstabiliser l'ensemble du système bancaire en cas de faillite d'un établissement ? Trois sont mis en avant :

- (i) *La concentration* : plus forte est la concentration du portefeuille de prêts d'une banque sur une entreprise, un secteur d'activité, un pays donnés, plus grand est le risque d'effondrement de l'établissement en cas de défaillance de cet emprunteur ou d'un groupe d'emprunteurs. Moins les relations d'une banque sont diversifiées, plus elle est vulnérable à un choc.
- (ii) *L'homogénéité* : la faillite d'une banque entraîne celle d'autres établissements si leur clientèle conclut à leur grande homogénéité. Dans ce cas, il y a un risque de panique bancaire. Certes, les déposants peuvent se tromper. Mais ils ne peuvent y voir clair que s'ils ont largement accès à des informations fiables sur la situation des banques. Moins ces informations sont abondantes, plus il est difficile pour les

déposants, les créanciers et les contreparties de distinguer entre les « bonnes » et les « mauvaises » banques.

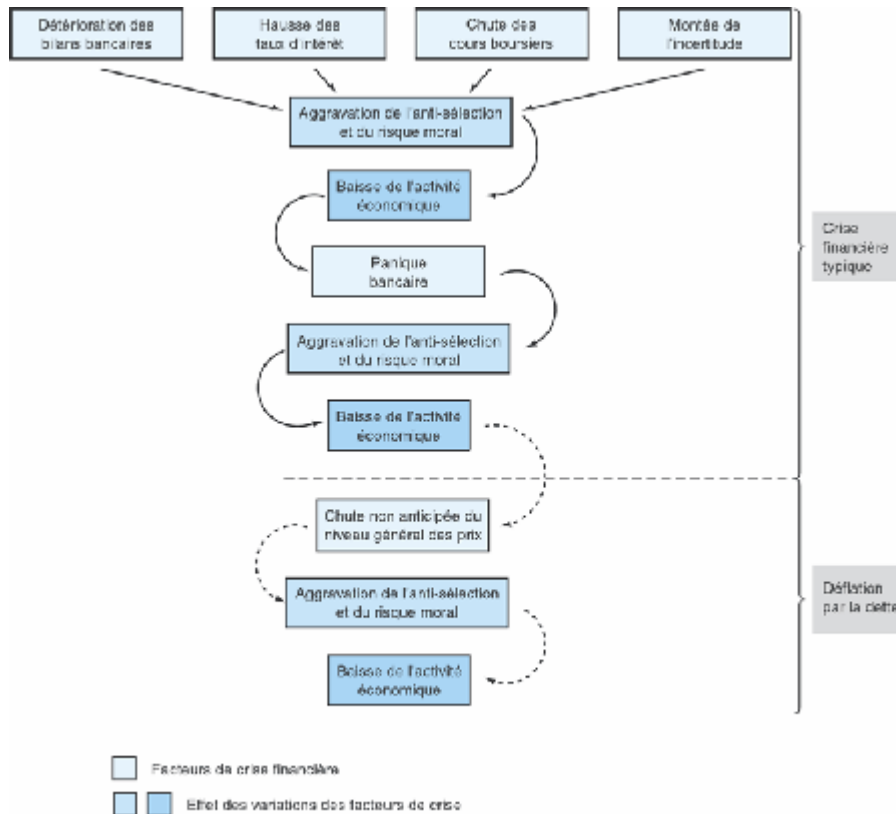
(iii) L'information et les relations : L'étendue des relations entre les différentes institutions financières est le dernier facteur qui détermine la gravité d'une menace systémique. Si les autorités peuvent se désintéresser de la débâcle d'une banque qui fait cavalier seul et entretient peu de relations avec les autres établissements, elles ne peuvent pas adopter cette attitude de douce insouciance si la banque en question est un intervenant important sur un marché déterminé, un gros bailleur de fonds pour d'autres banques ou une courroie de transmission majeure dans les systèmes de paiements et de règlements.

Le désordre systémique : la contagion à l'économie réelle

Comme cela est souligné dans sa définition, une crise prend un caractère systémique quand elle touche le secteur réel de l'économie. La transmission se fait par plusieurs canaux principaux. *(i)* Des perturbations dans le système des paiements peuvent provoquer des faillites de firmes solvables mais illiquides. *(ii)* L'effondrement du prix des actifs résultant d'une pénurie de liquidités sur les marchés peut être à l'origine de difficultés financières sérieuses de ménages ou d'entreprises et d'un ralentissement de l'activité économique provoqué par une diminution de la richesse et une plus grande incertitude. *(iii)* En outre, cet effondrement est à l'origine de perturbations sur le marché du crédit où les problèmes d'anti-sélection et d'aléa de moralité se posent avec plus d'acuité ce qui se traduit par forte contraction des fonds disponibles pour financer des projets d'investissement rentables. En effet les relations de longue date nouées entre des banques en difficulté et leurs clients peuvent alors être interrompues. Si c'est le cas, ceux-ci doivent rechercher de nouvelles sources de financement. Or les banques qui continuent leur activité peuvent être réticentes à prendre des risques avec de nouveaux emprunteurs. Il y a alors un risque de cercle vicieux. La dégradation de la situation des banques les conduit à devenir plus restrictives dans la distribution de crédit. Les emprunteurs, privés de financement, sont alors eux-mêmes en difficulté, et il y a hausse du nombre de défaillances dans l'économie. Cela implique des pertes additionnelles pour les banques, un recul de la croissance, et un nouveau renforcement de la contraction du crédit. La théorie économique moderne propose des analyses approfondies de ces différents canaux de transmission. Mais il ne faudrait pas croire que notre connaissance des mécanismes de la crise systémique est telle aujourd'hui que nous n'avons plus à la craindre.

Figure 1 : Le déroulement d'une crise d'une crise systémique classique

Source : Mishkin, Bordes, Lacoue-Labarthe et Hautcoeur (2004) p. 222



© Pearson Education France

Les limites de la modélisation actuelle de la fragilité systémique

La théorie économique actuelle de la fragilité systémique est beaucoup moins avancée que la théorie économique de la politique monétaire. Même si la politique monétaire reste un art, les banques centrales disposent aujourd'hui d'une batterie de modèles très élaborés pour étayer leurs analyses et leurs décisions³. Mais, comme le souligne Charles Goodhart dans la conférence Per Jacobsson qu'il a prononcée en 2004, on ne dispose pas de modèles de stabilité financière aussi élaborés. Les principales insuffisances des modèles disponibles actuellement tiennent à ce que « *la quasi-totalité des techniques quantitatives mesurant les risques ne s'appliquent qu'aux établissements (bancaires) pris séparément, et non à l'ensemble du système bancaire... Presque par définition, ces techniques ne permettent pas de mesurer les interactions ni les effets de contagion entre banques* » (Goodhart, 2004). Des améliorations apparaissent nécessaires dans trois domaines : il faudrait prendre en compte le caractère incomplet des marchés - car, si les marchés sont complets, il n'y a pas besoin d'intermédiaires financiers - ainsi que l'hétérogénéité des banques - car si les banques sont homogènes, tous les risques de contagion ne sont pas pris en compte - ; il faudrait aussi qu'ils expliquent les défaillances., or « *la plupart des macro-modèles partent du principe qu'il n'y a jamais de défaillance bancaire, et considèrent que toutes les dettes sont remboursées à l'échéance finale. Cette hypothèse n'a nullement sa place dans un modèle de risque systémique* ». Aussi longtemps que la théorie économique n'aura pas réalisé d'avancées importantes dans ces trois directions, les analyses de la stabilité financière manqueront de fondements théoriques très solides et resteront plus descriptives qu'analytiques.

³ Une présentation d'ensemble des différents modèles utilisés est proposée par la Banque d'Angleterre (2000), « *Economic Models at The Bank of England* », <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/beqm/modcobook.htm>

La « panoplie anti-crise systémique »

Pour éviter que les enchaînements que l'on vient de voir plongent l'économie dans la récession, les pouvoirs publics disposent d'une « *panoplie anti-crise systémique* ». Leur intervention vise à circonscrire la crise aux seules banques touchées par un choc afin d'éviter tout effet domino et une crise de confiance généralisée. Elle se fait à plusieurs niveaux d'intervention : 1/ la mise en place d'un système de garantie des dépôts permet d'éviter les paniques ; 2/ en cas de crise de liquidité, la banque centrale assure le rôle de prêteur en dernier ressort ; 3/ en cas de problème de solvabilité, des fonds publics peuvent être injectés. Mais, si ces filets de sécurité permettent d'endiguer le risque systémique, ils ont des inconvénients. Comme tout système d'assurance, ils créent un problème d'aléa de moralité. Lorsqu'un établissement financier sait que les pouvoirs publics interviendront pour le tirer d'embarras, il a tendance à prendre des risques plus importants. Ainsi le filet de sécurité peut avoir un effet contraire au but recherché : il peut encourager la prise de risques et, ce faisant, accroître le risque systémique plus probable et fragiliser le système financier.

La garantie des dépôts

Les coûts des paniques bancaires ont conduit à la création de l'assurance (privée ou publique) des dépôts. Si les dépôts des clients sont protégés en cas de faillite bancaire, les épargnants n'ont plus besoin de se précipiter au guichet lorsqu'ils sont inquiets pour la santé de leur banque : ils récupéreront 1 € pour 1 € quoi qu'il arrive. Par conséquent, la garantie des dépôts peut prévenir la ruée sur les banques et le phénomène de panique. Les Etats-Unis ont eu largement recours au système de garantie des dépôts pour prévenir les risques systémiques dans leur système bancaire atomisé. Le FDIC, l'organisme fédéral de garantie des dépôts bancaires et le FSLIC, l'organisme fédéral de garantie des dépôts auprès des caisses d'épargne, ont tous deux été créés en 1934, au terme de la plus grave période d'instabilité de l'histoire bancaire américaine⁴. D'autres pays, dont le secteur bancaire était plus concentré, ont plutôt utilisé la solution du prêteur en dernier ressort (voir infra) pour venir en aide aux banques en difficulté. Dans ces pays, la création des dispositifs de garantie de dépôts a obéi plutôt à un motif de justice distributive, à savoir protéger les déposants et non pas maintenir le système bancaire à flot. Jusqu'aux années quatre-vingt, la garantie publique des dépôts a fonctionné comme prévu. Aux Etats-Unis, entre l'instauration du FDIC et le début des années quatre-vingt, en moyenne seulement une quinzaine de banques commerciales ont fait faillite chaque année la tendance a été largement comparable dans le secteur des caisses d'épargne.

Encadré 4

Les Fonds de garantie des dépôts dans le monde

Un système national de garantie des dépôts a été conçu et pris en charge par l'État fédéral aux États-Unis en 1934 quand fut créée le FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*). Au cours des trente années qui suivirent, six pays seulement adoptèrent un système comparable. La tendance s'est inversée dans les années 1960, où le nombre de pays adoptant une assurance dépôt a doublé, dépassant 70. Les systèmes publics d'assurance dépôt se sont développés à travers le monde à la suite de la prise de conscience de l'importance des problèmes bancaires provoquée par le nombre croissant de crises bancaires.

En France, le Fonds de Garantie des Dépôts, créé par la loi du 25 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière, a pour mission principale d'indemniser aussi rapidement que possible les déposants, mais dans certaines conditions et en particulier dans la limite d'un plafond de 70 000 €, lorsque l'établissement auquel ils ont confié leurs avoirs ne peut plus faire face à ses engagements. Il peut aussi intervenir à titre préventif pour permettre la disparition ordonnée d'un établissement défaillant sans que les déposants ne soient lésés par cette défaillance (<http://www.garantiedesdepots.fr/spip/index.php3>).

Le développement des systèmes d'assurance dépôt a-t-il amélioré la prévention des crises bancaires ? Il semble que non. Des recherches menées par la Banque mondiale montrent qu'en moyenne, l'adoption d'un système public d'assurance explicite des dépôts s'accompagne d'une moindre stabilité bancaire et

⁴ Mais le premier système d'assurance des dépôts n'est pas celui des Etats-Unis, mais, semble-t-il, celui de la jeune Tchécoslovaquie (1923).

d'une plus forte incidence des crises bancaires*. De plus, il provoque une tendance à retarder le développement financier des pays. Cependant, les effets négatifs de l'assurance dépôt n'apparaissent que dans les pays dont l'environnement institutionnel n'est pas solide : absence de règles de droit, réglementation et supervision du secteur financier inefficaces alliées à une forte corruption. Par conséquent, la garantie des dépôts ne suffit pas à elle seule à protéger efficacement le système bancaire contre le risque systémique. Un bon environnement institutionnel est nécessaire pour empêcher que l'assurance dépôt incite les banques à prendre des risques excessifs.* Banque mondiale, *Finance for Growth : Policy Choices in a Volatile World*, Oxford : World Bank and Oxford University Press, 2001. cité par Mishkin, Bordes, Lacoue-Labarthe et Hautcoeur, 2004. Voir aussi Edward J. Kane et Asli Demirguc-Kunt (2001), « Deposit Insurance Around the Globe: Where Does it Work ? », NBER, document de travail N0. 8493

Le prêteur en dernier ressort

Le deuxième élément de la panoplie « anti-crise systémique » est constitué par le prêteur en dernier ressort. Cette fonction, assurée par la banque centrale, est beaucoup plus large dans les économies modernes, où elle est étendue à la liquidité de marché, qu'autrefois, où elle était limitée à la liquidité des banques.

Le rôle traditionnel du prêteur en dernier ressort

Le mécanisme du prêteur de dernier ressort peut être utilisé en cas de crise de liquidité bancaire pour prévenir une panique. Si des banques subissent des pertes sur leurs actifs liquides (crédits à court terme, titres) et si, de ce fait, ayant épuisé leurs actifs liquides ou ceux acceptés comme sûretés, elles ne peuvent pas faire face à leurs obligations (demandes de retrait des dépôts par exemple), sans vendre des actifs illiquides (capital des entreprises) ce qui désorganise l'économie, alors la banque centrale prête des liquidités aux banques en quantité suffisante pour restaurer la confiance des déposants et éviter une course aux dépôts (*bank run*), due à la contagion des comportements des déposants. Il s'agit d'une situation où les banques sont transitoirement illiquides mais non insolvables, car, dans ce dernier cas, elles ne pourraient pas être sauvées par un prêt de liquidités.

Encadré 5

Les différents points de vue des économistes sur l'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort

On distingue quatre points de vue chez les économistes sur l'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort*.

Selon l'approche classique, présentée dès le XIXe siècle par Henry Thornton et Walter Bagehot, le comportement du prêteur en dernier ressort doit respecter les règles suivantes : (i) fournir de la liquidité mais à un taux pénalisant ; (ii) afficher clairement à l'avance cette disposition ; (iii) satisfaire la demande de liquidités provenant des banques pouvant fournir de bonnes sûretés (évaluées aux prix en vigueur avant la panique) ; (iv) empêcher la faillite des banques liquides mais insolvables. Pour Milton Friedman et Anna Schwartz, dans les systèmes bancaires modernes, le respect de ces principes assurerait la stabilité des systèmes bancaires modernes même en l'absence de système de garantie des dépôts.

Selon un deuxième point de vue, développé par Goodfriend et King, l'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort devrait assurée uniquement dans le cadre d'opérations d'*open market* destinées à augmenter le montant de la monnaie centrale.

Selon un troisième point de vue, défendu par Charles Goodhart, le prêteur en dernier ressort doit pouvoir venir en aide à des banques insolvables car, en pratique, on ne peut pas distinguer l'illiquidité de l'insolvabilité : les problèmes d'illiquidité rencontrés par une banque créent immédiatement des doutes quant à sa solvabilité ; dans le cas général, la Banque centrale est confrontée à une demande immédiate de

liquidités accompagnée de doutes sur la solvabilité mais sans qu'elle sache quelle est l'ampleur du problème.

Enfin, pour les adeptes de « *la banque libre* », le prêteur en dernier ressort est inutile. Pour eux, les paniques bancaires résultent de la réglementation des activités bancaires et un fonctionnement du système bancaire dans le cadre du marché libre le mettrait à l'abri des paniques.

* Voir, par exemple, Michael D. Bordo (1990, « The Lender of Last Resort : Alternative Views and Historical Experience », *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Richmond, January / February, Volume 76/1, pp. 18-29.

L'extension à la liquidité de marché

Les banques centrales peuvent également intervenir en tant que prêteurs en dernier ressort pour prévenir un risque systémique lorsqu'un autre pan du système financier que le système bancaire se trouve menacé. Dans ces circonstances, leur rôle de prêteur en dernier ressort peut être étendu à la liquidité de marché. Cela a été le cas lors d'épisodes de crise où les banques centrales ont aidé les banques à financer des *market makers* qui se portent contrepartie des ordres. Une des plus importantes interventions de ce type a eu lieu au lendemain du krach du 19 octobre 1987 sur les marchés actions. Le 20 octobre, juste avant l'ouverture des marchés, Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale américaine, a annoncé qu'elle « *était prête à débloquer des liquidités pour soutenir le système économique et financier* ». Des liquidités ont en effet été injectées dans le système pour inciter les banques à prêter des fonds aux sociétés de Bourse qui en avaient grand besoin pour régler les comptes de marge de leurs clients (à titre d'illustration, le besoin en capitaux de Kidder Peabody et de Goldman Sachs se montait à 1,5 milliard de dollars). Le marché s'est immédiatement repris.

Dans certains cas, où la réaction de la banque centrale est très rapide, elle peut prendre la forme d'un assouplissement de la politique monétaire. La baisse des taux courts et l'injection de liquidités qui l'accompagne réduisent les coûts de refinancement des banques, soutiennent leur profitabilité et, accroissant leurs marges d'intermédiation ce qui les incitent à offrir davantage de crédit. Il y a eu deux épisodes de ce type aux Etats-Unis au cours des années quatre-vingt-dix : le premier entre 1992 et 1994 ; le second, à l'automne 1998, quand les marchés financiers américains ont été confrontés simultanément aux conséquences de la crise financière russe et de la quasi-faillite du fonds LTCM (*Long Term Capital Management*), la Fed est alors intervenue presque immédiatement pour prévenir un risque systémique en abaissant de 75 points de base le taux de l'argent au jour le jour (voir infra l'Encadré 17).

Encadré 6

La fonction de prêteur en dernier ressort en France aujourd'hui

Quel serait le dispositif d'urgence mis en place en France en cas de crise bancaire ?

L'axe Banque de France – Autorités de contrôle : Les structures et les procédures relatives à la gestion des situations de crise sont articulées sur l'axe Banque de France (BdF) - Autorités de contrôle des banques (Commission bancaire) auquel d'autres instances sont associées (infrastructures, autorités de marché et autorités gouvernementales).

Les facilités accordées en cas d'urgence : En dehors des opérations de refinancement régulières décidées par la BCE, la Banque de France peut, selon les principes convenus au sein de l'Eurosystème, être amenée à intervenir pour faire face à des besoins de liquidité en cas d'urgence (Emergency Liquidity Assistance, ELA). La BdF opérerait à ce titre en pleine coopération avec la Commission bancaire pour apprécier la situation financière des établissements de crédit concernés et éviter les risques d'aléa moral : à la demande de la Commission bancaire, mais sous sa seule responsabilité, elle peut être amenée à accorder une facilité d'urgence à une banque défaillante.

Le dispositif en cas de crise à dimension internationale : Dans le cas de crise systémique affectant plusieurs pays de la zone euro, ce dispositif fonctionnerait dans le cadre d'une coordination avec les autres banques centrales nationales (voir l'Encadré 16). Plus généralement, en cas de crise systémique à caractère international, la réaction des autorités françaises s'inscrirait dans les processus de coordination d'urgence éventuellement mis en place au niveau international.

« *L'ambiguïté constructive* » : La BdF, à l'instar d'une large majorité de banques centrales, est fidèle aux principes de l'approche de l'ambiguïté constructive. Elle ne donne pas de définitions précises des expressions « facilités d'urgence » et « prêteur en dernier ressort ».

L'injection de fonds publics

L'existence d'un filet de sécurité n'empêche pas, dans certains cas, le développement de la crise systémique jusqu'à une situation où le capital des banques est entamé par la forte augmentation du nombre d'emprunteurs défaillants. Ce fut le cas dans les pays nordiques en 1992-1993 ou encore au Japon et en Corée à partir de 1998. Dans cette situation, la réglementation – qui impose aux banques de constituer du capital en contrepartie de leurs emplois risqués – les conduit à ne plus prendre de risques même si les taux d'intérêt sont faibles : ne pouvant plus ni distribuer des crédits ni acheter de titres du secteur privé, elles se contentent généralement d'acheter des titres publics. Dans cette situation, le remède purement monétaire ne suffit pas pour sortir l'économie de la crise systémique. Comme l'ont montré les crises bancaires des années quatre-vingt-dix, la résolution de la crise réside dans le traitement réservé aux banques insolubles.

(i) *La liquidation* : Les déposants assurés sont remboursés et les actifs de la banque sont cédés pour tenter de rembourser les créanciers non assurés, y compris l'organisme de garantie des dépôts. C'est la solution qui a été retenue pour la BCCI au Royaume-Uni en 1991.

(ii) *La fusion* (ou l'adossement) : si le fonds de commerce – clientèle, employés, réseau de succursales, etc. - de la banque en faillite a une certaine valeur, un autre établissement peut souhaiter l'acheter et reprendre son passif, éventuellement avec l'aide financière de l'organisme de garantie des dépôts. C'est la solution qui a été retenue pour la Barings rachetée par ING aux Pays-Bas en mars 1995.

(iii) *La garantie publique* : la banque connaissant des difficultés poursuit ses activités en bénéficiant de la garantie de l'Etat pour ses emprunts – solution adoptée pour le Crédit Foncier en 1996 - ou en faisant sortir de son bilan les créances les plus douteuses qui sont alors placées dans une structure de cantonnement financée par l'Etat (« *défaisance* ») – solution adoptée pour les banques suédoises au début des années 1990, le Crédit Lyonnais (1993) ou encore la Banca di Napoli (1996).

(iv) *La nationalisation* : la solution la plus extrême consiste à nationaliser – au moins temporairement – la banque insoluble. Elle a été adoptée en Norvège au début des années quatre-vingt-dix quand les autorités, craignant une panique financière, ont pris le contrôle des plus grandes banques du pays.

Pour les solutions (iii) et (iv), c'est finalement le Trésor Public qui joue le rôle de prêteur en dernier ressort et la résolution de la crise systémique consiste dans l'injection de fonds publics. En Europe, celle-ci est encadrée par les dispositions communautaires relatives aux « aides d'Etat au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté » dans le respect de la législation en matière de concurrence (Encadré 7).

Encadré 7

Les dispositions communautaires encadrant l'injection de fonds publics dans les banques européennes*

La Commission considère qu'une entreprise est en difficulté lorsqu'elle est « incapable, avec ses propres ressources financières ou avec les ressources que sont prêts à lui apporter ses propriétaires/actionnaires et ses créanciers, d'enrayer des pertes qui la conduisent, en l'absence d'une intervention extérieure des pouvoirs publics, vers une mort économique quasi certaine à court ou moyen terme ». Dans la mesure où elle rentre dans le cadre étroit des conditions générales d'autorisation des

aides au sauvetage et à la restructuration d'une entreprise en difficulté, une aide d'Etat n'est pas incompatible avec le Traité. L'Etat doit « notifier » à la Commission son intention d'agir en s'engageant à lui « transmettre dans les 6 mois à compter de l'autorisation de l'aide au sauvetage, soit un plan de restructuration, soit un plan de liquidation, soit la preuve que le prêt a été intégralement remboursé et/ou qu'il a été mis fin à la garantie ». La mise en place d'un éventuel plan de restructuration est également très étroitement encadrée. Après la notification, la Commission a deux mois pour statuer et décider soit d'accepter l'aide, soit de la refuser, soit d'engager une procédure de négociation avec l'Etat membre.

En fait, deux cas sont à distinguer. La gestion de la crise est finalement assez simple lorsqu'il s'agit d'aider un établissement de crédit privé et que l'aide reste compatible avec la législation communautaire. Par contre, dans le cas d'injection de fonds publics dans une banque publique ou dont l'Etat est actionnaire, le « *market investor principle* » s'applique c'est-à-dire que la Commission doit vérifier que l'Etat vient au secours de la banque dans des conditions similaires à celles qu'appliquerait un investisseur privé dans le but d'éviter toute distorsion de concurrence. Dans la pratique, l'intervention publique est souvent mise en place bien avant la validation de la Commission Européenne, la procédure légale n'arrivant à terme que plusieurs mois après. Par exemple, au début des années 90, la première banque publique allemande, West LB (qui n'était pourtant pas en difficulté) bénéficia d'une injection de fonds publics. Suite aux plaintes formulées par les banques concurrentes, la Commission Européenne jugea l'aide contraire au Traité et demanda le remboursement des 808 millions d'euros. Après appel, le tribunal de première instance annula la décision de la Commission le 6 mars 2003, soit 13 ans après.

* Voir Ronald Feltkamp et Nicola Pesaresi (1995), « L'application des règles communautaires en matière d'aides d'Etat aux établissements de crédit », http://europa.eu.int/comm/competition/speeches/text/sp1995_045_fr.html

Les limites de la panoplie « anti-crise » systémique : l'aléa de moralité

La garantie totale des dépôts crée « *un aléa de moralité* ». On l'a bien vu lors de la crise des caisses d'épargne américaines : en 1992, près de la moitié des caisses d'épargne qui existaient au début des années quatre-vingt avaient disparu et le fonds de garantie des dépôts (*FSLIC*) a fait faillite ce qui a nécessité une aide financière de USD 150 milliards. Il s'agit d'un problème fondamental de l'activité bancaire, mais il est considérablement aggravé par la pression de la concurrence – qui par ailleurs pousse les banques à plus d'efficacité. Le banquier, protégé par les clauses de responsabilité limitée, peut être tenté de faire des prêts trop risqués : s'il est chanceux, il récupère des bénéfices importants, et s'il ne l'est pas, ses pertes sont limitées. Les déposants assurés contre le risque de faillite de leurs banquiers, ne s'intéressent qu'aux taux d'intérêt qui leur sont offerts. Les banquiers, même s'ils sont en difficulté, peuvent attirer des dépôts en proposant des conditions avantageuses et en prenant toujours plus de risques pour « se refaire ». Tout est alors en place pour une gigantesque crise de solvabilité dépassant les capacités de l'organisme d'assurance des dépôts, à l'occasion d'un choc macro-économique qui détériore les actifs des banques (Encadré 8).

Encadré 8

Le problème de « l'aléa de moralité » créé par la garantie des dépôts

Arthur Rolnik* illustre clairement le problème de l'aléa de moralité en montrant que si les actionnaires de la banque sont en mesure de couvrir le risque de leur investissement dans une banque, ou y sont indifférents car il ne représente qu'une faible part de leur portefeuille, ils souhaitent que la banque opte pour la stratégie la plus risquée possible.

Supposons qu'une personne possédant 200 000 € de disponibilités en utilise 100 000 pour ouvrir une banque qui devient membre du système d'assurance des dépôts. Supposons, en outre, que cet établissement attire 900 000 € de dépôts en offrant un taux d'intérêt légèrement supérieur à celui de ses concurrents. Les ressources de la banque s'élèvent désormais à 1 million d'euros (100 000 € de capitaux plus les 900 000 euros de dépôts). Pour les faire fructifier, le banquier se rend dans un casino et les mise en totalité sur le noir. Parallèlement, il place le reste de ses liquidités (soit 100 000 €) sur le rouge. L'investissement est très risqué pour la banque, mais pas pour l'actionnaire. Si le rouge sort, la banque fait faillite, ce qui rend nulle la valeur de son capital social. Mais le pari personnel de l'actionnaire sur le rouge, qui est gagnant, porte ses liquidités à 200 000 € et le ramène ainsi à la case départ, avant l'ouverture de la banque. En revanche, si c'est le noir qui sort, il aura perdu sa mise de 100 000 €, mais l'augmentation de la valeur du capital social de sa banque compensera cette perte et au-delà. Quant aux petits déposants, ils ne se soucient pas des activités de la banque, car leurs fonds, y compris les intérêts y afférents, sont couverts par le système d'assurance de dépôts.

Arthur Rolnik (1993), « *Market Discipline as a Regulator of Bank Risk* » in « *Safeguarding the Banking System in an Environment of Financial Cycles* », Federal Reserve Bank of Boston.

Le problème de l'aléa de moralité se pose sans doute avec une particulière acuité quand la banque est proche de la faillite en raison de ce que les économistes appellent « *le pari sur la résurrection* » : le banquier peut alors être tenté de renverser la situation en relevant la rémunération des déposants pour attirer de nouvelles ressources qu'il investit dans des investissements risqués. C'est ainsi que les caisses d'épargne américaine en difficulté ont investi des sommes considérables dans des obligations de pacotille à rendements élevés pour finalement se retrouver en faillite.

Le problème de l'aléa de moralité se pose aussi différemment en fonction de l'attitude des banques centrales et des pouvoirs publics dans l'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort. Selon Bagehot (voir l'Encadré 5), les premières doivent clairement exposer leur intention à l'avance – prêter des liquidités uniquement aux banques solvables mais illiquides et seulement à un taux de pénalité - pour dissuader les banques de prendre des risques trop élevés. Mais nombreuses sont les banques centrales qui ne le font pas. La théorie des jeux montre que cette ambiguïté peut être constructive. Encore faut-il que l'équivoque quant à l'attitude des autorités soit crédible ce qui est rarement le cas en pratique. L'attitude des pouvoirs publics qui n'hésitent pas à faire intervenir le Trésor Public comme prêteur en dernier ressort ne contribue pas à établir cette ambiguïté. L'histoire des crises bancaires montre que la liquidation et la fusion sont rarement appliquées aux banques insolvables si elles sont de grande taille. Elles font l'objet d'un renflouement par des fonds publics⁵ soit en bénéficiant de garanties de l'Etat, soit dans le cadre d'une nationalisation. Plus généralement, la « défaillance » d'une banque - même d'un petit établissement – est aujourd'hui un phénomène exceptionnel en dehors des économies émergentes (voir l'Encadré 9 ainsi que l'Annexe 1 sur les défaillances bancaires en France).

Encadré 9

Dans le monde « développé », la probabilité d'une « défaillance » bancaire est quasi nulle aujourd'hui

L'agence de notation Fitch analyse régulièrement les « défaillances » et les « faillites » bancaires dans l'ensemble des économies n'appartenant pas aux pays émergents. Pour cela elle retient les définitions suivantes :

Une banque est « défaillante » (« bank default ») s'il lui est impossible de faire face en temps voulu à ses obligations de paiement.

- Elle est dite « en faillite » (« bank failure ») si elle se retrouve dans l'une des situations suivantes : elle poursuit ses activités grâce au soutien de l'État ou du

⁵ Dans une étude effectuée portant sur cent-vingt cas de faillites bancaires dans vingt-quatre pays, principalement entre le début des années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix, Charles Goodhart et Dirk Schoenmaker établissent que deux banques défaillantes sur trois font l'objet d'un renflouement.

système de garantie des dépôts ; elle est reprise et fondue par une autre banque ; elle reste en activité après une injection de fonds par ses actionnaires.

Cette analyse est actualisée régulièrement. La dernière, qui porte sur la période 1990-2003, a été publiée au mois de mars dernier*. En voici les principaux résultats :

- La probabilité de défaillance d'une entreprise ordinaire est beaucoup plus élevée (entre trois et sept fois selon la périodicité des données retenues) que celle d'une banque ;
- Mais la probabilité de « faillite » - au sens retenu ici – d'une banque est beaucoup plus forte (environ trois fois) que sa probabilité de défaillance.
- La probabilité de « faillite » d'une banque est beaucoup plus élevée (environ douze fois) que celle d'une entreprise ordinaire.

Par conséquent, la principale conclusion qui ressort de l'étude est que, aussi longtemps que le dispositif anti-crise actuel sera maintenu, n'y aura pas de « défaillance » bancaire.

FitchRatings (2005), "Fitch Bank Failures Study : 1990-2003",
<http://www.fitchdominicana.com/noticias/ofai2903.pdf>

Dispositif de prévention contre le risque systémique

La gestion traditionnelle du risque systémique était fondée sur l'idée que le meilleur moyen de protéger l'économie contre le risque systémique est d'assurer la solidité de la banque individuelle grâce à des mesures de limitation de la concurrence et à un dispositif « *micro-prudentiel* ». Depuis quelques années, les autorités considèrent que cela n'est pas suffisant et que le dispositif « *micro-prudentiel* » doit être complété par un dispositif « *macro-prudentiel* ». Ce dispositif de prévention contre le risque systémique est loin d'être parfait. Certaines de ses insuffisances sont aujourd'hui soulignées.

La politique de limitation contre la concurrence

La plus grande instabilité du système bancaire ayant coïncidé avec le développement de la concurrence bancaire⁶, cela a tout naturellement conduit à se demander s'il n'y avait pas là plus qu'une coïncidence : la concurrence bancaire ne risque-t-elle pas de déboucher sur une situation de surcapacité et une accumulation de créances douteuses ? Les grandes crises bancaires – *Savings & Loans* aux Etats-Unis, banques scandinaves et japonaises – ont amené à le penser puisqu'elles se sont traduites par la fermeture des institutions les moins profitables et les plus risquées. Dans ces conditions, une politique de limitation de la concurrence dans le secteur bancaire, évitant l'entrée d'un nombre trop important de banques sur le marché ou encourageant les fusions, pourrait le protéger contre le risque systémique.

Un certain nombre d'études empiriques viennent étayer ce point de vue. Par exemple, Bordo, Rockhoff et Redish (1994) font une comparaison intéressante de la stabilité des systèmes bancaires américain et canadien. Elle est clairement à l'avantage du second : entre 1925 et 1980, il a été plus stable – aucune faillite contre 9 000 aux Etats-Unis entre 1930 et 1933-, tout en assurant, en moyenne, une meilleure rémunération des dépôts bancaires. Ils attribuent cette meilleure performance à la politique des autorités canadiennes qui a favorisé les fusions bancaires.

Amable, Chatelain et De Bandt (2002) ont cherché à donner à cette idée des fondements théoriques. Ils proposent un modèle théorique avec lequel ils analysent une situation où il y a des imperfections dans le fonctionnement du système bancaire : la concurrence sur le marché des dépôts est imparfaite en raison d'une différenciation horizontale (les services offerts varient d'une banque à l'autre) et les banques sont

⁶ Pour une analyse approfondie de la concurrence bancaire, nous renvoyons à la contribution présentée par Michel Dietsch dans le cadre de ce cycle de conférences.

affectées de façon identiques par un choc agrégé qui engendre des coûts de faillite pour les banques individuelles. Ils montrent que ces deux caractéristiques sont suffisantes pour qu'il y ait un arbitrage entre concurrence et stabilité bancaires : une plus forte concurrence accroît la rémunération des déposants mais réduit les profits bancaires ce qui augmente le risque de faillites bancaires et les pertes qui leur sont associées.

Tout cela peut expliquer que les autorités aient fait preuve d'une certaine tolérance vis-à-vis de pratiques anti-concurrentielles des banques. Par exemple, elles ont pu pratiquer des tarifs élevés sur les différents services offerts à leur clientèle (notamment sur les services de paiement) ou arranger à leur avantage le système des dates de valeur. De telles pratiques leur ont fourni des sources de revenu importantes et contribuent, sans aucun doute, à leurs bons résultats actuels.

Le dispositif « micro-prudentiel »

La mise en place d'un filet de sécurité visant à empêcher les enchaînements dévastateurs de la crise systémique s'accompagne de celle d'un dispositif de réglementation et de surveillance au niveau de la banque individuelle destiné à assurer sa résistance contre les chocs systémiques.

La réglementation

Les autorités de tutelle imposent aux banques le respect d'une réglementation limitant le niveau de risque autorisé⁷.

En premier lieu, elles peuvent restreindre la gamme des actifs que les établissements financiers sont habilités à détenir et les activités qu'ils peuvent exercer. Ainsi, dans de nombreux pays, les établissements bancaires ne peuvent détenir d'actions ordinaires, qui sont considérées comme trop risquées, ni exercer des activités étrangères au métier de la banque proprement dit.

En deuxième lieu, la diversification des actifs bancaires est encouragée afin de réduire le risque sur le bilan global, par le biais par exemple de restriction sur les montants qu'elles peuvent prêter à un seul et même client (Encadré 10).

Encadré 10

La concentration des risques dans les banques européennes est-elle inquiétante ?

Une étude de Standard and Poor's, publiée à l'automne 2004, montre donc que la concentration des risques que les banques européennes détiennent auprès de grands clients - sous forme de crédits et d'actions - est élevée : en moyenne, la somme des engagements auprès de leurs vingt premiers clients représentent 8 % de leurs fonds propres. (À noter que l'étude a cependant ignoré les garanties que les établissements ont négocié pour se protéger d'éventuels défauts de paiement)*.

Chacun de ces 20 risques représente, en moyenne, 40 % du résultat d'exploitation de ces grandes banques, avant provisions. Il suffirait ainsi qu'un de ces clients fasse faillite pour que la banque perde près le moitié de son résultat brut d'exploitation - en supposant, cependant, qu'elle doive renoncer à 100 % de ses engagements. Selon l'étude, « *le niveau élevé de concentration de ces risques en Europe [par rapport aux Etats-Unis et à l'Asie] est dû au rôle central des banques dans le financement de l'économie et au fait que beaucoup de grandes entreprises sont encore très endettées* ». Le profil des banques compte aussi : « *Plus leur activité est tournée vers les entreprises, plus leurs risques sont concentrés.* »

L'analyse des situations nationales révèle de fortes disparités. En Allemagne, les *Landesbanken* sont très exposées : leurs engagements auprès de leurs 20 premiers

⁷ Pour une analyse approfondie de la réglementation bancaire, nous renvoyons à la contribution présentée par Dominique Lacoue-Labarthe dans le cadre de ce cycle de conférences.

clients représentent 15 % de leurs fonds propres. C'est le plus mauvais score. En Italie, la situation est à peine meilleure, avec un niveau d'exposition de 11 %. En revanche, la situation est meilleure en France, avec un taux de 6 %, semblable à celui de la Grande-Bretagne. *« Les banques françaises ont certes une forte culture de crédit, qui les conduit à se concentrer sur quelques grands clients individuels, mais elles ont diversifié leurs activités dans la banque de détail. Le modèle semble efficace. »*

Selon l'étude, l'exposition globale des banques européennes au risque de paiements est inquiétante et elles devraient faire preuve de davantage de prudence. *« S'il est vrai qu'à chaque fois qu'une grande entreprise a été en difficultés en Europe, les crises ont été bien gérées, les banques ne doivent pas considérer le risque de défaut de paiement comme théorique. La situation de certaines grandes entreprises (...) doit inciter à la prudence. Il n'est pas sain de conserver des niveaux de concentration de risques aussi élevés. »* L'affaire Parmalat montre bien les dangers encourus : elle a coûté cher aux grandes banques italiennes (plus de 25 % d'une année de provisions, en moyenne). Les auteurs de l'étude estiment qu'en la matière la réglementation européenne - qui autorise une banque à prêter jusqu'à 25 % de ses fonds propres totaux à une même entreprise - est trop laxiste : *« Parmalat n'était pas un grand risque au sens de la réglementation européenne ! »*.

* « La concentration des risques dans les banques européennes inquiète Standard and Poor's », Le Monde, 26 octobre 2004).

En troisième lieu, les établissements financiers doivent détenir un montant minimum de fonds propres qui dépend souvent du degré de risque de leur activité. Lorsque l'on impose à un établissement financier de détenir des fonds propres importants, il a plus à perdre en cas de faillite, et il tend à se cantonner à des activités moins risquées. Si, au milieu des années 1980, les banques étaient faiblement capitalisées et la faillite de l'une d'entre elles pouvait mettre à mal l'ensemble du système financier, ce n'est plus le cas aujourd'hui grâce aux initiatives du Comité de Bâle. Tout d'abord, le respect du ratio Cooke - qui oblige les banques à respecter un ratio de capital d'au moins 8% - s'est généralisé et sa définition a été affinée afin de prendre en compte les différentes variétés de capital et de risques présentés par les différents types d'actifs. Les principes de Bâle 2 sont venues renforcer ce dispositif de sorte qu'aujourd'hui la solidité des banques apparaît mieux assurée.

En quatrième lieu, les établissements financiers sont tenus de suivre des normes comptables et de communiquer aux autorités toutes sortes d'informations sur les risques qu'ils encourent et sur la qualité de leur portefeuille d'actifs.

La surveillance

La réglementation bancaire ne suffit pas à elle seule à limiter le risque systémique et à garantir la bonne santé des établissements financiers qu'elle cherche à protéger. En effet, ceux-ci peuvent tenter d'y échapper. Aussi les autorités exercent-elles une surveillance consistant à soumettre les établissements financiers à des contrôles périodiques, sur place et à distance, afin de vérifier qu'ils détiennent des fonds propres suffisants et qu'ils respectent toutes les dispositions réglementaires limitant la prise de risques.

La surveillance des établissements financiers s'oriente depuis plusieurs années vers les dispositifs de gestion des risques mis en place par ces établissements eux-mêmes. Dans un environnement où l'innovation crée de nouveaux marchés et de nouveaux instruments financiers permettant d'assumer des risques majeurs en un laps de temps extrêmement court, il ne suffit plus de contrôler la qualité du bilan d'un établissement à un moment donné.

Aujourd'hui, un établissement financier en bonne santé peut subir des pertes résultant d'opérations de marché qui l'acculeront à la faillite en un temps record (voir la débâcle de la banque britannique Barings en 1995). Les audits qui se contentent de donner une image instantanée de la situation d'une banque ne permettent pas de savoir si elle se trouvera confrontée à un risque excessif à très court terme. C'est pourquoi désormais, dans de nombreux pays, les autorités de surveillance attribuent une note séparée pour la gestion des risques. Ces notations déterminent en grande partie la bonne santé financière des établissements.

Les dangers du laxisme

Pour limiter le risque systémique, l'existence de la réglementation et de la surveillance bancaires ne suffisent pas. Tout dépend de leur application. Les autorités ont parfois permis à des établissements devenus insolubles de continuer d'exercer leur activité grâce à une application laxiste des règles en vigueur. Par exemple, dans les années 80, les autorités américaines ont autorisé les caisses d'épargne (*Savings and Loan, S&L*) à inclure dans le calcul de leurs fonds propres une part importante d'actifs immatériels, ce qui a eu pour effet d'abaisser considérablement leurs obligations en la matière et de permettre à des établissements insuffisamment capitalisés de poursuivre leurs activités. Or, comme cela a déjà été souligné, de tels établissements sont prêts à prendre des risques excessifs : en prenant beaucoup de risques, ils peuvent espérer se sortir d'affaire alors qu'ils ont peu à perdre dans l'hypothèse où les choses tourneraient mal. Ce raisonnement a conduit les *S&L* à risquer des montants extrêmement importants sur leurs portefeuilles de prêts, ce qui a coûté plus de 100 milliards de dollars aux contribuables américains.

Le dispositif « macro-prudentiel » : surveillance et maintien de la stabilité financière

Les grandes crises financières des années 1990, notamment la crise asiatique de 1997, ont mis en lumière le rôle des facteurs macroéconomiques dans le déclenchement des crises. La récession de 1993 en France, en Allemagne et en Italie a entraîné une dégradation de la qualité des créances des établissements bancaires et une montée des provisions. Aussi, est-il apparu nécessaire de compléter le dispositif « *micro-prudentiel* » de gestion du risque systémique par un dispositif « *macro-prudentiel* » dont les banques centrales sont généralement chargées (Borio, 2003). Cette gestion macro-économique du risque systémique est devenue l'une des principales fonctions des instituts d'émission comme en témoigne la publication régulière des revues qu'elles lui consacrent afin d'assurer la transparence de leur action dans ce domaine. Dans un avant-propos au premier numéro de la *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France, daté de novembre 2002, M. Jean-Claude Trichet (2002) propose de la définir « *comme l'état du système financier lorsque n'y apparaissent pas de perturbations systémiques : constitution de bulles financières ou implosion de telles bulles, volatilité excessive des prix d'actifs, diminution anormale de la liquidité sur certains segments de marché, interruptions dans le fonctionnement des systèmes de paiement, emballlements ou rationnements excessifs du crédit, défaillances d'institutions financières, etc* ». Par conséquent, s'attacher à la stabilité financière est une autre façon de s'intéresser au risque systémique et de l'évoquer. L'assurer par la surveillance « *macro-prudentielle* » consiste à suivre les évolutions conjoncturelles et structurelles sur les marchés financiers pour y déceler d'éventuels signes avant-coureurs d'instabilité⁸. Cela consiste aussi à effectuer des tests de résistance (« *stress tests* ») pour évaluer la solidité des systèmes bancaires nationaux.

Dans sa définition la plus simple, un test de résistance évalue la sensibilité d'un portefeuille à un choc donné en mesurant les variations de sa valeur sous l'effet de changements dans les facteurs de risque sous-jacents. Les changements qui sont pris comme hypothèse sont en général suffisamment importants pour soumettre le portefeuille à des tensions (ils sont considérés comme exceptionnels), mais pas au point de paraître invraisemblables. Autrement dit, ils visent à mettre les systèmes bancaires à l'épreuve de chocs exceptionnels mais plausibles. Initialement conçus pour les pays émergents, ces tests de résistance s'étendent aujourd'hui aux pays développés. Ils sont utilisés pour mesurer la sensibilité de l'ensemble du système bancaire aux chocs les plus fréquents (chocs sur les taux d'intérêt, le taux de change, le crédit, les cours de actions, la volatilité, la liquidité et les produits de base). Ils commencent par l'identification des vulnérabilités spécifiques des banques nationales et se poursuivent par la construction de scénarios dont sont mesurés les conséquences sur les bilans et les comptes d'exploitation bancaires. Ils se terminent par l'analyse des effets secondaires et des liens entre institutions à l'aide de modèles de contagion, qui

⁸ On trouvera sur le site de la Banque d'Angleterre une présentation par Philip Davis des principaux indicateurs utilisés par les banques centrales dans le cadre de la surveillance « macro-prudentielle » à l'adresse suivante : <http://www.bankofengland.co.uk/education/CCBS/ls/lshb02.htm>

cherchent à estimer l'effet de la défaillance des grandes banques sur les autres et, de là, sur l'ensemble du système bancaire⁹.

Encadré 11

Les résultats des tests de résistance effectués pour le système bancaire français

Après le Japon en 2001, le Royaume-Uni en 2002 et l'Allemagne en 2003, la France a été le quatrième grand pays du G10 à effectuer des tests de résistance pour évaluer la robustesse de son système bancaire. Ce travail a été fait par la Banque de France, et la Commission bancaire en collaboration avec le Fonds Monétaire International*. En raison de l'imbrication des activités de banque et d'assurance en France, ces autorités de tutelle ont pris en compte, dans leur étude, les banques et leurs filiales d'assurance. Les exercices ont été menés de façon indépendante par les sept principaux groupes bancaires, qui représentent plus de 60 % du produit net bancaire en France et 80 % du total des actifs en 2003. Ils consistent dans l'analyse par scénarios des conséquences d'un certain nombre de chocs macroéconomiques de grande ampleur :

- *un scénario de récession économique prolongée* (deux ans) marquée par un surendettement des ménages et des entreprises suite à un développement accéléré du crédit bancaire, suivi de faillites en chaîne dans le secteur productif puis d'un accroissement des créances douteuses et des faillites des établissements bancaires ; ce choc aurait pour effet de dégrader la qualité de leurs actifs bancaires et de réduire fortement leurs profits (- 38,5 % sur deux ans) entraînant une baisse de deux points de leur ratio de solvabilité des banques (selon la méthode de Bâle II) mais sans que cela les rende trop fragiles en raison de la valeur élevée de celui-ci (12 %).

- *un scénario de crise de change* – dépréciation de 32 % en moyenne pendant deux ans du dollar par rapport à l'euro - *ou de choc pétrolier* – augmentation du le prix du pétrole de près de 50 % pendant deux ans également ; il en ressort que cela aurait "des effets plus limités sur les résultats nets et sur le ratio de solvabilité".

* Olivier De Bandt et Vichett Oung (2004), « Bilan des « stress tests » menés sur le système bancaire français », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, novembre, pp. 55-72.

Les limites du dispositif de prévention actuel

Deux aspects du dispositif actuel de prévention actuel contre le risque systémique font l'objet de critiques : le régime dérogatoire appliqué en matière de concurrence aux banques afin de renforcer leur solidité est jugé parfois excessif ; le dispositif « *micro-prudentiel* » se voit reprocher un caractère fragmentaire et « *procyclique* ».

Les tensions avec la politique de concurrence

L'objectif de protection du système bancaire contre le risque systémique conduit les autorités à le protéger contre la concurrence dans le cadre des frontières nationales. Il en est largement ainsi en Europe où six ans après le lancement de l'euro, l'on constate que les fusions bancaires transfrontalières restent rares.¹⁰. La prise de position récente de la Banque centrale d'Italie, par la bouche de son gouverneur Antonio Fazio, en faveur de « *l'italianité* » des banques montre jusqu'où le souci de protection du système bancaire peut conduire les autorités nationales (voir l'Encadré 12). L'Italie n'est pas le seul pays de

⁹ Hilbers et Jones (2004) donnent une présentation générale des tests de résistance.

¹⁰ Voir The Economist, « *Open wider* », 19 mai 2005.

l'Union européenne à résister aux prises de participation étrangères dans les banques nationales¹¹. Les contradictions entre cette attitude et les objectifs poursuivis par les autorités chargées de la politique de concurrence sont de plus en plus évidentes. Celles-ci, préoccupées par un certain manque de transparence de la tarification bancaire et très soucieuses du respect des intérêts des utilisateurs de services bancaires (consommateurs et entreprises), tolèrent de moins en moins ce type de comportement.

Encadré 12

La Banque d'Italie défend « l'italianité » des banques

Depuis quelques semaines, deux banques italiennes, BNL et Banca Antonveneta, sont devenues la cible d'offres d'achat lancées par l'espagnol BBVA et le néerlandais ABN Amro*. Le 28 avril, la Commission a donné son feu vert, estimant que ces prises de contrôle ne posent pas de problème. Pour faire barrage au projet d'ABN Amro, la Banque d'Italie aurait incité la Banca Popolare di Lodi (BPL) à voler au secours de Banca Antonveneta. En outre, tout en donnant son aval à l'opération le 14 mai, la Banque d'Italie a exigé de la BBVA qu'elle détienne au moins 50 % de la BNL pour en prendre le contrôle.

* Voir Le Monde, « Bruxelles critique le protectionnisme italien dans le secteur bancaire », 27 mai 2005.

Les insuffisances du dispositif micro-prudentiel actuel

Dans sa conférence Per Jacobsson, Charles Goodhart insiste non seulement, comme nous l'avons vu, sur les limites de l'analyse économique consacrée au risque et à la crise systémiques, mais aussi sur deux insuffisances du dispositif « *micro-prudentiel* » actuel et fait des propositions pour y remédier :

- Son **caractère fragmentaire** : Si l'on regarde son évolution au cours des dernières décennies, on observe que les autorités de contrôle se sont d'abord intéressées à la liquidité - en fixant divers coefficients de liquidité -, avant de privilégier les ratios de fonds propres, en mettant l'accent sur la couverture du risque de crédit et d'autres risques opérationnels. Le pendule serait remonté trop loin. En effet, l'imposition de coefficients de liquidité aurait des fondements théoriques plus solides que celle de ratios de fonds propres reposant sur les risques. Elle est justifiée par le fait que le bénéfice net retiré par la banque individuelle de la détention d'actifs liquides est inférieur à son bénéfice social. En effet une augmentation de la détention de liquidités par une banque individuelle en contribuant à réduire l'excès de volatilité des prix de actifs bénéficie aux autres banques - elles sont moins exposées au risque systémique - et facilite la tâche des autorités - en les aidant à maintenir la stabilité du système. ce qui renforce l'ensemble du système bancaire alors que la banque individuelle est seule à en supporter le coût - le rendement de ses activités diminue.
- Son **caractère « procyclique »** : le système bancaire a, naturellement, une tendance « procyclique » c'est-à-dire à réduire l'offre de crédit en période de récession et à l'augmenter en période d'expansion. On reproche fréquemment à la réglementation actuelle de le renforcer. accentuerait ce caractère. Un moyen de contrer cette tendance serait d'indexer les ratios prudentiels - y pour les fonds propres et la liquidité - sur les marges bancaires.

Encadré 13

Le rôle de l'axe Banque de France – Autorités de contrôle des banques dans le dispositif actuel de prévention contre le risque systémique en France

L'axe « Banque centrale – Autorités de contrôle des banques » qui doit assurer la fonction de prêteur en dernier ressort (voir l'Encadré 6) joue aussi un rôle

¹¹ Voici ce qu'écrivait, à ce sujet, The Economist *op.cit.* : “Most German banks are still publicly or mutually owned and therefore cannot be sold. The same goes for half of the French banking system, and those in the know say that the big French banks that are listed on the stock exchange are simply not for sale to foreigners. Even in Britain, a foreign purchase of one of the dominant clearing banks would probably be self-defeating: foreign-owned companies cannot be part of the FTSE 100 index, so British institutional investors would either oppose the bid or dump the shares after a deal”.

déterminant dans le dispositif de prévention contre le risque systémique. La Banque de France (BdF) est chargée de :

- La mission de surveillance des moyens, des systèmes de paiement (SIT, TBF, PNS), de Règlements-Titres (RGV, Relit) et de Compensation (Clearnet). Cette mission est assurée par la Direction des Systèmes de Paiement (DSP).

- La présence sur les marchés : la BdF est directement impliquée, au titre de ses opérations (refinancement dans le cadre de l'Eurosystème, gestion de portefeuille) sur le marché monétaire et les marchés de change et de taux ce qui l'amène à apprécier la situation de ses contreparties et, plus généralement, celle de ces marchés ; elle fait de même sur le marché des Titres de Créances Négociables où elle a la responsabilité du suivi des émissions. Cette mission de surveillance des marchés de capitaux est exercée par la Direction Générale des Opérations qui exerce aussi un suivi des nouveaux produits financiers. En outre, la BdF entretient des relations permanentes avec l'Autorité des Marchés Financiers.

La Commission bancaire est chargée de contrôler le respect par les établissements de crédit et entreprises d'investissement des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables et de sanctionner les manquements constatés. Elle examine les conditions de leur exploitation et veille à la qualité de leur situation financière.

Banque et risque systémique dans la phase actuelle du cycle du crédit

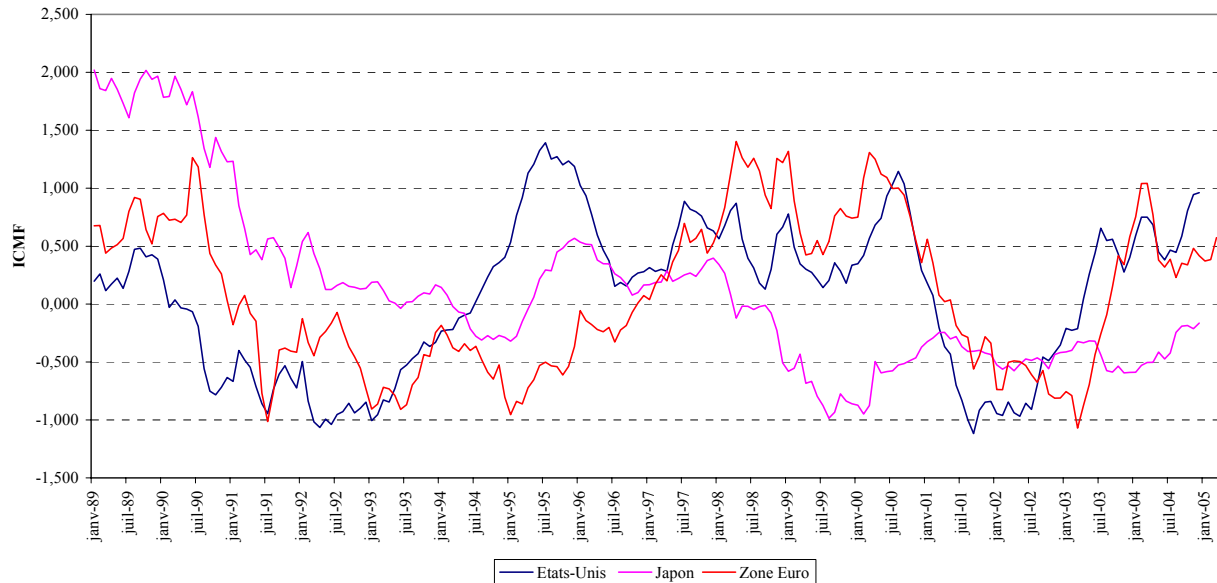
Nous avons vu qu'une crise systémique se déroule généralement comme suit : 1° un excès de liquidité et une très grande facilité des conditions monétaires ; 2° une évaluation et une gestion moins prudentes du risque de la part des institutions financières accompagnées d'un recours important à l'effet de levier ; 3° des événements, économiques ou politiques, à l'origine d'un choc (« événement systémique ») qui met en difficulté des institutions sur lesquelles les risques sont concentrés ; 4° une répercussion de ces difficultés sur des banques ayant des liens étroits avec les institutions initialement touchées ; 5° des conséquences négatives des difficultés observées dans le secteur bancaire pour le secteur réel de l'économie. Une bonne façon d'analyser l'exposition des banques au risque systémique, dans la phase actuelle du cycle de crédit, consiste à reprendre, dans cet ordre, chacun des maillons de cette chaîne.

La liquidité et les conditions monétaires et financières

Pour se prononcer sur les orientations de la politique monétaire – son caractère « expansionniste » ou « restrictif » - on utilise des indices conditions monétaires et financières. Ceux-ci rendent compte, à travers une mesure unique, des principaux mécanismes (canal des taux d'intérêt ; canal du taux de change ; canal du crédit ; canal des marchés boursiers) à travers lesquels la politique monétaire influence l'activité économique et les prix. L'évolution d'un tel indice (calculé par CDC Ixis¹²) entre le début de l'année 1999 et le printemps 2005 est représentée sur la Figure 2. Son augmentation traduit un assouplissement des conditions en vigueur. On voit que les Etats-Unis et la zone euro se trouvent aujourd'hui dans une phase caractérisée par des conditions monétaires et financières « très accommodantes », pas très éloignées de celles qui prévalaient au cours de la période qui a précédé l'éclatement de la bulle internet. Cette phase a démarré un peu plus tôt aux Etats-Unis (juillet 2002) que dans la zone euro (mars 2003). Les taux d'intérêt directeurs de la Fed et de la BCE ont été fixés à des niveaux très bas, ce qui s'est traduit par une progression rapide de la monnaie centrale en circulation transformée par les banques commerciales en augmentation de la masse monétaire et du crédit.

¹² Je tiens à remercier Patrick Artus et Jérôme Teïletche qui m'ont permis de bénéficier de ces données.

Figure 1
Evolution des conditions monétaires et financières dans les économies du G3
(janvier 1999 - mars 2005)

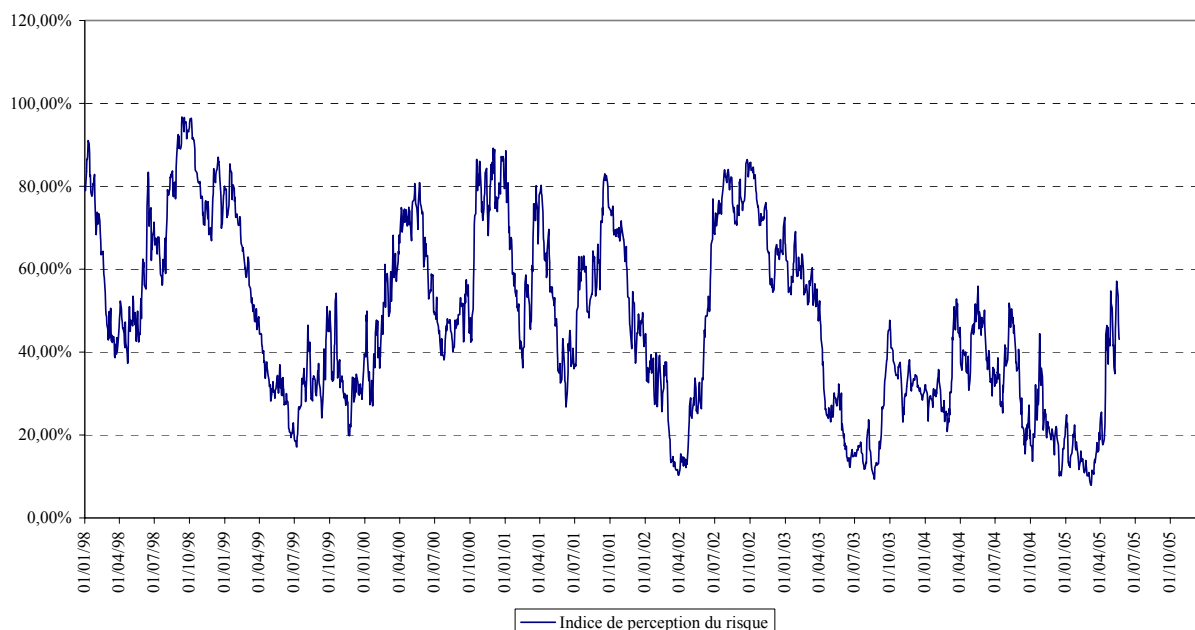


L'évaluation du risque

L'aversion pour le risque des investisseurs est mesurée aujourd'hui par des indices de perception du risque qui rendent compte, à travers une seule mesure, de l'inclinaison pour les produits risqués. L'évolution, entre le mois de janvier 1999 et aujourd'hui, de l'indice de perception du risque construit et utilisé par CDC Ixis¹³ est représenté sur la Figure 2. Sa baisse (hausse) traduit une diminution (progression) de l'aversion pour le risque. On voit que celle-ci ne cesse de baisser à partir du début du mois d'octobre 2002 - peu de temps après l'assouplissement des conditions monétaires et financières aux Etats-Unis - jusqu'au mois d'août 2003. Après avoir fluctué entre date et le début de l'année 2005, cet indice de perception du risque atteint le niveau plus bas qu'il ait jamais connu depuis qu'il est disponible au début du mois de mars 2005 (9 mars). Il est brusquement remonté au cours des dernières semaines. Une situation de retournement de l'aversion vis-à-vis du risque est particulièrement dangereuse. Constitue-t-elle aujourd'hui une menace pour les banques ?

¹³ La construction de cet indice est présentée dans Tampereau et Teiletche (2001). Il s'agit d'une mesure synthétique incorporant les *spreads* entre le taux des obligations soumises au risque de défaut vis-à-vis des titres publics, les volatilités implicites des marchés boursiers et des marchés de change, la corrélation entre rendement boursier et variation des taux d'intérêt et la corrélation entre rendement et risque des indices action et des taux de change.

**Figure 2 : Indice de perception du risque
(1/1/1998 - 20/05/2005)**



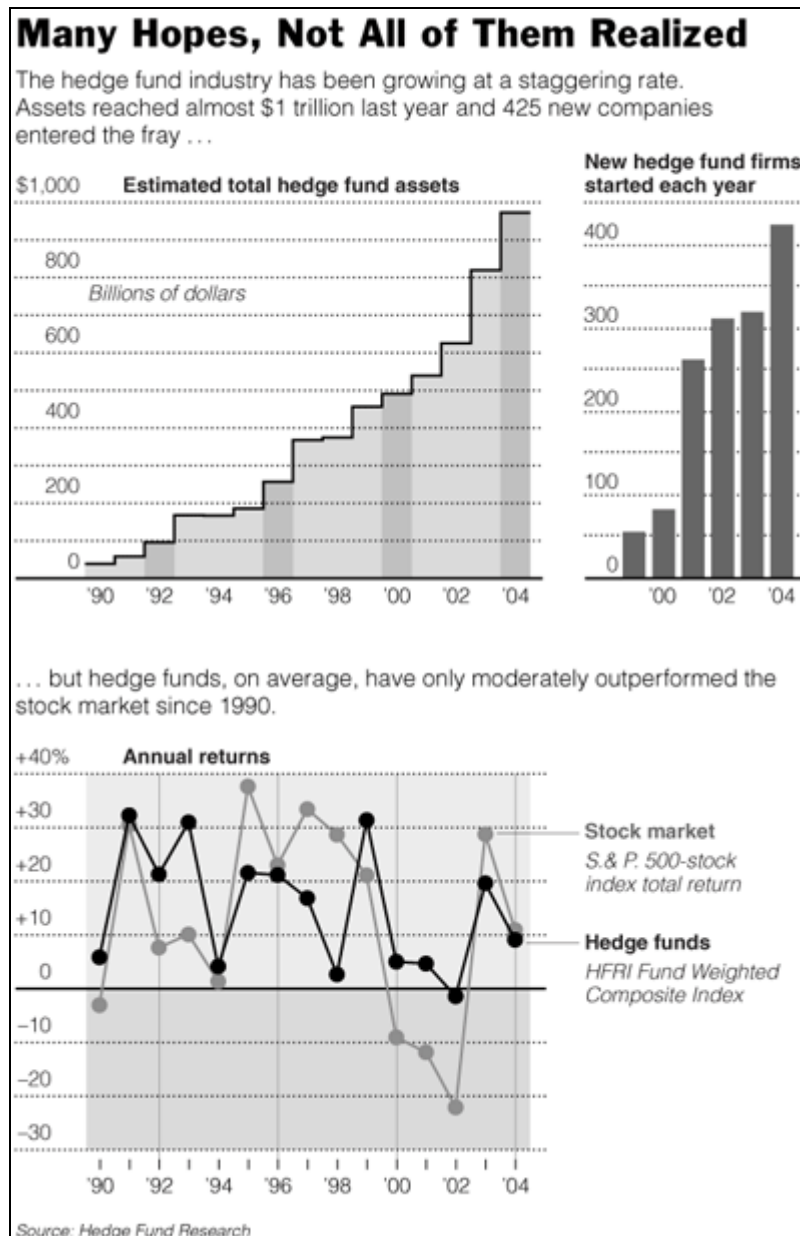
Source : CDC Ixis

L'effet de levier dans l'industrie des fonds spéculatifs

Le développement de « l'industrie » des fonds spéculatifs

L'industrie des fonds spéculatifs a connu un développement exponentiel lors des dix dernières années (l'encours des actifs gérés a été multiplié par 6 environ) (voir la Figure 4). Leur activité peut avoir des effets positifs sur l'efficacité du système financier : « ils contribuent à la liquidité du marché, jouent un rôle important dans le processus de découverte des prix, contribuent à l'élimination d'inefficiences de marché et offrent aux investisseurs les avantages de la diversification » (BCE, Revue de stabilité financière, décembre 2004, p. 12). Ils attirent les investisseurs par la perspective de rendements élevés y même si, dans l'ensemble, leurs performances n'ont pas été très nettement supérieures à celles observées sur les marchés actions (Figure 4). Artus, Pognon et Teiletche (2004) énumèrent les principaux risques associés aux activités de ces fonds : un levier d'endettement excessif ; des fraudes commises par les gérants ; une insuffisance de capitalisation ; la non-compréhension des risques ; les difficultés de valorisation résultant d'opérations sur des produits dérivés complexes et peu liquides ; un phénomène de dilution se traduisant par une baisse des rendements dû à un développement exagéré de l'ensemble du secteur.

Figure 4 : L'industrie des fonds spéculatifs



Source : New York Times, « *If I only had a hedge fund* », 27 mars 2005

Aujourd'hui, les activités des fonds spéculatifs suscitent plus particulièrement deux préoccupations :

- L'effet de levier très élevé de l'ensemble des fonds : Les fonds spéculatifs l'utilisent à travers trois types d'opérations: (i) les facilités de crédit que leur accordent les banques ; (ii) les « *fonds de fonds* », dont les opérations peuvent être à l'origine d'un double effet de levier ; (iii) les opérations sur des instruments de produits dérivés. La combinaison de ces opérations peut amener le levier à des niveaux très élevés (en 1997-1998, le fonds LTCM avait un levier qui se situait aux alentours de 28).
- Le risque de liquidité des fonds de fonds : si le risque de liquidité est généralement faible pour les fonds individuels, il n'en est pas de même pour les fonds de fonds : ils offrent une assez forte liquidité aux

investisseurs alors que celle des fonds dans lesquels ils ont investi est moindre. Par conséquent, ils sont très exposés au risque d'un durcissement de la politique monétaire.

Encadré 14

L'identification par les régulateurs des risques potentiels présentés par les fonds spéculatifs

Le Forum de la stabilité financière* a identifié six domaines où les fonds spéculatifs peuvent faire courir des risques. Chacun d'eux correspond à une interrogation :

- Quels sont les dangers d'investissements illiquides et comment mesurer l'effet de levier ?
- Quelles sont les caractéristiques des fonds spéculatifs qui pourraient faire craindre des abus de leur part sur les marchés ?
- Augmentent-ils le risque de fraude ?
- Les banques maîtrisent-elles bien les opérations qu'elles effectuent avec eux ?
- Quels risques prend-on en permettant l'accès aux fonds spéculatifs par les investisseurs particuliers ?
- Quels sont les risques résultant de l'intérêt croissant de certains investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension, pour les hedge funds ?

Ces six questions sont en cours d'analyse et feront l'objet d'un rapport qui sera publié au cours de l'été.

* <http://www.fsforum.org/home/home.html>

Les difficultés d'évaluation du risque sur le marché des dérivés de crédit

Les dérivés de crédit

Apparus aux États-Unis au début des années 1990, les dérivés de crédit (*credit derivatives*)¹⁴ représentent une évolution importante pour les banques. Ce sont des instruments qui permettent de transférer, par un contrat passé entre deux contreparties, le risque de crédit portant sur un tiers appelé *entité de référence*. Une contrepartie (une banque par exemple) peut ainsi vendre un risque de crédit portant sur une créance déterminée (l'engagement de l'emprunteur), dite *créance sous-jacente*, à une autre contrepartie (une compagnie d'assurance, un fonds collectif d'investissement, etc.) qui, contre versement régulier d'intérêts ou d'une prime, lui effectuera un paiement si un événement de crédit survient sur cet actif sous-jacent.

La définition des *événements de crédit* est essentielle dans une opération de dérivé de crédit, puisque c'est la constatation de l'un d'eux qui constitue le fait générateur du paiement de la protection. Les événements de crédit définis dans les contrats regroupent la faillite (*bankruptcy*), le défaut de paiement (*failure to pay*) et la restructuration (*restructuring*) de l'entité de référence. Ils peuvent également comprendre tout autre événement contractuellement défini entre les parties, par exemple une détérioration de la notation de l'entité de référence (l'emprunteur initial).

L'innovation majeure apportée par les dérivés de crédit réside en la possibilité, pour un intervenant sur ce marché, de **vendre le risque de crédit portant sur une créance tout en conservant la propriété**

¹⁴ Cette partie reprend les principaux points de la présentation des dérivés de crédit proposée dans Mishkin, Bordes, Hautcoeur, Lacoue-Labarthe (2004) pp. 403-8.

juridique de cette dernière, c'est-à-dire tout en continuant à l'inscrire à son bilan. À l'inverse, un intervenant peut acheter ce même risque sans avoir à supporter systématiquement le coût de financement et le risque de taux liés à l'acquisition ou la détention de la créance. Cette capacité à transférer de manière synthétique une créance, fondée sur la dissociation du risque de crédit et de la créance elle-même procure, tant à l'intervenant vendeur de risque, encore appelé **acheteur de protection**, qu'à celui acheteur de risque, appelé **vendeur de protection**, une plus grande souplesse dans la gestion du risque de crédit¹⁵.

Les CDOs

Contrairement aux opérations de titrisation *cash* – où un véhicule *ad hoc* (*special purpose vehicle, SPV*, c'est-à-dire une structure de cantonnement des actifs créée pour les besoins de l'opération) achète les actifs cédés par une banque grâce à une émission de titres et rembourse ces derniers grâce aux paiements d'un principal et d'intérêts dégagés par les actifs –, les opérations de titrisation dites *synthétiques* permettent à une banque de conserver juridiquement la propriété d'un portefeuille de créances tout en transférant le risque de crédit à un certain nombre de parties tierces par le biais de dérivés de crédit. Cette structure, désormais classique et qualifiée de « *collateralised debt obligation (CDO) synthétique* », permet à une banque de ne pas céder un portefeuille de créances mais d'acheter une protection sur ce dernier en concluant¹⁶ :

- Un dérivé de crédit de rang *senior* (ce rang *senior* implique que le vendeur de protection ne supportera que les pertes affectant le portefeuille au-delà d'un pourcentage déterminé), généralement avec une contrepartie bancaire, qui couvre le portefeuille à hauteur d'environ 90 % .
- Un dérivé de crédit de rang *junior* (ce rang *junior* implique que le vendeur de protection supportera les premières pertes survenues sur le portefeuille jusqu'à un pourcentage déterminé), généralement avec un véhicule *ad hoc*, qui couvre le portefeuille à hauteur d'environ 10 %. Le véhicule, d'une part, émet plusieurs tranches de titres représentatives du risque pris auprès de la banque se définissant chacune par un niveau de subordination et une taille et, d'autre part, « *collatéralise* » son engagement vis-à-vis de la banque avec des titres d'État. Les *CDO* synthétiques sont qualifiés de « *collateralised bonds obligations (CBO)* » lorsque le portefeuille de créances est constitué de titres obligataires, et de « *collateralised loans obligations (CLO)* » lorsque celui-ci est constitué de prêts.

Les deux tranches sont simultanément offertes aux investisseurs (voir en annexe). La tranche supérieure (« *senior debt* ») est la moins risquée. Elle bénéficie généralement d'une bonne notation (AAA) et elle est acquise par des investisseurs – comme les compagnies d'assurances – qui espèrent que cela les protégera contre le risque grâce à une meilleure diversification. L'autre tranche (« *junior debt* ») est beaucoup plus risquée. Elle a attiré les investissements des fonds spéculatifs (voir infra)

Les inquiétudes suscitées par le développement des marchés de CDOs

Le développement rapide du marché des dérivés de crédit, en général, et, plus particulièrement, celui des CDOs inquiète beaucoup les autorités. M. Allan Greenspan a fait part dernièrement de ses craintes à ce sujet lors d'une conférence organisée récemment par la Banque fédérale de réserve de Chicago. La principale inquiétude est due à ce que ce développement crée une forte incertitude sur la réaction du système financier à des chocs économiques. La complexité des dérivés de crédit couplée aux transformations de l'industrie de la finance rend de plus en plus difficile l'évaluation des risques par les régulateurs : « *En raison de la rapide prolifération des dérivés de crédit, il est inévitable que certains d'entre eux n'aient pas fait l'objet de tests de résistance adéquats* ». Ces difficultés viennent d'un manque d'informations sur la taille du marché, le degré de l'effet de levier et le partage du risque entre les investisseurs. Elles sont encore plus grandes sur le marché des CDOs car les différents éléments constitutifs d'un CDO vendus à des investisseurs font supporter des risques très différents. D'après une

¹⁵ Pour une discussion plus approfondie de l'utilisation des dérivés de crédit, voir D. Marteau et D. Dehache, *Les Produits dérivés de crédit — Typologie, principes d'évaluation, principales utilisations*, ESKA, 2000, Paris. P. Matthieu et P. d'Hérouville, *Les Dérivés de crédit — Une nouvelle gestion du risque de crédit*, Economica, 1998, Paris. C. Poullain et P. Cossu, « Dérivés de crédit : le rôle des assureurs sur le marché », *Banque Stratégie*, octobre 2001.

¹⁶ Doit-on voir un mauvais présage dans l'utilisation de l'acronyme *CDO* pour désigner la couverture nuageuse centrale dense d'un cyclone ! (« *C'est le bouclier de cirrus qui résulte de la présence de nuages orageux dans le mur de l'œil d'un cyclone* » <http://www.cyclonextreme.com/cyclonedicoquizz.htm>)

étude récente de Morgan Stanley, l'écart entre la valeur faciale des CDOs et leur vraie valeur – c'est-à-dire ajustée pour tenir compte des risques – est considérable. Dans le cadre de la réglementation actuelle, les CDOs sont comptabilisés à leur valeur faciale (« *book value* ») et les risques qu'ils présentent ne sont pas pris en compte. En outre, comprendre le profil du risque de crédit représenté par les différentes tranches de CDOs n'est pas facile, même pour les participants au marché les mieux avertis. Or ceux qui ne le sont pas, attirés par la perspective de rendements élevés, sont aujourd'hui nombreux. Enfin, le marché a attiré, pour les mêmes raisons, les fonds spéculatifs qui pourraient en sortir brutalement en cas de crise ce qui pourrait déclencher des réactions en chaîne.

L'exposition des banques à un événement systémique dans l'industrie des fonds spéculatifs

Dans la liste des événements systémiques possibles, envisagés aujourd'hui, revient le plus souvent celui-ci : pour une raison ou pour une autre – le retournement de politique monétaire qui s'est amorcé aux Etats-Unis à partir de l'été 2004 se généralise ce qui conduit à un resserrement de la liquidité qui s'accompagne d'une remontée des taux d'intérêt dans l'économie mondiale ; des pertes substantielles enregistrées sur le marché des dérivés de crédit -, des fonds se retrouvent illiquides ce qui déclenche un phénomène de ruées (phénomène de « *fund run* » similaire à un « *bank run* », Artus, 2005). Cela pourrait-il mettre en difficulté des banques ? Répondre à cette question nécessite une analyse préalable de leur situation actuelle (profitabilité ; risques), puis un examen des relations qu'elles ont avec les fonds spéculatifs.

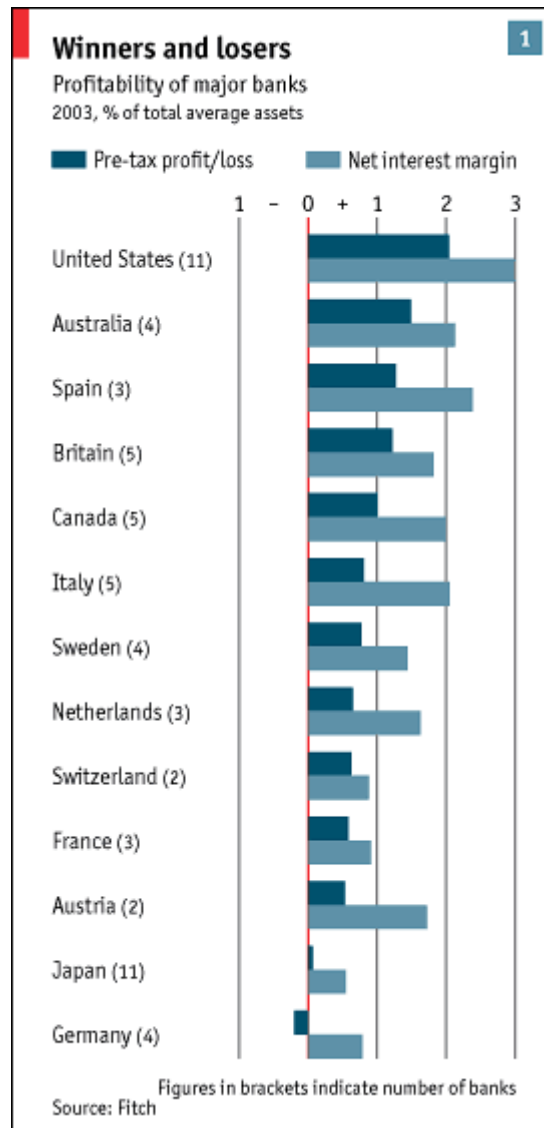
La profitabilité actuelle des banques

Après des opérations de consolidation et de restructuration, les systèmes bancaires des grandes économies réalisent des bénéfices exceptionnels (voir la Figure 3). En Europe, selon une étude récente du cabinet Eurogroup, les douze premières banques ont vu, en 2004, leurs résultats s'améliorer de plus de 15% et elles affichent un profit cumulé supérieur à 56 milliards d'euros. Pour les analystes de l'agence de notation Fitch, « *les banques européennes traversent un véritable âge d'or* » (Le Monde, 7 décembre 2004). En 2004, leurs bénéfices et leur rentabilité ont souvent dépassé souvent les niveaux de 2000, qui avait pourtant déjà été une année record. Cela grâce à la hausse de la demande de crédits, à des conditions de marché favorables et à un strict contrôle des coûts. La rentabilité a bondi : 6 des 20 plus grandes banques européennes ont affiché un ratio de rendement des fonds propres de plus de 20 %. Ces mêmes analystes se disent optimistes pour 2005.

Pour la France, on estime que la solidité du système bancaire, considéré dans son ensemble, est renforcée par le fait qu'il repose sur trois piliers : la banque de détail, la gestion d'actifs et les activités de marchés. Dans le contexte actuel de grande volatilité des marchés d'actions, la conjoncture n'est pas très favorable pour les banques universelles (BNP Paribas, Société générale et Crédit agricole) très présentes dans les activités de marché. En revanche, cette conjoncture est porteuse pour les banques (Caisses d'épargne, Crédit mutuel et Banques populaires) dont les activités sont centrées sur la banque de détail. Pour les analystes, cette diversification du système bancaire français en fait « l'un des meilleurs d'Europe »¹⁷.

¹⁷ Voir « *Selon Fitch, les banques européennes connaissent un véritable âge d'or* », Le Monde, 8 décembre 2004.

Figure 3 : La « profitabilité » actuelle des grandes banques



Source : The Economist, 19 mai 2005

Encadré 15

Fannie Mae et Freddie Mae, un risque systémique pour le système financier des Etats-Unis ?

Fannie Mae et Freddie Mae sont deux institutions financières créées par le Congrès pour favoriser l'accès au logement aux États-Unis. L'accomplissement de cette mission les conduit à acheter des prêts aux logements aux banques et à d'autres prêteurs qu'elles regroupent sous la forme de titres vendus à des investisseurs sur les marchés. Ces opérations permettent aux prêteurs initiaux d'avoir suffisamment de liquidités pour effectuer de nouvelles opérations de prêts. Mais au cours des années quatre-vingt-dix, les deux institutions ont accumulé ainsi un portefeuille d'hypothèques et de titres gagés sur des hypothèques dont le montant est énorme puisqu'il dépasse USD 1 500 milliards.

Nombreux sont ceux qui jugent inquiétantes la croissance des deux institutions au cours des vingt dernières années estimant qu'elle constitue un risque systémique. En outre, ils pensent que l'organisation de l'organisme chargé de surveiller leurs activités – *Office of Federal Housing Oversight* – n'est pas bonne. Ils lui reprochent

son manque d'indépendance vis-à-vis des pouvoirs publics qui l'empêcherait de fixer librement le montant des portefeuilles d'hypothèques détenus par les deux institutions. Depuis plusieurs semaines, toutes ces questions font l'objet de discussions au sein d'une commission du Congrès. Lors de son audition devant elle, M. Alan Greenspan s'est prononcé en faveur d'une limitation, fixée entre USD 100 et 200 milliards, du montant des portefeuilles détenus par Freddie et Fannie Mae.

Fannie Mae a publié une série d'études, effectuées par des spécialistes reconnus, visant à examiner le bien-fondé de ces critiques. Au terme d'un travail en profondeur, consistant dans une analyse de chaque type de risque couru par cette institution, M. Glenn Hubbard arrive à la conclusion générale suivante** : « Une analyse comparative entre Fannie Mae et des institutions comparables montre que cette institution est au moins aussi solide et aussi sûre qu'une grande banque commerciale ou une institution financière (« bank holding company ») situées dans la médiane du secteur ».

* Elles sont disponibles sur le site de Fannie Mae dans la série Issues & Commentary à l'adresse suivante : <http://www.fanniemae.com/commentary/>

** G. R. Hubbard (2004), "The relative risk of Fannie Mae", Fannie Mae Papers, Volume III, Issue 3, septembre
<http://www.fanniemae.com/commentary/pdf/fmpv3i3.pdf>

Le transfert du risque de défaut

Les dérivés de crédit ont été utilisés de façon croissante par les banques, dans le cadre de leurs opérations de titrisation, comme outil de gestion de bilan. La titrisation de crédits utilise en effet de plus en plus des structures dites *synthétiques*, c'est-à-dire basées sur les dérivés de crédit. Cette combinaison permet de gérer des portefeuilles de crédit de taille significative et de faire mieux jouer les effets de diversification. En quelques années, ces structures sont devenues pour les banques – surtout pour les grandes banques européennes – un outil important et courant de gestion du risque de crédit qu'elles ont ainsi transféré vers les compagnies d'assurance et de réassurance (et les entreprises de garantie financière). Ce transfert réduit l'exposition des banques au risque systémique. Mais il pose deux questions (voir Artus, 2003a).

- Comment expliquer le transfert du risque de défaut ? Normalement, ce sont les banques qui devraient supporter le risque de défaillance des emprunteurs : elles disposent d'un avantage comparatif pour le faire puisqu'elles disposent de meilleures informations sur la situation des emprunteurs, ce qui leur permet de mieux gérer le risque microéconomique (individuel) de défaut, et peuvent, plus facilement que les assureurs ou les épargnants de base transférer du revenu dans le temps pour compenser le risque de défaut cyclique (macroéconomique). Le transfert du risque de crédit serait-il dû alors à une aversion au risque des banques supérieure à celle des sociétés d'assurance ? Ou bien aurait-il pour origine des anomalies existant sur les marchés des capitaux qui placeraient les banques en mauvaise posture pour le détenir ? Dans le premier cas, la redistribution des risques irait dans le sens du bien-être social ce qui ne serait pas le cas si l'autre explication était la bonne. Pour Patrick Artus, c'est malheureusement la seconde explication qui serait la bonne : l'insuffisance des marges d'intermédiation vis-à-vis des entreprises observée en Europe pourrait être à l'origine du phénomène.
- Le transfert du risque de défaut renforce-t-il la protection contre le risque systémique ? Dans le cas où les assurances portent le risque de défaut, tout se passe finalement comme si les investisseurs individuels – qui ont acheté les produits qu'elles proposent à leur clientèle – supportaient le risque systémique. :« *Si le risque de défaut est détenu par les assureurs, et s'ils ne peuvent pas transmettre les pertes réalisées aux déposants de base, il y a un risque systémique dans l'industrie de l'assurance qu'aucun prêteur en dernier ressort ne vient couvrir. Il est alors supporté par les investisseurs individuels qui sont moins bien armés que les banques pour le faire car leur surface financière est faible et leur capacité de diversification limitée. La plus grande solidité du système bancaire résultant du transfert du risque de défaut des banques aux assurances ne serait pas une bonne chose si elle a pour contrepartie une plus grande fragilité des compagnies d'assurance dont la solidité est essentielle en raison du vieillissement de populations* » (Artus, 2003a).

Les risques présentés par les fonds spéculatifs pour les banques

L'activité des fonds spéculatifs fait courir plusieurs risques aux banques (CSFB, 2005) : le « *risque de type LTCM* » est celui qui est évoqué le plus souvent, mais d'autres doivent être mentionnés même s'ils paraissent moindres (CSFB, 2005).

Encadré 16

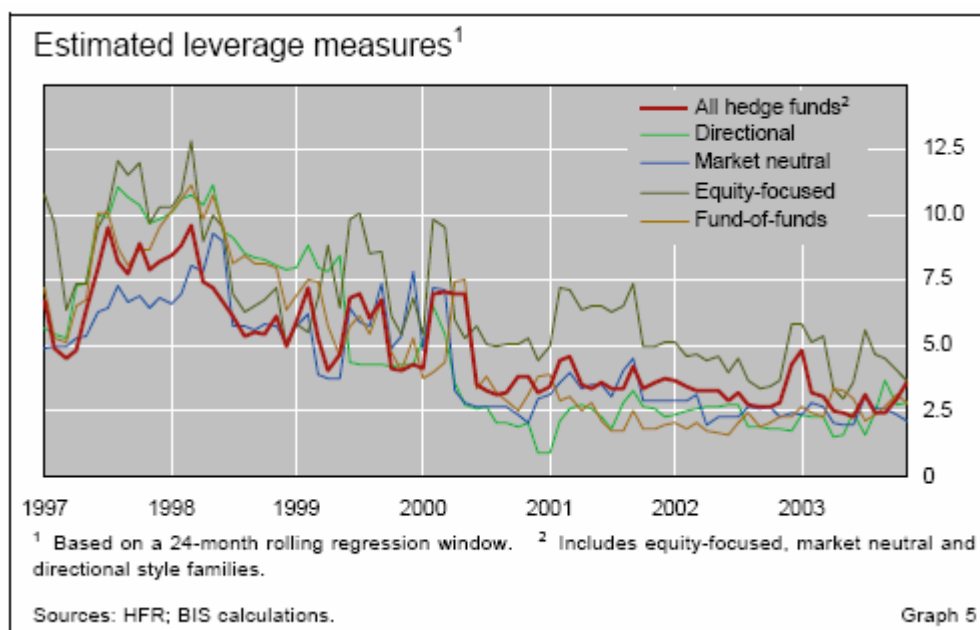
Le risque de type LTCM (23 septembre 1998)

Le fonds d'arbitrage LTCM (*Long-Term Capital Management*) a été créé en 1994. Dirigé par John Meriwether - conseillé par deux prix Nobel d'économie, Robert Merton et Myron Scholes -, il a adopté une stratégie originale consistant à faire des paris sur le long terme - plutôt que les opérations à découvert à court terme habituellement privilégiées par les fonds d'arbitrage- en ayant recours à un effet de levier très élevé - jusqu'à 28 ! Cette stratégie -s'est avérée très rentable jusqu'en 1997. Les performances se sont sérieusement détériorées au cours de l'été 1998 à la suite des crises asiatique et russe. À ce moment-là, le portefeuille de titres détenu par LTCM était énorme (environ 100 milliards de dollars). Il avait notamment investi massivement sur les GKO - obligations russes à haut rendement - en délaissant les obligations américaines a enregistré des pertes très élevées quand les premières se sont effondrées alors que les secondes s'envolaient. Ses capitaux propres sont tombés de 4,8 milliards de dollars à 500 millions. Craignant une faillite du fonds, la Réserve fédérale est intervenue, le 23 septembre, pour organiser son sauvetage, le justifiant par « les risques sévères » que sa faillite représentait pour les banques qui avaient prêter les marchés¹⁸ : selon Alan Greenspan, elle aurait pu « potentiellement affecter les économies de nombreux pays, y compris celle des Etats-Unis ». Un consortium de seize banques a accepté, mercredi 23 septembre d'injecter 3,75 milliards de dollars pour renflouer LTCM. Cette intervention a été loin de faire l'unanimité. Dans les jours qui ont suivi cette opération, les cours des actions des banques, engagées ou pas dans des opérations avec LTCM, ont fortement reculé.

L'importance du risque de type LTCM dépend directement de l'amplitude de l'effet de levier choisi par les fonds. Trois économistes de la Banque des règlements internationaux en ont construit un indicateur global (McGuire, Remolona et Tsatsaronis, 2005). Il doit, bien sûr, être utilisé avec précaution en raison des difficultés rencontrées pour le mesurer avec précision (les fonds ne publient pas leurs bilans ; le levier ne provient pas uniquement d'emprunts bancaires, mais aussi des positions prises sur les marchés des dérivés de crédit). Mais l'observation de son évolution récente conduit à une conclusion qui paraît assez robuste. Comme on le voit sur la Figure 4, elle est plutôt rassurante puisque cet indicateur a baissé régulièrement au cours des dernières années après les sommets atteints au cours de la période 1997-1998. Le diagnostic de la BCE publié dans le numéro de décembre 2004 de sa revue de stabilité financière allait dans ce sens en notant que l'amélioration qui vient d'être signalée s'accompagnait d'une moindre concentration des positions sur quelques institutions individuelles à la suite de nouvelles entrées dans l'industrie des fonds spéculatifs (BCE, 2004, p. 12). Mais, dans le dernier numéro de cette même revue, la BCE se montre moins optimiste : « *les indications selon lesquelles les positions prises par les fonds spéculatifs ont eu tendance à devenir les mêmes font craindre un risque de dislocation en cas de retournement des marchés à la suite de tentatives simultanées de liquidation des positions* »(BCE, 2005, p. 11).

¹⁸ Le 24 septembre, la bourse américaine a perdu 1,87 % à la suite de l'annonce par la banque suisse UBS de l'ampleur de ses pertes liées à LTCM (3,85 milliards de francs français).

Figure 4 : L'évolution du recours de l'effet de levier dans l'industrie des fonds spéculatifs



Source : McGuire, Remolona et Tsatsaronis (2005)

Même s'ils peuvent apparaître mineurs par rapport au précédent, deux autres risques pour les banques découlant des activités des *hedge funds* doivent être mentionnés. Ils ont tous les deux la même origine : les services – lignes de crédit ; opérations sur titres ; services de paiement ; etc. – fournis par les banques aux fonds sont pour elles une source de revenus très importants (USD 25 milliards pour l'année 2004), à tel point que certains n'hésitent pas à la qualifier de « *cocaïne du système financier* »¹⁹. En premier lieu, la détérioration attendue des performances des fonds du fait de leur multiplication pourrait les pousser à renégocier les montants des commissions versées aux banques. En second lieu, la diversité des relations qu'elles ont nouées avec les fonds – elles leur fournissent des services, leur prêtent des fonds, y effectuent des placements et les dirigent tout en pouvant être parfois en concurrence avec eux à travers leurs activités de « *private equity* » – est une source de conflits d'intérêts.

Encadré 17

Comment une crise de liquidité serait-elle gérée dans la zone euro ?

Imaginons le scénario suivant. A la suite d'opérations malheureuses sur le marché des CDOs, plusieurs fonds spéculatifs font faillite et ce secteur est en crise. Le marché juge qu'une banque (A) domiciliée dans un pays de la zone euro (Z) devrait subir des pertes importantes en raison de sa forte exposition à ce type de risque. À la suite de quoi, A reste solvable mais connaît des problèmes de liquidité. Supposons que A ait des engagements importants vis-à-vis de banques domiciliées dans d'autres pays de la zone euro et que sa position dans les systèmes de paiement et de règlements soit débitrice.

¹⁹ Expression employée dans une réponse à une enquête effectuée par le Centre d'études sur l'innovation financière (*The Centre For The Study Of Financial Innovation*), rapportée dans l'article de Kate Burgess, paru dans le *Financial Times* du 11 mars 2005, cité dans les références.

L'Eurosystème ne s'étant pas vu confier l'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort et celle-ci demeurant dans le domaine de compétence des banques centrales nationales, une situation de ce genre soulève de nombreuses questions : Comment le risque de contagion serait-il évalué et comment la décision d'intervenir ou pas serait-elle prise ? Quelles seraient les autorités compétentes pour le faire ? Comment le partage des responsabilités se ferait-il entre les banques centrales nationales concernées ? Quelles formes prendraient les aides d'urgence ? Comment la cohérence des interventions des différentes BCN amenées serait-elle assurée non seulement entre elles, mais aussi avec la politique monétaire de la BCE ? ...

La coopération entre les BCN pour gérer collectivement une crise systémique est organisée par un MoU (*Memorandum of Understanding*) qui est entré en vigueur le 1^{er} mars 2003. Il s'agit d'un engagement entre les superviseurs bancaires et les banques centrales de l'ensemble de l'Union européenne à coopérer en échangeant des informations. Ceux-ci sont précisés par le MoU. Mais, conformément à l'approche de l'ambiguïté constructive, ils ne sont pas dévoilés.

L'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort proprement dite est organisée comme suit :

- les facilités d'urgence doivent être décidées et exécutées au niveau national par les banques centrales concernées et que celles-ci doivent en supporter le coût conformément à l'article 14.4 des statuts du Système européen de banques centrales ;

- la BCE doit être informée des conséquences de ces opérations sur la liquidité pour qu'il n'y ait pas d'interférence avec la politique monétaire unique de l'Eurosystème.

Pour les BCN, ce dispositif répond aux différentes questions posées. Mais nombreux sont ceux qui n'en sont pas persuadés et qui pensent que seule sa mise à l'épreuve permettra d'apprécier son efficacité.

Conclusion

Depuis une quinzaine d'années, on a assisté à un renouveau de l'analyse économique – théorique et empirique – sur les liens entre l'activité bancaire et le risque systémique. Ces travaux ont débouché sur une définition plus précise de celui-ci mettant l'accent sur le risque de contagion d'un choc – global ou idiosyncrasique – non seulement à l'ensemble du système bancaire et de la sphère financière, mais aussi au secteur réel avec des effets négatifs sur l'activité économique. Malgré les progrès dans la connaissance du risque systémique enregistrés grâce à ces travaux, celle-ci est loin d'être parfaite.

Les économies modernes sont aujourd'hui équipées d'une « panoplie anti-crise systémique ». Elle comprend un système de garantie des dépôts et un prêteur en dernier ressort qui, conformément au principe de Bagehot, accorde des facilités aux banques solvables en situation d'illiquidité. Cette panoplie traditionnelle a été considérablement élargie par l'extension de la fonction de prêteur en dernier ressort : les banques centrales peuvent être amenées à assurer la liquidité de marché ; les pouvoirs publics n'hésitent pas à injecter des fonds publics quand ils estiment que cela est nécessaire. Elle est sans aucun doute très efficace : le risque de « *défaillance* » bancaire est aujourd'hui quasi nul dans le monde « développé ». Mais, en contrepartie, elle augmente le risque d'aléa de moralité.

Cette panoplie est complétée par un dispositif de prévention contre le risque systémique. Celui-ci est constitué par des mesures « *micro-prudentielles* » - les banques sont tenues de respecter une réglementation contraignante – accompagnées de l'application d'un régime qui leur est plus favorable en matière de concurrence. Ces deux éléments du dispositif sont conformes au point de vue traditionnel selon lequel la meilleure façon de prévenir le risque systémique est d'assurer la solidité de la banque individuelle. On estime aujourd'hui que cela ne suffit pas et ces deux éléments sont complétés par un

dispositif « *macro-prudentiel* » dont la gestion repose largement sur les banques centrales. L'ensemble ainsi constitué renforce la prévention du risque systémique mais est à l'origine de tensions avec les objectifs de la politique de concurrence. Ces tensions sont d'autant plus fortes que les autorités nationales souhaitent conserver le contrôle de ce dispositif dans un monde où les activités des banques dépassent leurs frontières d'origine.

Le risque systémique est plus élevé à l'issue d'une période où la liquidité a été abondante, les conditions monétaires très faciles, et l'évaluation et la gestion du risque moins prudentes comme celle que vient de traverser l'économie mondiale. Dans ce contexte, on peut craindre qu'un choc – par exemple la faillite de fonds spéculatifs à la suite d'opérations effectuées sur le marché des CDOs - se transforme en événement systémique. Ce risque est-il élevé aujourd'hui ? On retrouve à ce sujet le clivage habituel. Un point de vue « optimiste » est exprimé, par exemple, par le Fonds monétaire international : « *les institutions financières ont amélioré leur rentabilité et renforcé leurs fonds propres ainsi que leurs systèmes de gestion du risque. [...] Grâce à cela, elles sont mieux préparées à faire face aux chocs potentiels à venir* (Fonds monétaire international, 2005, p.1). Mais un autre, plus alarmant, est affiché, par exemple, du côté de la Banque fédérale de New York qui reste fidèle à sa réputation de Cassandra, par la voix de son président, M. Geithner : ses inquiétudes viennent moins de la possible occurrence d'un choc de marché, à la suite d'un événement unique, que des modifications de la structure du système financier et de la complexité accrue des produits qui pourrait rendre plus difficile la gestion d'une crise.

Références

- Amable, B., Chatelain, J-B. et O. De Bandt (2002) « Optimal capacity in the banking sector and economic growth », *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 26(2-3), pages 491-517
- Artus, P. (2003a), « Quelle est la meilleure répartition du risque de défaut ? », CDC Ixis, Flash, N° 81.
- Artus, P. (2003b), « Qui va porter le risque de défaut ? », CDC Ixis, Flash, N° 111.
- Artus, P., Pochon, F. et Teiletche (2004), « Faut-il craindre le développement du marché des Hedge Funds ? », CDC Ixis, Flash N° 2004-327.
- BCE (2004), Financial Stability Review, December
(<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200412en.pdf>)
- BCE (2005), Financial Stability Review, June
(<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200506en.pdf>)
- Borio C. (2003), « [Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation](#) », BIS Working Papers, no. 128, February.
- Burgess, K. (2005), “Regulators test hedge funds’ formula”, *Financial Times*, March 11.
- Centre for the Study of Financial Innovation (2005), “Banana’s Skins 2005. The CSFI’s Annual Survey of Risks Facing Banks”, Pricewaterhouse
- Credit Suisse First Boston (2005), “European Wholesale Banks. Hedge Funds and Investment Banks”, Sector Review, 9 mars.
- Dietsch, M. (2005), “La place de la concurrence dans l’organisation et le fonctionnement du système bancaire », Cycle de conférences : Droit , Economie et Justice dans le secteur bancaire, avril.
- Fonds monétaire international (2005), *Global Financial Stability Report* , disponible à l’adresse : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2005/01/pdf/chp1.pdf>
- Geithner, T. (2004), « Hedge Funds and Their Implications for the Financial System », Federal Reserve Bank of New York, <http://www.ny.frb.org/newsevents/speeches/2004/gei041117.html>
- Gerken, A. et H. Karseras (2004), “The real risks of credit derivatives”, *The McKinsey Quarterly*, Number 4.
- Goodhart, C. (2004), « Some new directions for financial stability », Per Jacobsson Lecture, 27 juin, <http://www.bis.org/events/agm2004/sp040627.pdf>
- Hilbers P. et M. T. Jones (2004), « Et si... ? », Fonds Monétaire International, *Finances & Développement*, décembre, pp. 24-7
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2004/12/pdf/hilbers.pdf>)
- Lacoue-Labarthe, D. (2005), “Bâle II et IAS 39 : Les nouvelles exigences en fonds propres réglementaires des banques et l’évaluation en juste valeur des instruments financiers », Cycle de conférences : Droit , Economie et Justice dans le secteur bancaire
- Ludwig, E. (2003), « Systemic Risk : A Regulator’s Perspective », FannieMae Papers, Volume II, Issie 1, February (<http://www.fanniemae.com/commentary/pdf/fmpv2i1.pdf>)

McGuire, P., Remolona, E. et K, Tsatsaronis (2005), « Time-varying exposures and leverage in hedge Funds », BIS Quarterly Review, March (http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0503f.pdf)

Mishkin, F., Bordes, C., Hautcoeur, P-C. et D. Lacoue-Labarthe (2004), « Monnaie, Banque et marchés financiers », *Pearson*.

Plender, J. (2005), « Resistance to systemic risk may be eroded », *Financial Times*, 15 février.

Prato, O. (2002) , « Les Dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n°1, novembre, pp. 69-84.

Rolnik, A. (1993), «Market discipline as a regulator of bank risk» in *Safeguarding the banking system in an environment of financial cycles*, Symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Boston, novembre.

Tampereau, Y. et J. Teiletche (2001), « Comment mesurer l'aversion pour le risque », CDC Ixis, Flash, N°2001-155.

Tett, G. (2004) : « CDOs have deepened the asset pool for investors but clouds may be gathering », *Financial Times*, April 19.

Annexe 2

Les défaillances bancaires en France et leur traitement

a) Liste des défaillances bancaires ayant fait intervenir le mécanisme de l'AFB

Année	Banque défaillante	Montant à la charge de l'AFB (en millions de francs)
1989	Banque de Participations et de Placements	33
1989	United Banking Corporation	64
1989	Lebanese Arab Bank	45,6
1990	Banque Industrielle de Monaco	108,7
1991	Bank of Credit and Commerce International	40
1992	Banque Majorel	132
1994	Banque Commerciale privée	56
1995	Banque Pallas-Stern	56
1997	Groupe Finindus	900

Source : AFB

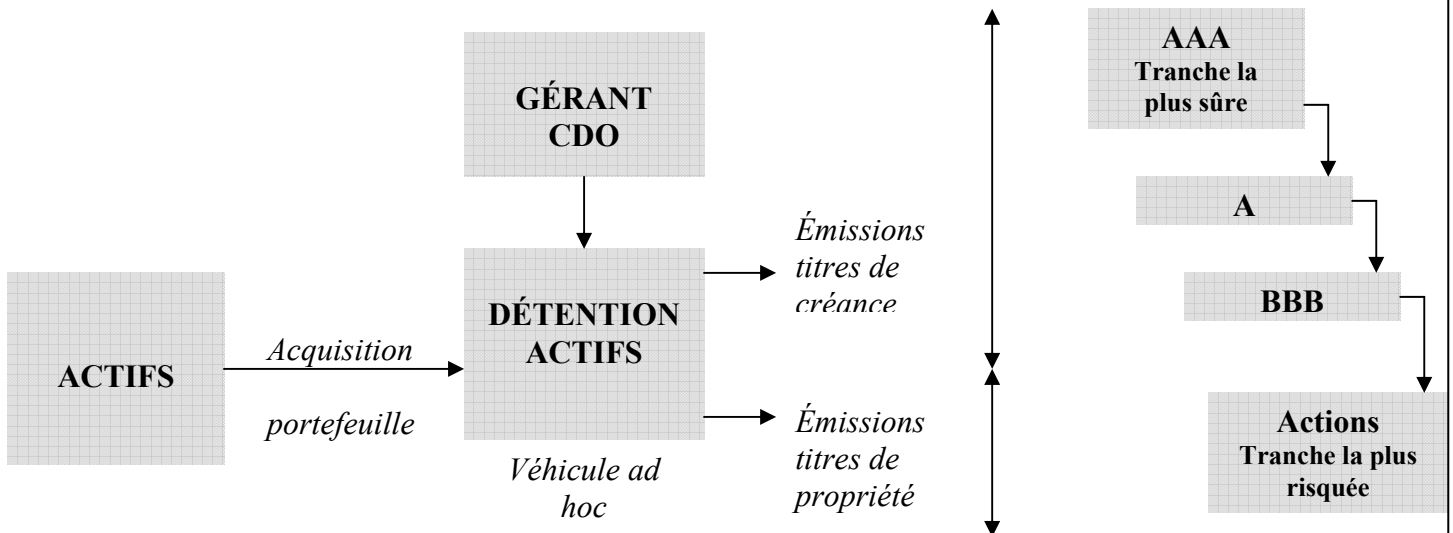
b) Dossiers traités par l'intervention de l'Etat

		Coût pour les finances publiques (en milliards de FRF)
1992-1995	Crédit Lyonnais	120
1994	Comptoir des entrepreneurs	12
1994-1996	UIC SOFAL	25
1995-1998	Société Marseillaise de Crédit	2
1995	Compagnie du BTP	2
1996	Crédit Foncier de France	12
1997-2000	Crédit Martiniquais	1

Source : <http://www.aedbf.asso.fr/PRIXTHESES/IntroductionLeguevaques1.doc>

Annexe 2

Qu'est-ce qu'un CDO ?



Un CDO présente une similitude avec un fonds commun de placement en actions. Dans celui-ci, le gérant du fonds rassemble des fonds apportés par des investisseurs qui partagent, en commun, le risque de variations du prix des actions. De même, un gérant de CDO réunit des fonds apportés par des investisseurs, dans le cadre d'un véhicule ad hoc, et il achète des titres de créance. Les performances du CDO dépendent des rendements des actifs acquis et du talent du gérant.

Mais le CDO se différencie d'un fonds commun de placement car les investisseurs ne courent pas tous les mêmes risques. La tranche « Actions » peut procurer des rendements élevés, mais c'est aussi la plus risquée. La tranche senior fait courir moins de risque mais offre des rendements plus faibles. Entre les deux, il y a des tranches de dette « mezzanine ».

Les actifs regroupés dans le véhicule ad hoc peuvent être des prêts aux entreprises. (« *collateralised loan obligation* » ou CLO). Il peut s'agir aussi d'obligations ou de swaps de défaillance sur des crédits (« *credit default swap* »). Le segment du marché qui connaît la croissance la plus forte est celui des CDO synthétiques (ou CSO). Constitués par des swaps de défaillance sur les crédits, ils peuvent ne pas être financés en totalité par les investisseurs. Par conséquent, ils permettent à ces derniers de bénéficier d'un effet de levier plus élevé. On trouve aussi des CDO² et même des CDO³.

Source : Financial Times, 19 mars 2005