

ORGANISER À FROID LES RÈGLES DE LA LIQUIDITÉ ENTRE BANQUES ET BANQUE CENTRALE

ENTRETIEN avec
DOMINIQUE HOENN

147

La crise de liquidité survenue à la fin de 2008 a mis le système bancaire mondial au bord de la rupture avant d'entraîner l'économie mondiale dans la récession. Or trois ans plus tard, le problème général de liquidité perdure. Comment voyez-vous l'issue de cette situation ?

Pour répondre à votre question, je voudrais revenir à l'origine de cette crise. En réalité, le financement de l'activité économique, sous ses différents aspects, participe d'une transformation. C'est bien compris pour l'activité de transformation bancaire. Il n'y a pas d'adéquation temporelle entre les crédits et les dépôts. Et il y a toujours eu des garde-fous qui imposaient une certaine liquidité réglementaire. Mais on trouve exactement le même phénomène de transformation – moins apparent – dans cet autre compartiment qu'est le marché financier. Là, la transformation était implicite et reposait sur la croyance qu'il y avait un marché secondaire liquide sur lequel face à un vendeur, il y aurait toujours un acheteur pour prendre le relais. Cette croyance a probablement été renforcée par le développement des OPCVM qui affichent tous les jours une valeur liquidative, preuve supposée de la liquidité de leurs actifs. Mais on pourrait employer la métaphore du cinéma qui indique que « s'il y a le feu et que tous les spectateurs veulent sortir en même temps, cela s'avère impossible et il y a des blessés, voire des

morts », car il en va de même dans les marchés quand tous les acteurs veulent sortir en même temps.

Le point de départ de la crise de liquidité est une absence de contrepartie sur un compartiment particulier du marché obligataire, celui des ABS (*asset-backed securities*) et, plus précisément, celui des RMBS (*retail mortgage-backed securities*) avec les fameux *subprimes*. Le développement des crédits bancaires étant limité par le coefficient de fonds propres, le financement de l'économie était de plus en plus assuré par des opérations de marché de deux natures différentes. Les titrisations répliquaient les flux financiers des actifs sous-jacents et se présentaient comme des obligations. Ce sont elles qui ont été les premières affectées par l'absence de marché. Mais il y avait aussi une autre forme de refinancement par le marché d'activités de crédit qui consistait en l'acquisition de ces crédits par un véhicule spécialisé (le conduit) qui se refinançait par l'émission de papier à court terme (ABCP – *asset-backed commercial paper*). Dans les deux cas, les investisseurs ont souhaité se dégager de ces actifs. Si cela s'est rapidement révélé impossible pour les obligations, il en a été autrement pour les ABCP. En effet, ces émissions étaient assorties d'une ligne de liquidité fournie par une ou plusieurs banques.

148

C'est ainsi que le système bancaire a vu refluer sur lui les besoins de financement qui n'étaient plus assurés par le marché du *commercial paper* et que la crise de liquidité des marchés s'est transmise au système bancaire. Ce qui caractérise une telle crise, c'est qu'il n'y a plus d'équilibre entre l'offre et la demande de capitaux sur les diverses échéances du marché monétaire. Il faut bien comprendre que sur ce marché, les banques sont structurellement emprunteuses et que leurs demandes sont en confrontation permanente avec les offres des prêteurs structurels que sont les OPCVM et les assureurs.

Or cette situation de déséquilibre se trouve aggravée par le fait que les OPCVM vendent des actifs aux banques. Ces dernières cherchent naturellement à allonger la durée de leurs emprunts et se trouvent face à des gérants d'OPCVM qui, non moins légitimement, souhaitent réduire la durée de leurs engagements car ils se demandent si, à très brève échéance, de mauvaises nouvelles ne vont pas provoquer d'importantes sorties de leurs actionnaires. La première manifestation de cette crise de liquidité est donc une forte hausse des primes de terme qui ne suffit pas à satisfaire les besoins, notamment pour les durées supérieures à trois mois. La deuxième manifestation est que certaines banques ne trouvent même plus à se financer au jour le jour. Quand on est confronté à cette situation, le salut ne peut venir que de la banque centrale qui fournit des concours de durée inhabituelle et pour des

montants supérieurs à ceux qui assureraient l'équilibre du marché et en conséquence la conduisent à reprendre les excédents.

C'est la situation dans laquelle on se trouve depuis un bon moment.

Oui. Mais en même temps, les mesures exceptionnelles n'ont pas atteint une ampleur dramatique. Au maximum, je crois que l'excédent de liquidités fourni par la Banque centrale européenne (BCE) était de l'ordre de 300 Md€. Il est aujourd'hui de l'ordre de 50 Md€. Aux États-Unis, on est encore à 1 000 Md\$ et les modalités d'intervention sont différentes car la Federal Reserve procède à l'achat direct de papier à long terme alors que la BCE a donné aux banques des facilités à court terme, assorties de collatéral.

Dans le cadre de la réflexion sur Bâle II, n'y a-t-il pas eu un point de focalisation excessif sur la question de la solvabilité ? n'y a-t-il pas eu une certaine négligence sur la question de la liquidité et sur ce qui pouvait accompagner la réglementation au titre d'un examen individuel plus fin, en particulier selon le pilier 2 ? En France, il y avait auparavant un coefficient de transformation à moyen et à long termes qui est tombé au moment de Bâle II.

Oui. Et il y avait un bon nombre de pays dans lesquels il n'y avait pas du tout de ratio, comme par exemple au Luxembourg, ou un ratio avec un horizon de temps très court, comme au Royaume-Uni. En France, le coefficient de court terme a toujours existé. Dans la première phase de la crise, il a même été protecteur car les banques françaises étaient mieux couvertes que leurs homologues étrangères. Quant à l'abandon du ratio à moyen terme, je ne pense pas que cela ait changé fondamentalement le comportement des banques françaises qui ont toujours été émettrices à moyen terme. Le programme d'émission de la SFEF (Société de financement de l'économie française) était cohérent avec le comportement antérieur des banques. Sur le fond, le fait que l'on n'ait pas regardé le sujet de la liquidité bancaire avec assez d'attention est probable, mais le sujet principal était celui de la liquidité des marchés et il n'était pas raisonnable de laisser croire à des porteurs de parts d'OPCVM qu'ils pouvaient tous sortir à tout moment. Les gérants des *hedge funds*, conscients du temps nécessaire à la liquidation ordonnée de leurs positions, programment et limitent les possibilités de sortie.

Donc, selon vous, c'est moins une question d'exigences individuelles que de réflexion sur l'organisation des marchés et la réglementation des produits.

Je pense que chaque établissement, pris individuellement, doit s'efforcer de gérer sa situation de liquidité de sorte qu'il puisse résister à une difficulté particulière qui viendrait l'affecter. Par contre, aller au-delà est illusoire, peut-être impraticable et inévitablement très coûteux.

Dans le fil de ce raisonnement, la réglementation de la liquidité envisagée en ce moment par le Comité de Bâle vous semble-t-elle aller dans la bonne voie puisqu'elle se concentre sur la situation individuelle de chaque banque ?

Non. Cela ne traite pas correctement le problème. On se propose de passer d'une situation dans laquelle le sujet de la liquidité n'était pratiquement pas traité à une situation dans laquelle on fait exactement l'inverse jusqu'à devenir trop exigeant. Le salut viendrait de la détention massive d'actifs liquides, c'est-à-dire d'actifs susceptibles d'être vendus à tout moment ou d'être mis en pension sans que les banques centrales soient sollicitées. Dans l'hypothèse d'une crise affectant un établissement, c'est certainement possible. Mais en cas de crise systémique, qui assurera la liquidité des actifs supposés liquides en toutes circonstances ? Il est d'ailleurs notable que la liquidité des emprunts d'État n'est pas aujourd'hui une évidence pour certains d'entre eux, alors qu'ils étaient il y a peu l'instrument liquide par excellence.

Ainsi, je ne crois pas que l'on soit dans la bonne voie parce que l'on n'a pas réfléchi au problème du marché et de sa liquidité. Je n'ai jamais entendu un banquier central admettre qu'il était *lender of last resort*, mais en pratique, cela se finit toujours ainsi en cas de difficultés de liquidité. Je pense que l'on aurait bien meilleur compte à définir entre banquiers centraux et banques commerciales une série de règles du jeu spécifiant les caractéristiques que devrait avoir tel ou tel actif pour être éligible au refinancement de la banque centrale et les circonstances qui commanderaient l'ouverture du guichet de refinancement. On construirait alors une véritable réserve de liquidités qui ne serait disponible que dans des circonstances prédéfinies. Accessoirement, cela pourrait certainement renforcer la liquidité des OPCVM car le marché des titres éligibles serait certainement doté d'une meilleure liquidité que celui des autres titres.

Au prix d'éventuels *haircuts* ?

Oui, bien sûr. Il y a trente ou quarante ans, pour qu'un crédit immobilier soit éligible au réescompte de la banque centrale, il fallait que le *loan to value* n'excède pas 70 % et que la charge de remboursement ne dépasse pas le tiers des revenus du débiteur. Si le *haircut* ainsi trouvé dans les conditions même du crédit semble insuffisant, on peut admettre que la banque centrale fournisse un volume de financement légèrement inférieur à 100 % du collatéral. On peut évidemment réfléchir aux *haircuts* à pratiquer en fonction des types de crédits.

Venons-en à l'impact de cette réglementation. La réglementation envisagée aura-t-elle un impact différencié entre pays en fonction du degré d'intermédiation financière ? Y aura-t-il une différence entre l'Europe et les États-Unis dans la mesure où la part intermédiée,

c'est-à-dire la part qui revient aux banques dans le financement de l'économie, reste plus élevée en Europe qu'elle ne l'est aux États-Unis ?

La double peine avec le ratio de solvabilité ?

La combinaison des exigences de solvabilité et de liquidité peut s'avérer encore une fois d'autant plus forte que le poids des banques est important dans le refinancement de l'économie.

C'est tout à fait exact et le phénomène sera encore plus accentué si du côté américain, la Federal Reserve achète directement des actifs dès que l'économie faiblit.

La réglementation proposée sur la liquidité remporte plutôt le modèle européen de banque universelle.

Le ratio de court terme actuellement prévu est totalement favorable aux dépôts et plus particulièrement aux dépôts *retail*. La règle du jeu étant connue, on peut s'attendre à ce que les banques cherchent à récupérer le maximum de dépôts à traitement favorable. Dans cette conquête, les banques de réseau doivent avoir un certain avantage. Cela favorise-t-il pour autant la banque universelle ? On ne pourra répondre à cette question que lorsque sera définitivement fixé le sort des activités de marché qui ne me paraît pas clairement établi pour l'instant.

Ne risque-t-il pas d'y avoir aussi des effets de distorsion sur les marchés avec une forte pondération en faveur des titres d'État ?

La version actuelle du règlement de liquidité favorise la détention de titres d'État. Reste que la situation dans la zone euro est aujourd'hui très compliquée dans la mesure où il y a des écarts de rendement considérables entre les émissions des États de cette zone. Ces écarts se retrouvent inévitablement au niveau du coût des ressources des systèmes bancaires nationaux, ce qui ne manquera pas de se traduire par des coûts de financement de l'économie très différents d'un pays à l'autre. Cette situation risquerait de s'aggraver si les banques étaient amenées à ne plus acheter que des papiers émis par les deux ou trois meilleures signatures. Plus que les effets de distorsion entre les classes d'actifs, ce qui nous menace c'est une forte distorsion de valeur de toutes les classes d'actifs entre les divers pays de la zone euro.

Un autre sujet de préoccupation apparu au cours de cette crise est celui du financement en dollars. Malgré le déficit colossal de la balance des paiements américaine, le financement à court terme des besoins en dollars des banques hors États-Unis est en réalité fourni par ce même pays. L'explication de cette étonnante pénurie de dollars est assez simple : les dollars correspondant aux crédits consentis par les banques non américaines finissent par se retrouver aux États-Unis soit parce qu'ils sont accordés à des entités américaines, soit parce qu'ils sont cédés aux banques centrales qui les placent dans ce même pays. En temps

normal, il n'y a pas de problème, les banques ou les fonds américains assurent la couverture de ces besoins.

Par contre, si un événement quelconque vient affaiblir la confiance des Américains à l'égard de l'étranger, le circuit ne se boucle plus. C'est ainsi que la Federal Reserve, au plus fort de la crise, a dû assurer la liquidité du dollar à l'extérieur des États-Unis.

Le durcissement de l'accès aux ressources est-il ressenti par les groupes bancaires ?

Il n'est évidemment pas ressenti par tous avec la même intensité (il y a pratiquement 150 banques qui n'ont d'autres sources de financement que la banque centrale), mais tous l'ont ressenti. La situation risque de s'aggraver parce que chaque pays cherche à localiser du collatéral dans sa zone pour éviter la contagion possible d'une crise de liquidité dans un groupe. Alors que depuis des années, les groupes avaient une vision consolidée et une gestion centralisée de la liquidité, on risque de revenir à une situation de gestion décentralisée au niveau de chaque pays. Cette approche est particulièrement choquante pour la zone euro et elle se retrouve dans tous les grands centres mondiaux, la Federal Reserve souhaitant, pour le moment, s'informer sur les circuits de financement en dollars.

152

N'y a-t-il pas un autre effet pervers de cette réglementation ? L'incitation à ce que la liquidité se concentre sur un certain nombre d'actifs clairement éligibles au calcul – en particulier les emprunts d'État – ne va-t-elle pas à l'encontre de la prévention du risque systémique ? En effet, si l'État venait à faire défaut, on aurait des réactions en chaîne d'autant plus fortes que, précisément, la liquidité des banques est concentrée sur quelques catégories et quelques classes d'actifs.

Nous avons déjà plus ou moins abordé ce sujet et même si je ne suis pas favorable au traitement très privilégié fait aux emprunts d'État, je ne crois pas que cette situation crée un risque systémique. Si un État venait à faire défaut, il y aurait vraisemblablement un effet de contagion sur les emprunts d'autres pays, mais le sujet principal me paraît être l'effet que cette défaillance aurait sur le système bancaire du pays et l'ensemble de son économie.

Quels autres actifs pourraient être pris en compte ?

En tout premier lieu, les crédits. Chaque banque peut titriser un *pool* d'actifs et conserver tout ou partie des parts correspondant à cette titrisation. Si ces actifs correspondent à certains critères préalablement discutés avec la banque centrale, ces parts seront exigibles au refinancement. Il est nécessaire que les actifs éligibles soient très divers. En effet, si, par exemple, les crédits à la consommation ne sont pas éligibles, un

établissement strictement dédié au crédit à la consommation n'aura aucune chance de se sortir d'une crise de liquidité généralisée.

En second lieu, les actions pourraient être une autre catégorie d'actifs éligibles. Il est en effet étonnant qu'elles ne soient pas retenues pour le LCR (*liquidity coverage ratio*) alors que dans la crise, les marchés actions sont toujours restés liquides.

Ne serait-il pas concevable de laisser sur cette question de liquidité une plus grande place à l'appréciation du superviseur avec une analyse vraiment fine au cas par cas ? C'est l'objectif du pilier 2, le dialogue avec le superviseur qui peut donner lieu à des sortes de stress tests et qui permet de s'assurer de la solidité de la banque, notamment face à un problème de liquidité.

Je n'y suis pas favorable. L'utilisation du pilier 2 nous conduirait vraisemblablement à la pérennisation de la situation que nous avons connue. D'un côté, il y a des régulateurs qui font leur travail sérieusement, parfois même de manière trop zélée, et, de l'autre côté, ceux qui ne font leur travail de contrôle que superficiellement ou, pire, qui font d'un contrôle réputé accommodant un élément de compétitivité pour leur place. C'est pourquoi je ne crois pas au pilier 2 et souhaite un règlement raisonnable et qui ne laisse pas de place à des interprétations locales.

Donc vous êtes pessimiste sur la régulation internationale.

Oui. Les nouvelles réglementations de fonds propres et de liquidité ont été fortement inspirées par les États-Unis et le Royaume-Uni. Situation remarquable puisque c'est dans ces deux pays que la régulation a été la plus défaillante et qui a conduit à choisir les moyens les plus simplistes. Par exemple, après avoir passé des années à raffiner des modèles de crédit, l'introduction du *leverage ratio* montre les limites de la confiance dans le travail de modélisation. De même, la solution choisie pour renforcer la solidité des banques consiste à augmenter très fortement les exigences de fonds propres et à durcir la notion de fonds propres. Or ce niveau d'exigences conditionne la capacité des banques à distribuer du crédit et l'effet sur l'économie n'est pas du tout le même suivant l'importance du canal bancaire dans le financement de l'économie.

Plus l'exigence est élevée, plus les économies d'Europe continentale sont pénalisées, alors que les États-Unis et, à un moindre degré, le Royaume-Uni sont favorisés. Les effets secondaires de cette réglementation sont bien vus par ses auteurs dont les uns considèrent que le mode de financement de l'économie européenne va se rapprocher de celui de l'économie américaine avec un développement des titrisations (mais où sont les souscripteurs qui sortent à peine d'une crise des ABS ?), les autres, plus pessimistes, pensent que l'on va assister au développement d'un *shadow banking* opéré par des entités non régulées.

Oui. Un sujet d'actualité qui n'est pas véritablement abordé aux États-Unis. Mais peut-on le faire ?

Un exemple de sujet posé depuis longtemps est celui des *hedge funds* et du contrôle de leurs activités. On assimile souvent leurs activités à des activités bancaires, qu'il s'agisse de risques de marché ou de risques de crédit. Si tel est bien le cas, leurs activités devraient être contrôlées comme le sont celles des banques. Or il n'y a aucun accord entre les pays pour exercer un tel contrôle. Pire, certains régulateurs verraient bien ce contrôle assuré par les banques contreparties de ces fonds.

Par *shadow banking*, on pense aussi à tous les distributeurs de crédits et en particulier les crédits immobiliers *subprimes* qui n'étaient pas régulés. Les originateurs étaient complètement en dehors du système. Or les *subprimes* et les crédits immobiliers n'intègrent le marché bancaire et financier qu'à partir du moment où il y a refinancement, puis titrisation... Mais à l'origine, la distribution de crédits, elle, n'était pas régulée.

Le fait que l'originateur ne soit pas régulé n'est pas l'idéal, mais il n'a aucune capacité de financement et il y a donc immédiatement après lui dans la chaîne un acteur régulé qui n'a pas fait son travail. C'est lui qui achète les *subprimes* avant de les transférer au marché. Les recours contre l'émetteur pour ne pas avoir effectué les diligences normales sont d'ailleurs en train de se développer et ils émanent d'acteurs significatifs tels que Fannie Mae, Freddie Mac, la Federal Reserve.

Pour finir, encore une question sur la liquidité des marchés. C'est le volet qui, selon vous, n'a pas été traité. Y a-t-il une solution à ce problème ?

L'une des erreurs a été d'avoir laissé une activité de distribution de crédits être effectuée directement par les *investment banks* sous forme de titrisations. Il faut absolument responsabiliser tous les intervenants dans la chaîne sur la qualité des actifs sous-jacents, rôle habituellement joué par les banquiers commerciaux.

Au risque d'apparaître comme ayant une idée fixe, je reviens sur l'intérêt qu'il y aurait à mettre au point avec la banque centrale des familles d'actifs considérés comme éligibles à son refinancement. Ma conviction est que les actifs qui auraient reçu ce label bénéficieraient d'un marché largement liquide, ce qui permettrait de mobiliser l'épargne pour le financement sain d'une partie de l'économie.

Propos recueillis le 25 janvier 2011 par Xavier Mahieux et Gilles Vaysset.