

RÉGULER LA LIQUIDITÉ BANCAIRE

JEAN-PAUL POLLIN *

En schématisant beaucoup, on peut dire que la crise financière actuelle est née de l'enchaînement de deux phénomènes : elle a trouvé sa source dans les dysfonctionnements de la titrisation, puis elle s'est propagée par une contraction contagieuse de la liquidité sur les marchés monétaires et financiers. Ces deux phénomènes ne sont d'ailleurs pas indépendants. C'est bien parce que la dispersion des risques inhérents à la titrisation a conduit à une opacité généralisée des actifs et des institutions que la liquidité s'est effondrée.

273

Mais l'originalité de cette crise tient, notamment, à ce que la contagion systémique n'était pas liée, du moins au départ, à un problème de solvabilité. Ce n'est pas une dépréciation de la valeur fondamentale des actifs ou des institutions, mais leur illiquidité qui a alimenté le processus de diffusion en chaîne. Plus précisément, la contraction de la liquidité s'est répercutée de marchés à marchés pour mettre en difficulté certaines institutions qui se sont trouvées incapables de faire face à leurs engagements.

Dans ce contexte, la réglementation des fonds propres a fait la preuve de son insuffisance, puisque ce n'était pas d'insolvabilité dont il s'agissait. C'est l'affaissement de la liquidité qui a provoqué l'écartement entre les prix de marché et la valeur fondamentale des actifs ; c'est cet écartement qui a généré les pertes que l'extravagante comptabilisation en valeur de marché a objectivées. La défaillance du système de régulation se situe donc à un autre niveau. Il se dit d'ailleurs, à ce propos, que lorsque le Comité de Bâle s'est mis en place, son intention était de concevoir une réglementation harmonisée de la

* Professeur, université d'Orléans.

Cet article s'inspire d'une présentation effectuée par l'auteur à la « Journée d'étude sur la crise bancaire et financière » du 8 décembre 2008 organisée par le Laboratoire d'économie dionysien de Paris VIII (LED) et le Centre d'économie de Paris-Nord (CEPN).

liquidité bancaire, parallèlement à celle de la solvabilité. C'est la complexité de la tâche qui l'a probablement empêché de mener à bien ce projet. Mais il est clair qu'il faudra très vite revenir sur cette question, même s'il existe déjà des traitements au plan national.

En ce sens, parmi les difficultés à résoudre, il y a d'abord la notion même de liquidité dont la définition est assez ambiguë, en dépit de la perception immédiate que l'on pense en avoir. De notre point de vue (celui de la régulation), il importe au moins de distinguer entre la liquidité produite par les banques de dépôt (l'intermédiation de bilan) et celle fournie par les banques de financement et d'investissement (l'intermédiation de marché). La première consiste à offrir des moyens de règlement (des dépôts ou des possibilités de tirage) en contrepartie d'actifs illiquides (des crédits bancaires traditionnels) ; tandis que la seconde consiste à organiser et à animer les échanges de titres pour en réduire les coûts de négociation (rapprocher les prix de marché de la valeur fondamentale). Ce sont là deux formes de liquidité qui diffèrent dans leur nature, qui ne se mesurent pas dans les mêmes termes et qui ne se régulent pas de la même façon. Nous allons détailler cet argument pour en analyser les conséquences du point de vue de la structuration du système bancaire.

274

MESURE ET RÉGULATION DU RISQUE DE LIQUIDITÉ DANS L'INTERMÉDIATION DE BILAN

Il est bien connu que la mission traditionnelle des banques commerciales consiste à transformer des passifs exigibles à vue ou à court terme en actifs illiquides et à plus long terme. Les banques de dépôt détiennent des actifs illiquides parce qu'elles distribuent et détiennent des crédits accordés dans le cadre de relations bilatérales, sur la base d'informations privées : ils ne peuvent donc être négociés sur un marché. D'autre part, ces établissements disposent de ressources exigibles à vue qui servent de moyens de paiement et sont donc convertibles à tout moment en monnaie de la banque centrale ou de toute autre banque.

La production de liquidité dans l'intermédiation de bilan

Cette opération de transformation (ce déséquilibre entre les caractéristiques des actifs et des passifs) crée une instabilité potentielle, un risque de liquidité, susceptible d'entraîner une défaillance en chaîne du système bancaire. Sans doute pourrait-on imaginer un modèle différent dans lequel les banques gestionnaires des moyens de paiement détiendraient, en contrepartie, des dépôts des actifs liquides et sans risques (des titres de créances négociables de grande qualité : bons du

Trésor, billets de trésorerie ou certificats de dépôt notés AAA). Les crédits illiquides seraient alors portés par des institutions dont les ressources auraient des maturités adaptées aux échéances de leurs actifs. C'est ce modèle qui avait été proposé, il y a une vingtaine d'années, sous le terme de « banque éclatée » (ou *narrow banking*) et dont le principe était de séparer la fonction de gestion des moyens de paiement de celle de distribution du crédit (Bryan, 1989). Une façon de pousser à l'extrême la segmentation entre les activités bancaires.

Un tel système aurait pour avantage d'éliminer, ou du moins de sérieusement limiter, l'instabilité liée à la transformation. Mais en même temps, elle réduirait à quasi néant la production de liquidité par les banques commerciales. Or, cette production est nécessaire au bon fonctionnement de l'économie, car les agents économiques souhaitent disposer d'une assurance liquidité pour faire face à des aléas de trésorerie (une chute imprévue de revenus ou un accroissement non anticipé des dépenses). Ce qui signifie qu'en l'absence de transformation par le système bancaire, une bonne partie des actifs productifs à échéance longue ne trouverait pas de financement.

De plus, plusieurs arguments ont été avancés pour expliquer l'intérêt que présentait l'adossement d'actifs illiquides à des dépôts monétaires. On a fait valoir, notamment, que la gestion du compte d'un client permet de disposer d'informations sur sa solvabilité qui facilitent la distribution de crédit (l'évaluation et la surveillance de l'emprunteur)¹. D'autre part, il semble qu'il existe une corrélation entre les évolutions de la demande de crédit bancaire et celle des dépôts à vue. Quand le coût des capitaux se tend sur les marchés, les emprunteurs se tournent vers les financements intermédiés ; et simultanément, les offreurs de capitaux se replient vers les placements bancaires, dans un réflexe de « fuite vers la qualité ». Ainsi, les banques sont capables d'amortir les chocs macroéconomiques de financement et de liquidité (Gatev et Strahan, 2006), ce qui favorise la stabilité de l'économie réelle.

En régime permanent, la transformation opérée par les banques commerciales, donc leur production de liquidité, ne pose pas de difficultés. La loi des grands nombres assure une bonne stabilité (ou du moins une bonne prévisibilité) du montant des dépôts : les fluctuations des comptes au niveau individuel se compensent. Ce n'est que lors de mouvements de panique, c'est-à-dire lorsque les agents décident ensemble de réduire leurs dépôts dans une ou plusieurs banques, que l'instabilité du système se manifeste. Cela peut se comprendre comme une défaillance de la coordination, puisque le déséquilibre (ou encore « l'équilibre de panique ») est socialement inefficace. Et pour bloquer son déroulement ou éviter qu'il ne se manifeste, il est nécessaire de concevoir un système d'assurance des

dépôts ou plus encore de solliciter l'intervention d'un prêteur en dernier ressort. Or, on sait que tout système d'assurance (surtout lorsque celle-ci est mal tarifée) engendre un problème d'aléa de moralité (d'incitation à la prise de risques). Ce qui justifie la régulation bancaire.

Mais en l'occurrence, les risques qu'il convient d'endiguer ne concernent pas seulement l'insolvabilité des établissements. L'assurance qui leur est offerte ne les incite pas uniquement à prendre en portefeuille des actifs trop risqués par rapport à leurs conditions de financement. Elle peut aussi les conduire à une gestion imprudente de leur situation de liquidité (à garder des liquidités insuffisantes pour faire face à leurs engagements en toutes circonstances). Durant les vingt dernières années, les banques ont fortement réduit la part de leurs actifs liquides et notamment leur détention de titres publics. Parallèlement, elles ont subi une érosion constante de la part des dépôts dans leurs passifs qu'elles ont compensée par des émissions de titres de court terme et plus généralement d'emprunts sur le marché monétaire. Cela a dégradé leur position de liquidité car les dépôts sont une ressource très stable, à la différence des financements désintermédiés. Les banques se sont ainsi rendues dépendantes des marchés pour une bonne part de leurs ressources et pour la titrisation de leurs créances. Elles ont fait un pari sur la liquidité de ces marchés, de sorte qu'elles se sont trouvées, à un moment donné, incapables de renouveler leur financement alors que leurs actifs sont, pour une bonne partie, à moyen-long terme et peu liquides. Le problème a été aggravé par les lignes de crédit qu'elles avaient consenties, notamment aux structures de titrisation (conduits et SVI - *structured investment vehicle* -, en particulier). Ce qui a constitué une ponction supplémentaire de leur liquidité.

Il est difficile de savoir si cette dérive est due à une mauvaise appréciation des risques pris ou à l'assurance d'une intervention des banques centrales (qui s'est effectivement produite) dans ce cas de scénario catastrophe. Quoi qu'il en soit, il paraît clair aujourd'hui que la régulation actuelle, principalement destinée à contenir le risque d'insolvabilité, doit être complétée pour prendre en compte le risque d'illiquidité.

Comment réguler le risque de liquidité dans l'intermédiation de bilan ?

Dans l'activité bancaire traditionnelle (l'intermédiation de bilan), le risque de liquidité se mesure par le calcul des écarts à un horizon donné entre les entrées de trésorerie générées par les actifs (remboursements et revenus d'intérêt) et les sorties provoquées par les

engagements (remboursements de dépôts ou autres ressources, tirages sur lignes de crédit...)². Des « impasses » de cette nature peuvent être calculées à différents horizons, c'est-à-dire les écarts entre les déficits ou les excédents futurs qui devront être financés ou réinvestis. Les déficits pourront être comblés soit par la vente d'actifs liquides, soit par des emprunts à terme plus ou moins court sur le marché interbancaire, soit encore par refinancement auprès de la banque centrale. Et la gestion du risque de liquidité consiste donc à s'assurer que ces opérations seront toujours possibles à un coût raisonnable pour la banque.

Cette mesure du risque, simple dans son principe, comporte toutefois un certain nombre de difficultés lorsqu'on entre dans l'application. D'abord parce qu'il existe une incertitude notable sur certaines échéances : du fait, par exemple, des remboursements anticipés d'emprunts, d'évolutions atypiques des dépôts ou des tirages sur les lignes de crédit. Ensuite, parce qu'au-delà des actifs et des passifs présents au bilan à un instant donné, il faut tenir compte de la « production future », c'est-à-dire des emplois et des ressources à venir, dont la prévision est naturellement soumise à diverses sources d'erreurs. Enfin, l'évolution des possibilités de couverture des impasses en liquidité est un exercice délicat. La capacité de se refinancer sur le marché interbancaire, notamment, peut être sérieusement remise en cause lorsque le *rating* de la banque est dégradé, ou en période de turbulences, comme l'on vient d'en faire l'expérience. Il en est de même pour ce qui concerne la liquidité présumée de certains actifs qui peut se déliter dans certaines circonstances et donc hypothéquer le financement d'un déficit de liquidité à un horizon donné.

La gestion et le risque de liquidité définis en ces termes sont théoriquement faciles à réguler. Il suffit, comme cela se pratique dans de nombreux pays, de fixer des ratios de structure de bilan³. En France, par exemple, les établissements sont tenus de respecter un ratio de liquidité, soit un montant de disponibilité à vue ou à un mois au plus (auquel s'ajoutent des actifs d'échéances plus longues, mais présentant une forte liquidité), égal ou supérieur au montant des exigibilités remboursables à vue ou dans un délai d'un mois. Ils doivent également respecter un « ratio de fonds propres et de ressources permanentes » liant leurs ressources et leurs emplois à plus de cinq ans. Enfin, ils doivent calculer des ratios d'observation relatifs à leurs situations prévisionnelles de liquidité.

On peut ajouter à cette panoplie de règles, des recommandations de bonnes pratiques concernant l'organisation de la gestion de liquidité dans les établissements (l'élaboration d'une politique et sa prise en charge par une structure clairement identifiée), la mesure, le contrôle

et le *reporting* formalisé du risque de liquidité. Ces recommandations incluent, également, la réalisation de scénarios visant à tester la robustesse des prévisions face à des situations extrêmes. C'est d'ailleurs ce type de propositions que, faute de réglementation aboutie, le Comité de Bâle sur la supervision bancaire (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS) se borne à détailler (BCBS, 2000)⁴.

En définitive, la régulation du risque de liquidité est assez facile à concevoir lorsqu'il s'agit de l'intermédiation de bilan, c'est-à-dire lorsqu'il s'agit de s'assurer de la coïncidence entre des entrées et des sorties de trésorerie engendrées par l'écoulement d'actifs et de passifs fixés au bilan, donc raisonnablement prévisibles. Le risque de liquidité est, en revanche, beaucoup plus difficile à appréhender et à réguler lorsqu'il s'agit de mesurer la situation d'un portefeuille constitué de titres qui n'ont pas vocation à rester au bilan jusqu'à leur échéance, c'est-à-dire lorsque l'on considère la liquidité de l'intermédiation de marché.

LE RISQUE DE LIQUIDITÉ DANS L'INTERMÉDIATION DE MARCHÉ

278

La production de la liquidité de marché consiste à réduire les coûts d'échanges de titres, à permettre ces opérations à des prix aussi proches que possible de la valeur fondamentale des actifs. On la mesure donc habituellement par le volume et la régularité des transactions, les *spreads* acheteurs/vendeurs... Sur les marchés primaires, les banques y contribuent en dirigeant, en plaçant et en garantissant les émissions, en offrant des crédits de substitution aux émetteurs... En l'occurrence, il ne s'agit pas de mettre à disposition des ressources (du *cash*) de l'institution comme c'est le cas dans l'intermédiation de bilan. Il s'agit plutôt de faciliter la rencontre des apporteurs et des demandeurs de capitaux.

Sur les marchés secondaires, le rôle des banques est d'assurer un fonctionnement fluide du marché en fixant ou en lissant les prix, en se portant contreparties des opérations d'achats et de ventes... Ce qui nécessite la mobilisation de ressources disponibles ou empruntées.

Pourquoi réguler la liquidité de marché ?

Ce faisant, les banques ne s'interposent pas entre les apporteurs et les demandeurs de capitaux pour transformer des actifs en passifs de caractéristiques différentes. Elles se bornent à organiser les échanges entre les uns et les autres. Mais il n'empêche que pour produire cette liquidité de marché, elles doivent être en mesure de régler des marges, d'avancer le produit d'émission de titres ou de faire face à

l'utilisation de crédits garantis... En d'autres termes, la liquidité de marché dépend de la situation de liquidité des institutions qui y interviennent. Si pour une quelconque raison (une dégradation de la liquidité des actifs qu'elles détiennent ou une réduction de leur capacité d'endettement) la position de ces institutions se détériore, la liquidité des marchés s'en trouvera affectée. Et en sens inverse, si une crainte se manifeste sur la qualité des actifs traités sur tel ou tel marché (ou si la volatilité des marchés s'accroît), la capacité de production de liquidité par les intermédiaires qui y interviennent se trouvera réduite. Un choc, touchant un type d'actif ou d'institution, risque donc d'être amplifié (dans un mouvement cumulatif ?) par cette interdépendance entre marchés et intermédiaires⁵. C'est bien ce qui justifie une régulation.

Mais concevoir une régulation de la liquidité de marché est un exercice délicat car la liquidité n'est pas (ou n'est que partiellement) une propriété intrinsèque des actifs et des marchés. Ce qui fait la liquidité d'un marché c'est l'importance des transactions qui s'y déroulent et le nombre d'opérateurs qui y interviennent, et ces caractéristiques dépendent elles-mêmes des conditions de fonctionnement (des coûts de négociation) du marché. Par conséquent, la liquidité génère la liquidité (et inversement), c'est donc une propriété endogène au comportement des agents. Ce qui engendre un phénomène d'équilibres multiples et c'est bien ce qui explique qu'elle peut brutalement s'effondrer : lorsque certains intervenants quittent un marché, sa liquidité diminue et cela provoque la sortie en chaîne des autres opérateurs.

Dès lors, s'il n'est pas possible de définir dans l'absolu la liquidité d'un actif ou d'un marché, il est bien difficile de dire ce qu'est et ce que doit être celle d'une institution. Il ne s'agit plus de comparer les échéances des actifs et des passifs, ce qui n'a aucun sens s'agissant d'activités de *trading*. Il est donc exclu d'imposer des contraintes sur les positions ou sur les structures de bilan (comme cela peut se faire pour l'intermédiation de bilan), de sorte que l'on en est réduit à agir indirectement en régulant les produits et le fonctionnement des marchés, ou encore en cherchant à promouvoir une autorégulation efficace des institutions.

Réguler les produits et les marchés ?

En dépit de ce qui vient d'être dit sur le caractère endogène de la liquidité, il est vrai qu'un marché est d'autant plus fragile, c'est-à-dire soumis à des variations de cours et de *spreads* élevées, que les actifs qui s'y échangent sont de qualité incertaine. On sait que lorsqu'il existe une asymétrie d'information entre acheteurs et vendeurs (les

seconds connaissant mieux la valeur de l'actif que les premiers), le marché peut se dérober (le fameux *lemon's problem* d'Akerlof). Or, la défaillance d'un marché financier se répercute, comme on l'a déjà dit, sur l'ensemble du système. Et cela peut justifier l'intervention du régulateur pour imposer une transparence minimale ou, plus simplement, pour interdire les transactions sur des actifs dont la liquidité pose problème.

En ce sens, il est clair qu'il aurait fallu agir pour freiner le développement de la titrisation et des dérivés de crédit qui suscitaient depuis plusieurs années des interrogations et des craintes⁶. À l'évidence, la dispersion des risques a bien moins contribué à leur diversification et à leur gestion, qu'à opacifier les actifs et les contreparties. Mais il est vrai qu'il était très difficile de s'opposer à ces extravagances que l'on présentait comme des innovations utiles à l'efficacité du système financier. Tout plaider pour un retour à la raison aurait été considéré comme contre-productif.

On mesure bien, aujourd'hui, l'impact délétère de ces innovations incontrôlées et des postures doctrinaires qui les ont rendues possibles. Mais il est probable qu'à l'avenir, les mêmes initiatives et les mêmes débats susciteront les mêmes réactions et produiront les mêmes effets. Dans quelque temps, une fois la crise passée et oubliée, pour contourner la réglementation ou plus simplement pour élargir son fonds de commerce, l'ingénierie financière développera de nouveaux produits. Au nom du progrès et des avantages du libre marché, on soutiendra qu'il faut laisser faire, y compris ceux qui n'y comprennent rien et qui en seront les futures victimes. Il sera tout aussi difficile qu'hier, pour le régulateur, de s'opposer à ces innovations (à supposer qu'il le souhaite), dont les risques seront difficiles à évaluer et qui sembleront répondre à des besoins puisqu'elles engendreront une activité profitable à court terme. Il y a donc lieu d'être pessimiste sur la capacité d'une autorité centrale à encadrer l'évolution des produits et des marchés. D'autant que les innovations qui seront refusées sur une place pourront être développées sur une autre, plus accueillante. Il y a donc peu à attendre d'une régulation préventive des produits et des marchés. Les excès les plus évidents de la finance ne sont corrigés, souvent de façon éphémère, qu'au terme d'expériences coûteuses.

Dans un ordre d'idée un peu différent, on a fait valoir qu'il serait possible de limiter le risque de contagion en substituant des marchés organisés aux transactions de gré à gré notamment pour les CDS (*credit default swaps*). Ce qui aurait pour principal avantage d'éliminer le risque de contrepartie et les événements récents ont montré que c'était là une mesure très souhaitable. Les chaînes d'interdépendance

créées par les transactions de gré à gré ont certainement joué un rôle important dans la propagation de cette crise. Mais pour qu'un marché organisé fonctionne et possède une liquidité suffisante, il faut que les produits qui y sont traités soient standardisés, ce qui requiert à tout le moins une appréciation satisfaisante de leurs risques. Or, la seule métrique dont on dispose à l'heure actuelle est celle de la notation des agences dont on a vu ce qu'elle valait. On peut donc craindre que la mise en place de marchés organisés sur les CDS ou les produits structurés soit très difficile. Et l'échec de cette tentative signerait le retour aux transactions de gré à gré.

Réguler les institutions ?

À défaut de pouvoir contrôler les produits et les marchés, on en revient alors à explorer des solutions pour réguler les organismes dont les activités concernent principalement les marchés. Et l'on retombe alors sur la question de savoir comment mesurer la liquidité d'institutions dont les actifs peuvent, en principe, être achetés et vendus à tout moment. Comment tenir compte du fait que ces actifs disposent de marchés plus ou moins profonds et sur lesquels les transactions sont susceptibles de beaucoup évoluer sur de courtes périodes de temps ? Comment dans ces conditions apprécier, pour éventuellement la réguler, une position globale de liquidité ? Sur ce point, les propositions récentes du Comité de Bâle sont d'ailleurs très symptomatiques des difficultés rencontrées. Elles se bornent à des recommandations de bonnes pratiques qui ne débouchent sur aucune quantification précise. On y invoque la nécessité d'une gestion explicite et d'une tarification du risque de liquidité, de la constitution de réserves de précaution d'actifs liquides, de l'utilisation de *stress tests*... Mais tout cela reste extrêmement vague et difficile à interpréter aussi bien par les banques que par les superviseurs (BCBS, 2008 et 2009).

Au demeurant, pour être efficace, une régulation en ce domaine doit concerner un ensemble d'institutions de statuts très différents, mais toutes interdépendantes. Elle ne peut concerner seulement les banques, car dans le domaine des activités de marché, la frontière entre celles-ci et les fonds d'investissement notamment est devenue de plus en plus perméable. On a d'ailleurs pu dire que certaines banques étaient devenues de véritables *hedge funds* du fait de l'importante prise par leur activité de *trading* pour compte propre. La titrisation a aussi beaucoup contribué à cet effacement des lignes de partage. Et même si les autorités monétaires n'ont pas les mêmes obligations vis-à-vis de ces différentes institutions, il leur est difficile de sauver ou, au contraire, de laisser tomber les unes sans affecter les autres.

Or, le contrôle qui s'applique aux fonds de placement, par exemple, relève d'une logique qui n'a, en principe, rien à voir avec celui des banques de financement et d'investissement. On est ici plutôt dans le domaine de la protection des investisseurs et de la prévention d'opérations litigieuses ; de plus, un fonds est transparent : sa valeur ne fait généralement pas l'objet d'engagement et elle évolue en fonction de la valorisation des actifs en portefeuille. Pourtant, s'il doit faire face à des retraits, il peut être amené à vendre des titres qui ne sont pas nécessairement liquides (ce qui s'est produit y compris dans le cas de fonds monétaires « dynamiques »). Et ces opérations ont des conséquences sur la position d'autres institutions financières (d'autres fonds, des banques, des sociétés d'assurances). Ce qui revient à dire qu'il y a là une source d'externalité qui appelle une régulation.

Or, la régulation des fonds, particulièrement celle des *hedge funds*, est très difficile. D'autant que nombre d'entre eux opèrent à partir de l'étranger. C'est la raison pour laquelle on admet, généralement, qu'il faut procéder de manière indirecte par le biais des *prime brokers* et des banques qui traitent avec eux. La solution est sans doute pertinente pour encadrer le risque de solvabilité, mais peut-elle s'appliquer au risque de liquidité ? Car la question est ici de contraindre le risque systémique engendré par l'investissement de certains fonds dans des actifs peu liquides, ou par leur endettement.

On ne voit pas, actuellement, comment apporter de réponse satisfaisante à ce type de problème. Et pourtant, il y a bien là des mécanismes qui ont obligé des prêteurs en dernier ressort à intervenir pour faire face à l'effondrement de la liquidité. En particulier, la Federal Reserve a été amenée à refinancer des institutions qui n'avaient pas le statut de banques et n'étaient pas soumises à sa régulation (Bear Stearns, mais aussi des fonds d'investissement). Parce qu'en refusant d'intervenir, elle aurait mis en cause de nombreuses autres institutions et en particulier des banques commerciales. Mais ce type de sauvetage ne trouve guère de justification du point de vue de la théorie traditionnelle du prêteur en dernier ressort.

De même, qu'il est tout à fait anormal de demander aux banques centrales de faire la liquidité des marchés, d'acheter ou de prendre en pension des actifs jugés dépréciés, et donc de fixer leur prix pour remédier à la défaillance des mécanismes de marché. De devenir, en d'autres termes, des « teneurs de marché en dernier ressort », alors même qu'elles n'avaient pas la capacité de prévenir les dysfonctionnements qui les ont condamnées à intervenir contre tous leurs principes.

Dès lors, deux voies sont envisageables pour tenter de remédier à ces contradictions :

- soit on considère qu'il est possible de contrôler, au moins partiellement, le risque de liquidité en encadrant l'innovation financière, en interdisant le développement de produits trop complexes, en imposant des ratios de fonds propres (ou de réserves de liquidités) plus rigoureux à toutes les institutions concernées (aussi bien les fonds que les banques de financement et d'investissement), en les soumettant à des exigences de transparence renforcée... Il s'agit alors de placer les acteurs des marchés financiers sous une surveillance plus étroite. Ce qui suppose que des moyens importants y soient affectés et que l'on prenne des dispositions pour éviter la « capture des régulateurs » ;
- soit on pense que cette première voie n'est ni réaliste, ni efficiente, auquel cas il ne faut pas permettre aux acteurs de marché d'avoir recours de façon directe ou indirecte au refinancement de la banque centrale. S'il n'est pas possible d'encadrer la prise de risques, on ne doit pas offrir d'assurance liquidité, pour ne pas renforcer l'aléa de moralité et pour ne pas contraindre exagérément l'action des autorités monétaires, comme cela a été le cas dans la crise actuelle. C'est-à-dire qu'il convient d'organiser un cloisonnement assez strict entre les activités de marché et les activités bancaires traditionnelles, pour éviter qu'une contraction de la liquidité de marché ne se transforme en une pénurie de financement.

CONCLUSION : QUELLES CONSÉQUENCES POUR LA STRUCTURATION DU SYSTÈME BANCAIRE ?

Ces deux solutions ne sont pas forcément exclusives l'une de l'autre : segmenter les activités n'empêche pas de renforcer la régulation des banques d'investissement et de certains fonds. Mais il y a bien là deux logiques opposées : brider les activités de marché pour ne pas avoir à en subir les dysfonctionnements ou leur laisser libre cours en faisant en sorte qu'elles ne viennent pas polluer l'intermédiation de bilan. Dans la mesure où la régulation des activités de marché nous paraît bien délicate à mettre en œuvre, la seconde voie a clairement notre préférence. Il pourrait en résulter une volatilité accrue sur les marchés, mais l'expérience historique montre que cette volatilité, même quand elle prend des formes extrêmes, ne perturbe guère l'évolution de l'activité économique. C'est lorsque le système bancaire est touché par les dysfonctionnements des marchés financiers que les crises affectent profondément l'économie réelle. L'important est donc de mettre les systèmes de paiement et l'intermédiation de bilan à l'abri des errements des marchés. Sans avoir à solliciter l'intervention du prêteur en dernier ressort dans des situations où elle ne se justifie pas.

À l'évidence, ce n'est pourtant pas vers cette solution que semble

s'orienter la recombinaison des systèmes bancaires dans les pays développés. Les banques de financement et d'investissement disparaissent, absorbées par les banques de dépôt les plus puissantes ; l'Europe se félicite de la robustesse de son système de banques universelles et en profite pour accélérer le mouvement de concentration et les fusions transfrontières. Dans tous les cas, il est vrai que les pertes enregistrées par les institutions de marché ont pu être épongées par adossement aux activités de *retail* dont les revenus sont plus stables. Cependant, la constitution ou le renforcement de ces groupes financiers cumulant des activités dissemblables présente de vrais dangers pour l'avenir :

- d'abord parce qu'on laisse se développer des mastodontes qui seront non seulement *too big*, mais aussi *too complex to fail*. S'ils se livrent demain à de nouvelles extravagances, il sera impossible de les laisser tomber du fait de leur taille et de l'interconnexion de leurs positions. L'incitation à prendre des risques (aléa de moralité) jouera donc à plein. D'autant que la surveillance de ces conglomérats sera un exercice délicat ;

- par ailleurs, la transmission à l'économie réelle des accidents de marché sera d'autant plus forte et plus rapide qu'il n'existera aucun pare-feu entre les activités. Il est bon pour la stabilité du système bancaire que les activités de *retail* puissent prendre en charge les pertes enregistrées sur les marchés. Mais est-ce que l'on réalise que les pertes en question vont être répercutées sur le coût du crédit (plus généralement dans la tarification des services à la clientèle), c'est-à-dire sur les ménages et les entreprises dépendantes de l'intermédiation traditionnelle ? En d'autres termes, les dysfonctionnements de marché vont impacter plus directement l'activité économique, parce que la clientèle de la banque de dépôt sera mise à contribution pour compenser la chute de la rentabilité de la banque de marché. Sans compter que l'accentuation de la concentration bancaire va poser problème du point de vue de la politique de concurrence.

On sait qu'après la crise de 1929, plusieurs pays, et notamment les États-Unis, ont pris le parti de cloisonner les activités bancaires. Cette organisation a prévalu durant une cinquantaine d'années sans entraver la croissance brillante de l'après-guerre. Mais il est vrai qu'elle était peut-être inadaptée à la mondialisation et aux mutations industrielles de la fin de siècle. Il n'empêche que les exubérances de la libéralisation financière ont coûté cher au cours des dix dernières années. Et l'on peut se demander si l'on ne doit pas, aujourd'hui aussi, en venir à des solutions radicales, s'il est établi que l'on ne peut limiter autrement certains risques à portée systémique.

NOTES

1. Fama (1985) a été le premier à invoquer cet argument qui a été repris et étayé empiriquement par diverses publications.
2. Cf. par exemple, pour une présentation pédagogique : Demey, Frachot et Riboulet (2003).
3. Une autre façon de procéder pourrait consister à lier le ratio de fonds propres réglementaires aux écarts de maturité (impasses) entre actifs et passifs. Cette idée est développée notamment par Brunnermeier et *al.* (2009). On peut cependant se demander s'il est possible de compenser une exposition au risque de liquidité par un renforcement des fonds propres. Sans doute, cette amélioration de la capitalisation peut-elle accroître la capacité d'emprunt de la banque en temps normal. Mais il n'est pas sûr que cela soit suffisant en situation de crise grave de liquidités.
4. Ce premier rapport a été actualisé plusieurs fois en reprenant les mêmes principes.
5. Pour une présentation formalisée du problème, cf. Shin (2008).
6. S'il faut instruire le procès de Alan Greenspan, il nous paraît bien plus judicieux de parler de sa responsabilité dans le développement de ces innovations financières que du laxisme de sa politique monétaire sur lequel on se focalise. C'est la mauvaise tarification du crédit (des primes de risque) et la dissémination des risques qui est en cause dans la crise actuelle, et pas vraiment le niveau des taux de la Federal Reserve.

BIBLIOGRAPHIE

- BCBS (2000), « Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations », février.
- BCBS (2008), « Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision », septembre.
- BCBS (2009), « Findings on the Interaction of Market and Credit Risk », mai.
- BRUNNERMEIER M., CROCKETT A., GOODHART C., PERSAUD D. et SHIN H. (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, CEPR, Geneva Reports on the World Economy, vol. 11.
- BRYAN L. (1989), *La banque éclatée*, InterÉditions, mars.
- DEMEY P., FRACHOT A. et RIBOULET G. (2003), *Introduction à la gestion actif-passif bancaire*, Economica.
- FAMA E. (1985), « What's Different about Banks ? », *Journal of Monetary Economics*, pp. 29-39.
- GATEV E. et STRAHAN P. (2006), « Banks Advantage in Hedging Liquidity Risk : Theory and Evidence from the Commercial Market Paper », *Journal of Finance*, pp. 867-892.
- SHIN H. (2008), « Risk and Liquidity in a System Context », *Journal of Financial Intermediation*, pp. 315-329.
- STRAHAN P. (2008), « Liquidity Production in 21st Century Banking », *NBER Working Paper*, n° 13978.

