

LA STABILITÉ DU SECTEUR BANCAIRE : GÉRER LA NÉGOCIABILITÉ ET LA COMPLEXITÉ

ARNOUD W. A. BOOT*
MATEJ MARINČ**

Cet article traite de l'impact des innovations financières récentes sur la stabilité des institutions financières, ainsi que sur les conséquences à en tirer quant à la structure souhaitée de réglementation et de surveillance du secteur bancaire.

171

Le point de départ est que les innovations financières ont compliqué la gouvernance des institutions financières en générant un dynamisme difficile à contrôler. L'une des caractéristiques essentielles de ces innovations financières est qu'elles ont souvent pour objectif d'augmenter la négociabilité¹. Si une telle négociabilité peut accroître les possibilités de diversification, elle peut également, comme nous le verrons, être source d'instabilité. Le simple fait que quelque chose devienne échangeable (ou négociable – nous utiliserons indifféremment l'un ou l'autre de ces termes) peut compromettre l'engagement de certains agents. Par exemple, comme tout le monde le sait, les prêts hypothécaires, en devenant échangeables, peuvent saper les motivations de l'originateur à contrôler la qualité des emprunteurs. Plus fondamentalement, lorsque des marchés existent pour chacune des variétés d'actifs réels ou

* University of Amsterdam ; Centre for Economic Policy Research (CEPR).

** Faculty of Economics, University of Ljubljana ; Amsterdam Center for Law & Economics (ACLE), University of Amsterdam.

Cet article, traduit de l'anglais par l'Association d'économie financière, repose sur une étude plus complète intitulée « Banking at the Crossroad: How to Deal with Marketability and Complexity » (Boot, 2011), qui a été préparée à l'occasion de la conférence sur les marchés financiers organisée par la Federal Reserve (Fed) à Atlanta en 2011 et qui avait pour thème « Navigating the New Financial Landscape ». Les auteurs remercient pour leurs observations : George Kaufman et Peter Wallison (qui ont participé à la rencontre organisée par la Fed) ainsi que Stuart Greenbaum et Lev Ratnovski.

financiers d'une société, celle-ci peut changer plus facilement son orientation stratégique. Cette possibilité peut être bénéfique, mais elle peut également mener à un manque d'engagement (et de persévérance), à des décisions plus impulsives ou des comportements moutonniers liés à la tendance à suivre les modes. Dans le secteur bancaire, ces comportements sont particulièrement préoccupants parce qu'ils peuvent générer du risque systémique. Autrement dit, lorsque toutes les institutions parient sur les mêmes chevaux, l'exposition au risque est davantage corrélée et il y a plus de chance de voir survenir une faillite simultanée des institutions².

Certains ont vu dans les récents développements une guerre des banques « se disputant le territoire » face à la libéralisation du marché et/ou à des évolutions technologiques majeures (Hellwig, 2008). Autrement dit, les changements structurels majeurs (à l'instar de la vague d'innovations financières qui a reflété les développements en matière de technologie de l'information ?) relancent le secteur et peuvent inciter les acteurs à s'emparer de parts de marché afin d'asseoir à l'avenir leurs positions dominantes. Cela attire l'attention sur un problème plus transitoire. Ainsi, l'exemple de la crise bancaire qui a suivi la déréglementation du secteur bancaire suédois dans les années 1980 est éloquent : le secteur a besoin d'un certain temps pour trouver un nouvel équilibre (à la suite d'une libéralisation et/ou d'autres changements majeurs) et pendant ce temps-là, des accidents peuvent arriver. Nous pensons que les enjeux sont encore plus vastes. La négociabilité accrue est une évolution durable dans la dynamique sous-jacente des institutions financières et a augmenté la sensibilité des banques aux développements des marchés financiers.

Nous montrerons que cette nature plus interconnectée des banques et des marchés financiers a exposé les banques au caractère cyclique (alternance de fortes expansions et de récessions) des marchés financiers et a pu accentuer l'instabilité³. La nature de plus en plus changeante et complexe du secteur bancaire – à travers le rythme du changement, l'interconnexion et la présence de grandes institutions complexes – a conduit certains à donner de l'importance à la discipline de marché dans le secteur bancaire comme complément aux contrôles réglementaires et à la surveillance (Flannery, 2009). Nous soutiendrons que la discipline de marché n'a peut-être pas un rôle majeur à jouer dans la stabilisation du système financier dans son ensemble. Le caractère dynamique des marchés financiers peut vouloir dire que le risque inhérent à toute activité « chaude » est en réalité sous-estimé par le marché dans son ensemble et cela peut « empoisonner » la discipline de marché. Autrement dit, les marchés financiers, emportés par leur dynamisme, encouragent certaines stratégies et ensuite ne sont pas dans

une position favorable pour imposer une discipline de marché. Au contraire, ils ont en fait encouragé ces stratégies en sous-évaluant peut-être les risques véritables.

La question importante est de savoir comment gérer la complexité du secteur bancaire. Nous mentionnerons les évolutions institutionnelles et réglementaires qui pourraient être nécessaires afin d'améliorer la stabilité du secteur financier. On pourrait dire que la structure institutionnelle (y compris la réglementation) n'a pas suivi le rythme de la négociabilité renforcée, de l'« évolutivité » et donc de la complexité du secteur. Nous nous concentrons sur une surveillance efficace des institutions financières individuelles, mais en prenant en compte le contexte des préoccupations macroprudentielles (l'ensemble du système et de ses interconnexions), qui sont primordiales. La gestion de la complexité des institutions individuelles au travers d'une intervention opportune et d'une résolution ordonnée est fondamentale dans ce contexte. Qu'est-ce que cela signifie ? Des mesures structurelles (par exemple, le morcellement de grandes institutions complexes) sont-elles nécessaires pour gérer cette complexité ? Nous soutiendrons qu'imposer des mesures structurelles est loin d'être simple, mais pourrait s'avérer nécessaire afin d'aider à contenir des mécanismes du marché potentiellement déstabilisants et d'améliorer l'efficacité de la surveillance. Dans l'ensemble, nous préconiserons une approche globale de la réglementation et de la surveillance.

173

L'article s'organise comme suit. Les innovations financières et leur impact sur la négociabilité sont analysés dans la première partie. La deuxième partie aborde le coût du capital pour les banques. Cette question est importante à la fois du point de vue interne, à travers les activités (comment répartir le capital entre les activités ?), et d'un point de vue global (quelle est la quantité de capital nécessaire ? les fonds propres des banques sont-ils « coûteux » ?). La façon dont sont perçus le capital et ses déterminants est importante pour comprendre la prise de décisions et les choix des banques. Dans la troisième partie, nous examinons la discipline de marché. Peut-elle être efficace pour limiter les choix des banques en matière de risques ? Et peut-elle contribuer à augmenter la stabilité ? Comme nous l'avons déjà dit, nous sommes plutôt sceptiques. La quatrième partie porte sur ce qui peut être fait eu égard à la complexité et traite de l'opportunité des mesures structurelles.

LES INNOVATIONS FINANCIÈRES ET LA NÉGOCIABILITÉ

La notion selon laquelle l'innovation financière est bénéfique pour la croissance économique repose sur l'idée que de telles innovations

amélioreront l'allocation du capital. Selon les propos du président de la Federal Reserve (Fed), Ben Bernanke, « la sophistication croissante et la profondeur des marchés financiers encouragent la croissance économique en allouant le capital là où il peut être le plus productif » (Bernanke, 2007). Cette déclaration semble politiquement correcte et son caractère très général est difficile à réfuter. Néanmoins, il est nécessaire d'être plus précis.

Quel est précisément l'intérêt des innovations financières ? Dans un monde idéal où l'information serait disponible pour tous et où tout le monde serait en mesure de parfaitement discerner tous les attributs pertinents, les innovations financières pourraient contribuer à compléter le marché, c'est-à-dire qu'elles aideraient à mettre en place un système complet de titres au sens d'Arrow-Debreu. C'est l'argument d'élargissement (*spanning*) typique : les innovations financières sont bénéfiques car elles contribuent à compléter le marché⁴. En tant qu'ancien président de la BCE (Banque centrale européenne), Jean-Claude Trichet a soutenu en 2003 que « le développement rapide du processus d'innovation financière entraîne la création de nouveaux instruments et même de marchés complètement nouveaux, nous conduisant ainsi vers des marchés plus complets et nous fournissant de nouvelles solutions pour pallier les défauts des instruments et des marchés traditionnels » (Trichet, 2003). En effet, les décideurs semblent bien conscients des possibilités d'élargissement fournies par les innovations financières. Comme l'a soutenu Bernanke (2009), « l'innovation, lorsqu'elle est optimale, a été et continuera d'être un moyen de rendre notre système plus efficace et plus global ».

174

En conséquence, les innovations financières peuvent contribuer à améliorer l'allocation du capital. Plus simplement, un marché complet fournit aux individus une couverture optimale et, le cas échéant, un revenu dans la durée. Étant donné le plus haut degré de prédictibilité qui en résulte, ils peuvent se séparer de leur argent pour de plus longues périodes, facilitant ainsi les investissements à plus long terme. De la même façon, la négociabilité (possibilité de commercialisation) de la dette et des capitaux sur les marchés financiers permet aux investisseurs de rendre liquides leurs avoirs à tout moment (par exemple, en vendant leurs participations à d'autres investisseurs) et contribue à diversifier les risques. Ce faisant, les sociétés peuvent avoir un accès plus facile à des financements à (plus) long terme.

Le désir de liquéfier des créances contribue également à expliquer la mise en place d'une responsabilité limitée dans les contrats sur actions ou produits similaires, ce qui constitue une innovation en soi. Cela facilite les échanges et permet aux investisseurs de rendre liquides des créances liées à des investissements qui sont par ailleurs à long terme

(Michalopoulos, Laeven et Levine, 2009). La liquidité est par conséquent précieuse. Pourtant, comme nous le verrons plus loin, elle peut également avoir quelques répercussions négatives⁵. Plus spécifiquement, dans un monde imparfait, les problèmes d'agence et d'information conduisent à des distorsions qui peuvent être à l'origine d'un côté plus sombre de la liquidité.

Les problèmes d'information

Lorsque les asymétries d'information sont importantes et que certains impondérables ne peuvent absolument pas être intégrés par contrat, il est impossible d'obtenir des marchés complets⁶. Cela se produit lorsque ces impondérables ne sont pas vérifiables et/ou trop coûteux à vérifier. Introduire des innovations financières peut alors avoir une motivation bien plus sombre. Ces innovations peuvent être destinées à tromper les acteurs du marché. Le cas des marchés néerlandais et britannique des produits d'assurance-vie en est une bonne illustration. À plusieurs occasions, des ventes récurrentes et peu scrupuleuses ont eu lieu, avec pour dénominateur commun la présence d'une variété excessive de produits innovants qui partageaient une caractéristique commune : une complexité associée à une opacité des coûts⁷.

Les innovations auraient alors tendance à détériorer l'allocation du capital. Les avancées les plus récentes en matière de titrisation peuvent également être interprétées de cette façon. Au départ, la titrisation a pu permettre un accès plus large aux investisseurs, réduire les coûts de financement et, de ce fait, améliorer les possibilités de prêt pour les banques (Loutskina, 2011). Ces effets ont pu être créateurs de valeur, comme cela a été dit auparavant. Il y a une logique à satisfaire la demande en titres de qualité en regroupant des prêts hypothécaires et à en vendre la partie la moins risquée à des investisseurs (éloignés). Tant que les originateurs des prêts conservent la portion la plus risquée, ils ont encore une forte motivation à passer au crible les prétendants au prêt et à les contrôler.

Ce qui s'est passé par la suite est moins anodin. Il est évident que les critères d'octroi de prêts se sont assouplis (Keys et al., 2010)⁸. Une partie de cet assouplissement n'a pas grand-chose à voir avec la titrisation. Le *boom* du logement aux États-Unis a incité les prêteurs à accorder plus de prêts hypothécaires. Tant que les prix (de l'immobilier) continuaient d'augmenter, les prêts pouvaient toujours être refinancés et/ou la vente des maisons prises en garantie couvrait les encours des prêts hypothécaires. Là où la titrisation entre effectivement en ligne de compte, c'est que l'appétit insatiable du marché pour des titres AAA a poussé les institutions financières à reconditionner les titres à un

rythme effréné, finissant par abaisser les normes de qualité. De même, dans une volonté d'émettre le plus possible de titres AAA, les tranches les plus risquées des structures de titrisation ont une nouvelle fois été reconditionnées et encore plus de titres AAA ont été soumis à un retrait obligatoire. Ce regroupement et ce reconditionnement ont conduit à des titres très complexes. Lorsque le marché a finalement commencé à s'interroger sur la durabilité du *boom* du logement, les titres ésotériques sont tout à coup tombés en défaveur⁹.

L'observation la plus essentielle, particulièrement importante dans cet article, est que la titrisation lie les banques aux marchés financiers. Elle n'a pas uniquement servi à enlever le risque : les banques ont aussi pris des positions dans ces instruments (au travers de garanties de liquidité, de stockage...). De ce fait, leur sort est devenu inextricablement lié à celui des marchés financiers.

Négociabilité et « évolutivité » excessive : deux éléments clés

La titrisation a ouvert le bilan des banques. Bon nombre d'actifs bancaires sont devenus potentiellement négociables. Cette négociabilité est généralement perçue comme quelque chose de positif, mais les liens avec les marchés financiers qu'elle a entraînés ont rendu les banques plus vulnérables à la volatilité et au dynamisme des marchés financiers. De plus, elle implique que les activités et les risques existants peuvent évoluer quasi instantanément. Puisque les marchés financiers fonctionnent de façon cyclique et qu'ils sont potentiellement soumis à des tendances et à la confiance des investisseurs, les décisions des banques pourraient être de plus en plus basées sur le dynamisme ou, comme l'a dit Turner (2010), les banques deviennent « encore plus sensibles à des reprises exubérantes et autoalimentées, ainsi qu'aux récessions qui les suivent »¹⁰. Cela ajoute un peu plus d'instabilité¹¹. En d'autres termes, en raison de la prolifération des marchés financiers et de la négociabilité accrue des actifs bancaires, les banques deviennent plus opportunistes et risquent de perdre un peu de leur stabilité¹².

Avec la technologie de l'information comme moteur, la prolifération des marchés financiers ainsi que les innovations financières améliorant la négociabilité ont changé la dynamique du secteur bancaire. Nous pensons qu'il ne s'agit pas seulement d'une question de dynamique concurrentielle traditionnelle où les changements structurels (telle que la libéralisation) ont ouvert le marché et où les intervenants se disputent des parts de marché afin d'asseoir une position dominante pour l'avenir. Alors que de tels bouleversements peuvent provoquer un comportement à risque et causer une instabilité temporaire¹³, nous nous attendons à un effet plus permanent de la prolifération des innovations financières récentes améliorant la négociabilité. Comme

nous le verrons, l'instabilité du secteur pourrait être complexe à réduire et des mesures structurelles supplémentaires pourraient s'avérer nécessaires.

LE SOPHISME DU COÛT DU CAPITAL

La mauvaise allocation potentielle des ressources et l'instabilité sont encore un peu plus affectées par la façon dont les banques perçoivent leur coût du capital. Les banquiers considèrent que le capital est très onéreux et ils semblent dire qu'il a un prix unique. Par exemple, le coût du capital d'une banque peut être fixé, dans l'esprit des banquiers, à 15 %. Quelle que soit l'hypothèse, le capital n'a pas un prix unique. La théorie classique de sa structure indique que son coût unitaire dépend des risques auxquels il est exposé. Un risque plus important signifie généralement un coût plus élevé. Ce principe est au cœur de la célèbre théorie de la structure du capital de Modigliani et Miller et, d'une façon plus générale, au cœur de la théorie de la finance d'entreprise¹⁴.

Deux implications importantes découlent de ces observations. Premièrement, le coût unitaire du capital ne sera pas le même pour toutes les activités de la banque. Le niveau de risque et les caractéristiques du risque détermineront ce coût unitaire pour chacune des activités. Appliquer un coût du capital moyen au département d'opérations pour compte propre d'une banque serait par conséquent inexact. Étant donné les risques généralement bien diversifiés, et donc faibles, que l'on trouve dans une banque, les risques (non diversifiables) pris par ce même département imposent un coût d'usage du capital bien plus élevé. C'est ce à quoi les banques essaient de faire face lorsqu'elles répartissent le capital de façon interne.

Les allocations de capital sont typiquement basées sur des méthodologies de type capital économique, VaR (*value at risk*) et RAROC (*risk-adjusted return on capital*) (Stoughton et Zehner, 2007). Allouer des montants différenciés de capital (à un coût unitaire fixe) pourrait revenir à différencier le coût du capital en fonction des activités. En pratique, néanmoins, les écarts de risque peuvent ne pas être suffisamment pris en compte. De plus, les marchés des capitaux, emportés par leur propre dynamique, peuvent sous-estimer le risque et, de ce fait, provoquer des distorsions dans l'allocation du capital.

La deuxième implication est peut-être encore plus importante : les banques ne devraient pas choisir de s'engager dans des activités uniquement parce qu'elles ont le capital disponible. Cela concerne directement les distorsions qu'implique la simple conviction selon laquelle le capital a, d'une façon ou d'une autre, un prix fixe élevé (de façon exogène). L'observation essentielle est la suivante : « utiliser le capital »

augmente son coût unitaire. Par conséquent, s'engager dans les opérations pour compte propre afin d'exploiter le capital d'une banque élèvera son coût et, de ce fait, augmentera le coût des financements pour la banque dans son ensemble.

Les banques qui se considèrent comme « surcapitalisées » et qui décident d'utiliser ce capital pourraient donc ne pas créer de valeur du tout. Cet argument peut également expliquer pourquoi elles considèrent que le capital est (excessivement ?) onéreux. Si les investisseurs potentiels prévoient qu'elles vont utiliser leur capital à tout prix, ils augmentent en conséquence leurs exigences de rendement¹⁵. Les banques ne peuvent ensuite émettre des actions qu'à des prix décotés. Ces convictions et ces attentes créent un équilibre pervers. Étant donné l'état d'esprit des banquiers – capital onéreux à prix fixe qui nécessite d'être utilisé aussi vite que possible –, le marché répond de façon rationnelle en appliquant un prix plus élevé au capital¹⁶. En considérant ces attentes du marché, les convictions des banquiers sont justifiées et confirmées en situation d'équilibre.

Comme nous le verrons dans la troisième partie, tenir compte du fait que les marchés financiers peuvent traverser des périodes d'euphorie (*booms*) avec un risque sous-évalué amplifie les distorsions mises en avant dans cette partie. Si le risque est sous-évalué, la prise de risque (à travers les instruments de levier, le risque d'actif ou les asymétries) semble être créatrice de valeur et ainsi « résout » l'énigme qui veut que les banques semblent maximiser le rendement des capitaux, alors que la théorie de la finance d'entreprise nous dit que le risque devrait être pris en compte et donc qu'un rendement des capitaux ajusté des risques devrait être l'objectif. À l'extrême, si le risque pouvait être ignoré, le rendement des capitaux deviendrait une mesure sensée. Cela peut également expliquer pourquoi l'augmentation de l'effet de levier est populaire : elle élève le rendement des capitaux¹⁷.

La prolifération des marchés financiers a aggravé ce problème. Il est devenu plus facile de rapidement profiter des possibilités offertes par ces marchés (Adrian et Shin, 2010).

LA DISCIPLINE DE MARCHÉ EST-ELLE EFFICACE ?

La discipline de marché est une caractéristique du secteur bancaire souvent débattue. D'un point de vue constructif, elle signifie que les banques peuvent être incitées à bien se comporter parce que les marchés financiers peuvent les récompenser et/ou les pénaliser. Bliss et Flannery (2002) évoquent deux composantes de la discipline de marché : d'une part, les investisseurs qui identifient à temps l'état d'une banque, ce qui nécessite un contrôle par les investisseurs, et, d'autre part, et en consé-

quence, les actions en retour des investisseurs au comportement des banques. Il est possible d'identifier un troisième canal sous la forme de l'utilisation des données du marché pour une intervention officielle des autorités de contrôle (Flannery, 2009 ; Llewellyn, 2010).

Les autorités de contrôle ont également adhéré à la notion de discipline de marché. Par exemple, le troisième pilier des accords de Bâle II vise à améliorer la discipline de marché en faisant pression pour obtenir une meilleure divulgation de l'information. L'idée semble raisonnable. Pourquoi ne pas utiliser les données des marchés et faire en sorte qu'ils contribuent à discipliner les banques ? Cela semble particulièrement important si l'on tient compte de la tâche difficile qui incombe aux autorités de contrôle : surveiller un secteur financier en expansion où foisonnent des institutions financières toujours plus complexes et interconnectées (Kaufman, 2003). Les accords de Bâle II visent donc à faciliter cette tâche aux autorités de contrôle et de réglementation en améliorant la transparence et la discipline de marché. Les autorités de contrôle pourront peut-être utiliser les informations révélées par le marché dans leurs pratiques de contrôle.

De prime abord, ces idées suscitent un avis favorable. La discipline de marché serait un complément bienvenu à la mise en application de pratiques bancaires prudentes. Mais comment la discipline de marché peut-elle en pratique être efficace ? Au minimum, on peut dire que la valorisation de l'information et des signaux du marché fournira toujours des informations et devrait ainsi être potentiellement précieuse. Dans la littérature en particulier, la dette subordonnée a été considérée comme une source souhaitable de financement pour les institutions financières, parce qu'elle pouvait fournir des informations précieuses au moyen des prix de marché (Bliss, 2001). De tels signaux-prix peuvent augmenter les informations que détiennent les autorités de contrôle sur le risque d'une institution ou bien peuvent directement décourager la prise de risque par une institution financière. Autrement dit, lorsque les marchés prévoient une prise de risque trop importante, les financements subordonnés pourraient ne plus être disponibles ou bien les banques pourraient être dissuadées de prendre des risques, anticipant l'ajustement à la hausse du rendement de la dette subordonnée¹⁸.

Alors que la discipline de marché joue peut-être un rôle, la question de savoir dans quelle mesure elle contribue à imposer une discipline dans le secteur financier dans son ensemble est sujette à débat. Même si le marché peut observer les risques potentiels, les problèmes d'action collective parmi les investisseurs (*free riders*) et les plans de sauvetage gouvernementaux anticipés peuvent conduire à des signaux-prix complètement faussés. Une partie de la discipline passe par les notations de crédit des banques et celles-ci peuvent à leur tour dépendre des signaux

du marché. Comme nous l'avons observé au cours de ces dernières années, les agences de notation de crédit peuvent être sujettes à des conflits d'intérêts, ne pas ajuster leurs notes en temps voulu et/ou n'avoir que peu de véritable valeur ajoutée pour l'évaluation des risques sous-jacents¹⁹.

S'il y a des points positifs à la discipline de marché, une polémique existe néanmoins : est-ce qu'elle entrave ou est-ce qu'elle facilite la régulation visant le maintien de la stabilité du secteur bancaire ? En fait, elle semble arriver par vagues et en particulier au milieu d'une crise financière, elle peut submerger les acteurs individuels et le secteur dans son ensemble. Elle peut être sujette à des comportements moutonniers, puisque tout le monde « se dirige simultanément vers la sortie » dans les périodes les plus stressantes. Ce faisant, elle peut être source d'instabilité²⁰.

Nous voyons un paradoxe dans la notion de discipline de marché. Le comportement opportuniste que nous avons montré du doigt s'explique par le fait que les banques se lancent dans des activités spécifiques liées au marché financier. Et la négociabilité accrue que nous avons précédemment évoquée peut l'avoir facilité. Ces activités sont lourdement régies par le dynamisme des marchés financiers, par exemple lorsque le marché a une vision trop optimiste de la rentabilité de certaines stratégies. Ces opportunités semblent se multiplier en périodes d'euphorie sur les marchés financiers et vont généralement de pair avec une sous-évaluation du risque, autrement dit, avec des primes de risque faibles. C'est le marché qui définit ces opportunités et sous-estime le risque ; les banques cherchent à les exploiter (de façon opportuniste).

Voyons à présent le paradoxe. Tel que nous l'avons formulé, les marchés financiers qui sont censés se lancer dans la discipline de marché sous-estiment les risques et sont emportés par leur élan et, ce faisant, ils encouragent les banques à s'engager dans des activités spécifiques. Comment alors pouvons-nous attendre de ces mêmes marchés qu'ils imposent une discipline de marché ? Il nous apparaît que cette dernière est absente lorsque les banques suivent des stratégies inspirées des marchés financiers. Les choses sont même pires que cela. La corrélation des stratégies entre les institutions financières est alors importante, car elles voient toutes les mêmes opportunités et, de ce fait, nous observons un comportement moutonnier. Le risque systémique serait énorme et échapperait au contrôle de la discipline de marché.

Nous en déduisons que d'un point de vue macroprudentiel (autrement dit, à l'échelle du système), la discipline de marché n'est pas efficace. Cela conforte l'analyse de Flannery (2009) selon laquelle au cours de l'été 2007, ni le cours des actions, ni les écarts de rendement

des CDS (*credit default swaps*) n'ont fourni d'informations sur les problèmes existants. Nous avons tendance à conclure que la discipline de marché pourrait mieux fonctionner pour les choix idiosyncrasiques en matière de risques d'une institution financière individuelle (autrement dit, entre institutions) que pour les choix du secteur dans son ensemble. Dans le secteur financier, avec les stratégies corrélées induites par le dynamisme des marchés financiers, elle semble inefficace.

GÉRER LA COMPLEXITÉ : MORCELLEMENT DES BANQUES ET DISPOSITIONS TESTAMENTAIRES

Nous soutenons que des mesures structurelles peuvent être nécessaires afin de contribuer à limiter les mécanismes déstabilisateurs du marché et à gérer la complexité et que les mesures comportementales (comme des exigences plus fortes en matière de fonds propres) sont insuffisantes. Dans l'ensemble, nous préconisons une approche globale de la réglementation et du contrôle.

La question de la complexité des institutions financières fait l'objet d'un large débat. Pour d'autres secteurs, on est tenté de dire que les mécanismes du marché détermineront quelle pourrait être la configuration optimale d'une société (sous réserve de préoccupations anti-trust). Néanmoins, dans le secteur bancaire, la complexité peut aggraver des externalités que l'on pourrait vouloir limiter, ce que l'on peut expliciter ainsi :

- les institutions complexes peuvent être difficiles à administrer et à contrôler et l'on peut s'attendre à ce que la discipline de marché ne soit pas efficace (problème d'opacité) ;
- une institution financière complexe peut avoir beaucoup de liens, difficiles à discerner, avec le système financier dans son ensemble qui peuvent accroître les préoccupations relatives aux institutions *too big too fail*, ou plutôt trop interconnectées pour faire faillite ;
- par conséquent, les préoccupations d'ordre systémique peuvent devenir plus importantes ;
- la complexité peut paralyser les autorités de contrôle et les placer en situation de dépendance ; par exemple, comment une intervention opportune est-elle possible si les autorités de contrôle ne saisissent pas la complexité d'une institution ?

Sur ce dernier point, un élément des propositions de réformes actuelles demande aux institutions financières de prévoir des dispositions testamentaires, autrement dit un plan de redressement et de résolution qui permettrait de pallier efficacement et de façon disciplinée les difficultés financières, si d'aventure elles survenaient. De telles dispositions testamentaires visent à surmonter la complexité d'une

institution et la paralysie que celle-ci peut provoquer chez les autorités de contrôle lorsque des problèmes apparaissent²¹. Prendre ce concept au sérieux devrait sans doute vouloir dire que toutes les institutions financières concernées prennent des dispositions pour être facilement dissoutes en cas de problème. Ainsi, il peut être nécessaire de gérer en amont la complexité qui aurait alors des implications directes sur la structure organisationnelle de l'entreprise, autrement dit, sur le modèle d'entreprise de la banque (Feldman, 2010).

Il est tentant de conclure qu'une façon de gérer la complexité serait de dissocier les activités et de les répartir dans des structures juridiques distinctes (filiales). Celles-ci pourraient interagir les unes avec les autres dans des conditions de concurrence normale, chacune étant correctement capitalisée sans avoir recours aux autres. Cela ressemblerait à la structure de holding passive qui fait l'objet d'un débat dans certaines études de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) (Blundell-Wignall, Wehinger et Slovik, 2009). Avec une telle structure, les autorités de contrôle pourraient peut-être cibler, et donc sauver, plus facilement (et de façon plus opportune) les parties importantes du point de vue systémique d'une institution financière en cas de crise ; les autres parties pourraient être vendues ou démantelées.

182

Dans cette optique, on peut se pencher sur les dispositions prises par la Nouvelle-Zélande. Dans ce pays, une grande partie du secteur bancaire est aux mains d'acteurs étrangers. Les autorités néo-zélandaises se sont montrées sceptiques vis-à-vis de ce manque de contrôle et ont imposé à ces acteurs des exigences structurelles. Celles-ci comportaient notamment une organisation renforcée des activités au sein des filiales, mais par-dessus tout, elles rendaient les filiales basées en Nouvelle-Zélande indépendantes sur le plan opérationnel de leurs sociétés-mères, basées à l'étranger (Herring et Carmassi, 2010)²².

*Des structures juridiques distinctes opérant dans le même groupe
peuvent-elles être efficaces ?*

Il n'est pas certain que de telles structures distinctes soient réellement efficaces. Sur le marché, des retombées liées à la réputation peuvent toujours avoir une incidence sur les différentes parties du groupe. De la même façon, le marché peut malgré tout s'attendre à un subventionnement croisé et un partage des risques au sein d'un groupe, toute activité individuelle étant perçue comme adossée à la solidité financière du groupe (Lumpkin, 2010).

En pratique, les institutions financières ont généralement une structure de société qui inclut une myriade d'entités juridiques (Avgouleas, Goodhart et Schoenmaker, 2010). Les banques sont ainsi devenues affreusement complexes. HSBC, par exemple, possède plus de

2 000 entités (Llewellyn, 2010). Ces entités ne sont généralement pas conçues pour accroître la transparence et/ou réduire la complexité, mais plutôt pour s'engager dans des activités d'arbitrage réglementaire et fiscal (comme la gestion de capital). Les structures juridiques elles-mêmes ne sont généralement pas distinctes de façon significative, mais liées les unes aux autres au travers de transactions intragroupes, de *back offices* communs et d'autres services et activités partagés. Alors que ces liens peuvent produire des synergies, la complexité qui va de pair semble en contradiction avec la mise en place de dispositions testamentaires efficaces, ou avec une structure d'entreprise qui soit réceptive au contrôle ou à la discipline de marché.

Les complexités sont amplifiées une fois que l'on prend en compte les activités transfrontalières et les différences de régimes de faillite qui existent dans les différents pays (Cumming et Eisenbeis, 2010). Les dispositions testamentaires et l'intervention opportune qu'elles peuvent faciliter peuvent être précieuses, en particulier dans ces situations transfrontalières, et notamment lorsque l'intervention survient avant que les pertes deviennent écrasantes. Ce dernier élément peut être crucial pour concilier les intérêts des décideurs politiques et des autorités de contrôle. Les possibilités de conflits sont vastes si l'on considère les problèmes associés au partage de la charge.

On peut s'attendre à ce que le secteur s'oppose vigoureusement à des structures aussi transparentes et indépendantes qui – de son point de vue – limiteraient les synergies. Il est difficile de dire si ces préoccupations sont vraiment valables. Comme nous l'avons soutenu dans la deuxième partie, les banques peuvent confondre le subventionnement croisé avec les synergies réelles. Les institutions financières peuvent également être motivées par la recherche de la complexité et ainsi prendre en « otage » les autorités de contrôle. Le soutien implicite porté aux institutions *too big too fail* peut amplifier encore un peu plus les désaccords qui existent entre les choix optimaux personnels des banquiers et ceux de la société. La réalité est que l'on est bien loin de la structure de holding passive telle qu'imaginée dans les études de l'OCDE – avec la transparence apportée par des contrats conclus dans les conditions normales du marché et des capitalisations irrémédiablement séparées.

183

Morceler les banques ?

Une question intéressante serait de savoir si face à cette opposition, il ne faudrait pas être plus actif et chercher une solution plus radicale. Cette question fait référence aux mesures structurelles visant à imposer une structure et des activités autorisées aux banques et autres institutions financières (Llewellyn, 2010)²³. Plusieurs dirigeants ont préconisé

de telles mesures. Les Britanniques ont sans doute été les plus inflexibles. Mervin King (gouverneur de la Bank of England), tout comme Adair Turner (président de la Financial Services Authority – FSA) ont fait allusion à la nécessité de diviser les banques. En fait, le gouvernement britannique a mis en place une commission bancaire indépendante (Commission Vickers) afin qu'elle se penche sur les solutions structurelles potentielles. Même si elle ne préconise pas directement de telles mesures, Sheila Bair, de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), a déclaré que « les grandes banques internationales des États-Unis pourraient devoir se restructurer et réduire l'éventail de leurs activités dès à présent, à moins qu'elles soient en mesure de prouver qu'elles pourront être facilement démantelées en cas de nouvelle crise financière » (propos rapportés par Reuters, 1^{er} mars 2011). Lorsqu'il s'agit de réellement mettre en place de nouvelles politiques, les États-Unis semblent avoir pris l'initiative avec la loi Volcker (qui fait partie du *Dodd-Frank Act*), visant à interdire l'implication des banques dans la négociation pour compte propre et à limiter leurs investissements et leur sponsorship des *hedge funds* et *private equity funds*²⁴.

184

Les banques européennes ont toujours fonctionné selon le modèle de banque universelle complètement intégrée, alors qu'aux États-Unis, le *Glass-Steagall Act* a créé une division nette entre les activités de banque commerciale et celles de banque d'investissement. La fin de cette loi reflète au moins en partie la difficulté (et l'intérêt ?) de mettre en application une telle séparation. En effet, préalablement à l'adoption du *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* de 1999, qui a officiellement abrogé le *Glass-Steagall Act*, les banques commerciales se sont engagées, sous couvert de la *Section 20*, dans des activités de banque d'investissement filialisées. Cela a pu refléter la complémentarité qui existe entre les activités de prêt et de prise ferme de titres d'emprunt. De ce fait, le *Financial Services Modernization Act* a été dans une certaine mesure une réponse tardive aux mécanismes sous-jacents du marché. Mais il a fait plus que cela. Il a permis aux banques commerciales américaines de connaître une expansion rapide dans les activités d'investissement et de devenir de véritables conglomérats financiers²⁵.

Si la complexité rend impossible une intervention opportune et crédible des autorités de contrôle, nous pouvons commencer à réfléchir à l'intérêt que présente un morcellement des banques. Est-il seulement vraiment possible ? Et comment cadre-t-il avec les objectifs plus larges de la surveillance, et notamment avec les enseignements de la crise financière ? Au moins deux leçons peuvent être tirées de cette crise :

- il faut s'atteler au problème de la contagion ;

– les activités centrales des banques commerciales devront peut-être être protégées.

Ce dernier point fait généralement référence au système de paiement et aux opérations locales de dépôt et de prêt. Si un morcellement accroît effectivement la transparence et réduit la complexité, une intervention opportune pourrait être plus facile et adaptée aux deux leçons²⁶. Mais cela correspond à un point de vue *ex post*, autrement dit, après la survenue des problèmes. Mais comment un système bancaire plus fragmenté fonctionnerait-il d'un point de vue davantage *ex ante* ? Réduirait-il la contagion ? Serait-il plus efficace pour protéger les activités centrales des banques commerciales ?

Il n'est pas évident qu'un système plus fragmenté soit moins sensible à la contagion, mais l'exemple des systèmes consolidés n'est pas non plus convaincant. Le risque systémique ne semble pas être maîtrisé dans les grandes banques diversifiées. En fait, Richardson, Smith et Walter (2010) concluent que « l'expansion d'activités multiples – selon le modèle des grandes institutions financières complexes – génère un risque systémique plus important ». Ils fondent cette conclusion sur le travail exhaustif de (entre autres) De Jonghe (2010), Stiroh (2006) et le travail théorique de Wagner (2010). Ainsi, du point de vue politique économique, il est difficile de défendre la nécessité de telles institutions à la fois grandes et complexes. De même, les institutions bancaires commerciales plus limitées, peu exposées aux marchés financiers et principalement financées par les dépôts (par opposition aux financements de gros, moins stables), pourraient être plus efficaces dans la protection des activités centrales de banque commerciale.

185

Que faire ?

Nous penchons pour des actions qui simplifieraient la structure des institutions bancaires. Avec l'énorme complexité des institutions existantes et la difficulté qu'ont les autorités de contrôle à saisir les liens d'intra (à l'intérieur) et d'inter (entre) dépendance qui régissent les institutions financières, il y a beaucoup à gagner. Néanmoins, cette même complexité, associée à l'attitude hostile et peu coopérative (mais compréhensible) du secteur lui-même lorsqu'il s'agit de mesures structurelles, rend cette tâche extrêmement redoutable et nécessiterait beaucoup de persévérance et d'obstination. De la même façon, des problèmes bien connus comme la gestion des transactions transfrontalières des banques (coordination internationale) et le système bancaire parallèle dans son ensemble nécessiteraient que l'on s'y attelle. Et le fait qu'il n'y ait pas de propositions bien définies sur la façon de procéder à l'aménagement de l'architecture financière n'arrange rien non plus.

La règle Volcker qui met l'accent sur la négociation pour compte

propre, les investissements et la sponsorship des *hedge funds* et des *private equity funds* ainsi que sur des restrictions sur les produits dérivés pourrait contribuer à réduire l'exposition aux marchés financiers et semble effectivement cohérente avec les deux leçons de la crise telles qu'énoncées ci-dessus (limiter la contagion et protéger les activités centrales des banques). Mais cette règle manque clairement de précision et n'est pas infaillible, aussi son efficacité est-elle sans doute limitée. L'impact sur la complexité est lui aussi limité et, de ce fait, une intervention opportune efficace demeure incertaine. Mais dans l'ensemble, nous considérons qu'il s'agit d'une évolution dans le bon sens.

Nous pensons qu'une intervention musclée au niveau de la structure du secteur bancaire – en se basant sur la loi Volcker – pourrait finalement être un élément inéluctable de la restructuration du secteur. Elle pourrait s'attaquer à la complexité, mais aussi contribuer à maîtriser les mécanismes du marché qui pourraient aller à l'encontre des préoccupations prudentielles (comme le suggère l'aperçu sur la discipline de marché). Pour le moment, les interventions structurelles dans le secteur bancaire sont plutôt hésitantes. D'autres mesures, comme des exigences plus fortes en matière de fonds propres ou de liquidité, sont manifestement nécessaires. Mais celles-ci se concentrent principalement sur les institutions individuelles, alors qu'une approche plus axée sur le système est primordiale afin d'identifier les facteurs externes et les liens d'interdépendance (Calomiris, 2009 ; Goodhart, 2009). Des surtaxes contracycliques sur le capital ainsi que d'autres mesures et surtaxes liées au degré d'interconnexion sont également nécessaires pour augmenter un peu plus la confiance en la stabilité du secteur. Nous avons tendance à souscrire à la notion de redondance de Kay (2010) : avoir confiance en la stabilité du secteur financier impose d'intégrer la redondance aux structures de réglementation et de surveillance du secteur bancaire.

186

Cet article a souligné les défis majeurs que les innovations financières apportent aux banques. Nous avons démontré qu'elles pouvaient être bénéfiques (par exemple, lorsqu'elles complètent les marchés), mais qu'elles pouvaient également être source d'instabilité. Le drapeau rouge est lié à l'observation que les innovations financières visent souvent à accroître la négociabilité et lient inextricablement les banques aux marchés financiers, d'où une exposition des banques à la nature cyclique (*boom and bust*) des marchés financiers.

Nous avons tendance à conclure que la négociabilité générée dans l'activité bancaire par les innovations financières a créé un paysage plus opportuniste, favorable au comportement moutonnier, aux modes et à une prise de risque excessive. L'instabilité plus forte semble inhérente

à cette nouvelle réalité. Nous avons également soutenu que la discipline de marché peut être assez inefficace. Nous décrivons cela comme un paradoxe. Lorsque des stratégies particulières ont une dynamique dans les marchés financiers, le marché dans son ensemble peut sous-estimer les risques qu'elles entraînent. Comment dans ce cas peut-on s'attendre à ce que la discipline de marché fonctionne ? Il nous apparaît que cette dernière peut être absente lorsque les banques suivent des stratégies inspirées des marchés financiers. Les choses sont encore plus graves car elles voient les mêmes opportunités en même temps et, de ce fait, des comportements moutonniers surviennent. Le risque systémique est alors considérable et non enrayé par la discipline de marché.

Nous attirons l'attention sur le fait que les mécanismes du marché nuisent à un comportement prudentiel du secteur bancaire. La réglementation et la surveillance font alors face à un gigantesque défi. En partie pour cette raison, nous pensons qu'une intervention musclée dans la structure du système financier – en se basant sur la règle Volcker – devrait finalement constituer un élément inéluctable de la restructuration du secteur. Des mesures structurelles peuvent contribuer à maîtriser les mécanismes déstabilisants du marché. L'autre défi est la complexité des institutions financières qui telle qu'elle existe aujourd'hui rend la tâche très difficile aux autorités de contrôle. Une intervention opportune semble presque impossible. Les dispositions testamentaires peuvent conduire à quelques améliorations, mais des structures d'entreprise et de secteur plus transparentes semblent indispensables.

187

Nous ne pensons pas qu'il suffise d'introduire des mesures comportementales, telles que des exigences plus fortes en matière de fonds propres et de liquidité. À cet égard, les incitations contre-productives que peuvent induire des exigences plus fortes en matière de fonds propres sont instructives. Par exemple, les banques peuvent choisir d'augmenter leur exposition au risque, à la suite des exigences plus fortes en matière de fonds propres, afin de maintenir un rendement des capitaux important (qui ne mesure, ni ne contrôle le risque)²⁷. Nous ne sommes pas convaincus par la déclaration de Greenspan (2011), selon laquelle nous devrions accepter que le système financier soit similaire à la main invisible d'Adam Smith – une sorte d'écosystème complexe qui dépasse l'imagination ou le contrôle de tout un chacun et qui est irrémédiablement opaque. Un tel *statu quo* semblerait inacceptable.

Néanmoins, Greenspan a sans nul doute raison lorsqu'il observe que toute mesure (ainsi que les nombreuses mesures proposées dans le *Dodd-Frank Act*) aura des conséquences inattendues. Cela attire l'attention sur les coûts potentiels de l'ingérence réglementaire. En effet, nous savons bien peu de choses sur le coût de la réglementation (y

compris celui des mesures structurelles) ; il n'est d'ailleurs pas non plus aisé de déterminer le coût des crises financières. Un effort important de recherche est nécessaire pour tenter de comprendre quelle structure pourrait offrir le plus de bénéfices²⁸.

NOTES

1. Voir, par exemple : la titrisation et les produits connexes tels que les CDS (*credit default swaps*) et les CDO (*collateralized debt obligations*).

2. La prise de risque peut également devenir plus cyclique. Par exemple, la demande pour les tranches seniors des structures titrisées a été importante en dépit de leur forte sensibilité à une mauvaise conjoncture économique (Coval, Jurek et Stafford, 2009). De deux choses l'une : soit les investisseurs ont été attirés par les notes élevées de ces instruments, soit ils ne demandaient qu'à endosser le risque systémique. Et cela a été un phénomène à l'échelle de tout le secteur. Haensel et Krahen (2007) ont montré, à l'aide d'une série de données sur les CDO européens, que les banques qui avaient émis des CDO avaient accru leur risque systémique.

3. Pour reprendre les propos de Shin (2009, p. 110) : « Dans un système financier moderne axé sur le marché, la situation du secteur bancaire et celle du marché financier ne devraient pas être envisagées séparément. » Demirguc-Kunt et Detragiache (2005) ont attiré l'attention sur les risques inhérents à l'euphorie collective et souligné le fait que plus l'essor économique dure longtemps, plus une crise a (finalement) de chances de survenir (Llewellyn, 2010 ; Woolley, 2010). Adrian et Shin (2010) ont mis en évidence l'influence que peut avoir la santé des marchés financiers sur l'effet de levier (qui augmente) et sur le financement (qui devient plus fragile et à plus court terme) : ces deux activités ont tendance à générer des tensions lorsque les conditions du marché se détériorent.

4. Un marché complet signifie que les investisseurs ou les consommateurs peuvent « contracter » en se basant sur n'importe quelle situation future imaginable du monde et ainsi créer une répartition optimale. Dans le contexte des fonds d'investissement spéculatifs, par exemple, ce type de marchés complets permet aux investisseurs de neutraliser tout risque lié à un quelconque État du monde auquel ils pourraient être confrontés. Cela signifie que les investisseurs peuvent précisément adapter les revenus de leurs placements à leurs préférences dans tout État du monde. On ne peut pas automatiquement supposer qu'introduire de nouveaux titres sur des marchés incomplets qui fournissent aux investisseurs de plus grandes possibilités de répartition est par définition créateur de valeur. Elul (1995) a montré qu'ajouter un nouveau titre pouvait avoir des « conséquences presque arbitraires sur les utilités des agents ».

5. Si certaines frictions – comme les coûts de transaction – entravent la répartition optimale du capital, alors les innovations financières qui les réduisent semblent optimales (Tufano, 2003). Dans cette interprétation positive, les innovations telles que les CDS ou les CDO favorisent une répartition optimale en réduisant le coût de la diversification et de la redistribution du risque. Néanmoins, comme l'ont fait remarquer Posen et Hinterschweiger (2009), pendant la période allant de 2003 à 2008, la croissance des dérivés négociés de gré à gré (OTC – *over-the-counter*) a été douze fois supérieure à celle des investissements réels (300 %, contre 25 %). Et après 2006, les investissements réels ont stagné, alors que les dérivés d'OTC ont indubitablement augmenté plus vite que jamais. Même si cela n'écarte pas le fait que la prolifération de ces instruments financiers aurait également pu être bénéfique plus tard, au cours de la période de *boom*, les conséquences négatives sur la robustesse du système financier – observées en 2007-2009 – tendent à réfuter cela.

6. De nouveaux titres sont parfois introduits pour aider à surmonter les asymétries d'information. La créance de dette, même s'il ne s'agit pas réellement d'un titre nouveau, illustre bien cela. Ce type de créances peut fournir du financement à un coût moindre que celui de l'émission d'actions, parce qu'elle est moins sensible à l'information (Hennessy, 2009 ; Myers et Majluf, 1984). Une créance de type action pâtirait du problème du marché aux *lemons* (voitures d'occasion) (Akerlof, 1970). Alternativement, en cas de problèmes de vérification, les coûts anticipés de la vérification pour un contrat de dette sont limités puisque dans la plupart des cas, la société peut rembourser et le fera (aucune vérification n'est nécessaire)

(Gale et Hellwig, 1984 ; Tirole, 2006). La littérature sur la conception de titres fournit plusieurs autres exemples : ainsi, les obligations convertibles peuvent fournir aux porteurs d'obligations une protection contre le comportement de recherche du risque des actionnaires. D'autres ont soutenu que l'octroi de droits pouvait contribuer à résoudre le problème du marché aux *lemons* (Balachandran, Faff et Theobald, 2008 ; Heinkel et Schwartz, 1986).

7. Gabaix et Laibson (2006) analysent comment les producteurs (c'est-à-dire les sociétés de services financiers) peuvent exploiter les consommateurs non informés en présentant de manière erronée les attributs. D'après Carlin (2009), la complexité est ajoutée pour décourager la production d'information, destinée à faciliter l'expropriation des investisseurs. Henderson et Pearson (2009) montrent comment les innovations peuvent être conçues pour tromper les acteurs du marché et être à l'origine de sérieux dommages.

8. Parlour et Plantin (2008) ont analysé les cessions de prêts. Selon eux, les banques comparent les bénéfices des cessions de prêts (sous forme d'une flexibilité supplémentaire pour rapidement redéployer le capital des banques) avec les inconvénients (diminution des motivations à exercer un contrôle). Ils ont montré que les cessions de prêts conduiraient à un nombre excessif d'opérations sur des titres très bien notés et à un manque de liquidité des titres mal notés. Les ratios de fonds propres pondérés en fonction du risque peuvent contribuer à apporter de la liquidité à des titres faiblement cotés.

9. Tant que le dynamisme était présent, l'appétit du marché ne pouvait être assouvi et il y avait beaucoup d'argent à gagner en faisant tourner à pleine vitesse les « machines à reconditionner ». L'empressement des agences de notation à accorder de bonnes notes y a clairement contribué (White, 2010). Du coup, les institutions financières ont adapté leur gamme d'activités à ces activités liées au marché.

10. Voir également : Shleifer et Vishny (2010).

11. Remplacer le financement par les dépôts des particuliers par le financement de gros sur les marchés a également exposé les banques à un risque supplémentaire de liquidité. Huang et Ratnovski (2011) ont montré que la face cachée de la liquidité se traduisait par des motivations réduites des fournisseurs de financements de gros à contrôler leurs banques et que cela pourrait déclencher une liquidation inefficace ; voir également : Acharya, Gale et Yorulmazer (2011). La principale menace que constitue un retrait massif des dépôts pourrait ne plus émaner des dépôts à vue, comme le suggèrent Diamond et Dybvig (1983), mais plutôt des financiers de gros ou des emprunteurs de banques qui réduiraient leurs engagements de crédit (Gatev, Schuermann et Strahan, 2009 ; Ivashina et Scharfstein, 2010).

12. Cette discussion concerne également la question plus générale de gouvernance d'entreprise que constituent les droits des actionnaires sur le marché financier. Dans une étude connexe de Boot, Gopalan et Thakor (2008), l'accent est mis sur la nécessité d'avoir quelques actionnaires stables. La liquidité que procurent les marchés des valeurs mobilières peut être à l'origine de changements constants de propriété, de sorte qu'il n'est pas possible d'établir de liens stables et durables avec les actionnaires. Le soutien et l'engagement envers une stratégie peuvent alors s'affaiblir et devenir plus désordonnés. Cela peut rendre les sociétés plus sensibles aux pressions à court terme des marchés financiers. Bhide (1993) soutient que la liquidité des marchés de valeurs mobilières peut avoir une face cachée en ce que ces marchés complètement liquides encouragent la propriété diffuse et que cela peut saper les motivations à contrôler. De ce fait, la mainmise des entreprises sur les gestionnaires peut se relâcher. Les motivations de contrôle nécessitent généralement une participation plus importante et plus durable dans une société et pourtant, cela est en contradiction avec la liquidité. Bolton et Von Thadden (1998) ont montré que la liquidité globale du marché de valeurs mobilières peut en fait bénéficier de la présence simultanée de quelques détenteurs de blocs de titres. La face cachée de la liquidité et la possibilité de changements rapides dans la répartition des actifs sont liées au travail de Myers et Rajan (1998), qui mettent l'accent sur le fait que la liquidité des actifs bancaires est utile en ce qu'elle réduit la substitution d'actifs et l'aléa moral. La face cachée de la négociabilité est également présente dans les travaux économiques qui mettent l'accent sur le fait que la création de marchés (provisoires) et de possibilités de négociation n'est pas nécessairement une bonne chose ; voir, par exemple : l'étude de Jacklin (1987) dans le contexte du lissage intemporel de Diamond et Dybvig (1983).

13. Hellwig (2008) attire l'attention sur la crise bancaire, qui a suivi la déréglementation de 1971 au Royaume-Uni (levée de l'encadrement du crédit), ainsi que sur la crise de 1992, qui a suivi la déréglementation du milieu des années 1980 en Suède.

14. Il ne faut pas en conclure que le principe d'indifférence de la structure du capital s'applique aux banques. Comme chacun le sait, il peut y avoir des frictions qui provoquent des déviations du modèle M & M. Pourtant, la notion générale selon laquelle le coût du capital est affecté par le risque auquel le capital est exposé est difficile à réfuter (Admati *et al.*, 2011). La question de savoir à quel point le secteur bancaire est spécifique, en particulier avec son rôle dans la transformation de la liquidité, demeure sujette à débat. D'autres théories sur la structure financière des banques se concentrent sur le rôle de régulateur qu'exercent les financements fragiles et à court terme (Calomiris et Kahn, 1991 ; Diamond et Rajan, 2001). L'idée ici est qu'une dette fragile discipline une banque (c'est-à-dire qu'elle se comportera bien afin d'éviter les retraits massifs de dépôts). Pourtant, comme le soutient Shin (2009), une telle structure financière serait hautement déstabilisante, en particulier si l'on tient compte des événements exogènes à l'échelle du secteur (au-delà du contrôle individuel d'une banque) qui peuvent déclencher une crise de confiance parmi les financiers. Ce genre de dettes fragiles provoquerait alors une sérieuse crise de la liquidité dans le secteur.

15. Plusieurs exemples tirés de la crise financière de 2007-2009 démontrent les risques associés à la croissance rapide des banques. La banque islandaise Landsbanki a connu une croissance extraordinaire aux Pays-Bas et au Royaume-Uni en proposant des comptes d'épargne Icesave en ligne avec des taux d'intérêt intéressants. En seulement cinq mois de présence aux Pays-Bas, elle avait collecté 1,7 Md€ sur environ 130 000 comptes (de Moor, du Perron et Krop, 2009, p. 54 et 56). L'effondrement de Landsbanki qui a suivi a provoqué un conflit diplomatique entre l'Islande et le Royaume-Uni, ainsi qu'entre l'Islande et les Pays-Bas. De la même façon, ING s'est développée de façon agressive aux États-Unis avec sa filiale ING Direct. Les dizaines de millions de dollars en dépôts qui avaient été acquis sur le marché américain devaient être investis localement avec quelques exigences liées au marché du logement. Avec peu de présence physique aux États-Unis, des investissements massifs ont été faits en prêts hypothécaires Alt-A qui ont été remis en question dans la débâcle financière de 2007-2009. ING a alors eu besoin du soutien du gouvernement néerlandais.

16. La « notion de prix fixe » implique que les banques peuvent être tentées de répondre à des exigences plus fortes en matière de fonds propres par une augmentation du risque, à moins que ce risque ne soit pleinement pris en compte dans les exigences de capital fondées sur le risque. En fait, cela peut contribuer à expliquer l'augmentation rapide du risque préalable à la crise, lorsque le secteur bancaire était considéré comme étant correctement capitalisé.

17. Haldane, Brennan et Madouros (2010) attirent également l'attention sur les distorsions causées par le filet de sécurité implicite (assurance-dépôt) et/ou explicite (*too big too fail*).

18. Decamps, Rochet et Roger (2004), Goyal (2005) et Barth, Caprio et Levine (2004) soutiennent ces idées.

19. On remarque également qu'un ajustement à la baisse de la notation de crédit peut faire office d'élément déclencheur qui peut, à lui seul, déstabiliser une institution. Un déclassé pourrait provoquer une sorte de désengagement des investisseurs. Par exemple, beaucoup d'investisseurs institutionnels ne sont autorisés à investir que dans des titres bien notés. Un déclassé vers une note inférieure pourrait donc conduire à un exode massif. Ces problèmes sont loin d'être insignifiants. Les notations de crédit peuvent aussi jouer un rôle en tant que points focaux des marchés financiers, contribuant ainsi à harmoniser les opinions au sein des marchés financiers et à réduire la fragilité (Boot, Milbourn et Schmeits, 2006).

20. Il serait intéressant de savoir si la discipline de marché peut contribuer à limiter les risques systémiques ou bien si les réponses du marché ne font qu'amplifier de tels risques (Flannery, 1998).

21. Comme le conclut Bliss (2003) : « Jusqu'à ce que les problèmes de complexité soient résolus, seul le hasard permettra de découvrir qu'une grande institution financière complexe est encore suffisamment solvable ou qu'elle est en détresse. »

22. D'après Ng (2007), les banques en Nouvelle-Zélande sous-traitent généralement une partie de leurs activités à des fournisseurs de services indépendants ou apparentés et aussi bien dans le pays qu'à l'étranger. La prédominance en Nouvelle-Zélande de banques détenues par des sociétés-mères basées à l'étranger, qui fournissent de nombreux services à leurs filiales, signifie que la sous-traitance transfrontalière par des apparentés est particulièrement pertinente. La politique de sous-traitance nécessite un important conseil d'administration de la banque afin de maintenir un contrôle juridique et pratique sur toutes les fonctions sous-traitées, de sorte que la banque reste en mesure de continuer à jouer son rôle essentiel de soutien de l'activité financière dans l'économie, à la fois en période normale et (particulière-

rement) en période de crise. La Reserve Bank applique cette politique avec une certaine souplesse afin de s'adapter aux circonstances particulières de chaque banque. Cette politique permet ainsi de s'assurer que le système bancaire reste capable d'éviter les crises et renforce la capacité de la Reserve Bank à gérer une crise financière, tout en permettant au système financier de profiter des avantages que procure une participation des banques étrangères.

23. Nous pouvons également identifier des mesures structurelles potentielles à mettre en place dans le fonctionnement des marchés financiers ; par exemple, l'introduction de contreparties centrales afin de réduire le risque de contrepartie sur les marchés de gré à gré. Cela pourrait contribuer à limiter la contagion. L'accent est mis dans cet article sur les institutions financières, et moins sur le fonctionnement des marchés. Comme nous le verrons, nous préconisons un aménagement global de la réglementation et du contrôle, qui comporterait des mesures visant à réduire le risque de contrepartie.

24. L'*Act* est plus large. Il vise à étendre ces mesures à d'autres institutions financières importantes (et pas seulement aux banques) et cherche également à s'attaquer au problème des produits financiers dérivés.

25. L'autre évolution réglementaire digne d'intérêt a été l'abrogation en 1994 du *McFadden Act* (avec l'adoption du *Riegel-Neal Interstate Branching Efficiency Act*) qui a supprimé les restrictions en matière d'implantation de succursales dans d'autres États.

26. Pour une discussion sur l'intervention opportune et son interaction avec les préoccupations systémiques, voir : Wall (2003).

27. Comme cela a été dit dans la deuxième partie, l'illusion de considérer que le coût du capital est plus ou moins fixé à un haut niveau peut pousser les banques à avoir une gestion basée sur la maximisation du rendement des capitaux plutôt que sur la maximisation de ce même rendement corrigé des risques (et ce faisant, rétablir un fort rendement des capitaux sur une base de capitaux dorénavant plus large).

28. Cet effort de recherche devrait également se concentrer sur le positionnement du secteur financier vis-à-vis de la sphère réelle de l'économie. Au cours des vingt dernières années, le secteur financier a enregistré une croissance beaucoup plus importante que celle du secteur réel (OECD, 2009). Dans quelle mesure cette croissance est-elle créatrice de bien-être (Haldane, Brennan et Madouros, 2010) ? Ou bien, le secteur réel a-t-il été victime d'un effet d'éviction ?

191

BIBLIOGRAPHIE

- ACHARYA V. V., GALE D. et YORULMAZER T. (2011), « Rollover Risk and Market Freezes », *Journal of Finance*, à paraître.
- ADMATI A. R., DE MARZO P. M., HELLWIG M. F. et PHLEIDERER P. C. (2011), « Fallacies, Irrelevant Facts and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity Is Not Expensive », Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, *Working Paper*, n° 86.
- ADRIAN T. et SHIN H. S. (2010), « The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-2009 », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, n° 439.
- AKERLOF G. (1970), « The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, pp. 488-500.
- AVGOULEAS E., GOODHART C. A. E. et SCHOENMAKER D. (2010), « Living Wills as a Catalyst for Action », Wharton Financial Institutions Center, *Working Paper*, n° 10-09.
- BALACHANDRAN B., FAFF R. et THEOBALD M. (2008), « Rights Offerings, Take-up, Renounceability and Underwriting Status », *Journal of Financial Economics*, vol. 89, n° 2, pp. 328-334.
- BARTH J. R., CAPRIO G. Jr. et LEVINE R. (2004), « Bank Regulation and Supervision: What Works Best? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, n° 2, pp. 205-248.
- BERNANKE B. (2007), « Regulation and Financial Innovation », Speech at the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2007 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia, 15 mai. Disponible sur le site : www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070515a.htm.
- BERNANKE B. (2009), « Financial Innovation and Consumer Protection », Speech at the Federal Reserve System's Sixth Biennial Community Affairs Research Conference, Washington DC, 17 avril.

- BHIDE A. (1993), « The Hidden Cost of Stock Market Liquidity », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, n° 1, pp. 31-51.
- BLISS R. R. (2001), « Market Discipline and Subordinated Debt: a Review of some Salient Issues », Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, vol. 2001 (Q1), pp. 24-45.
- BLISS R. R. (2003), « Resolving Large Complex Financial Organizations », in *Market Discipline in Banking: Theory and Evidence*, Kaufman G. G. (éd.), Amsterdam, Elsevier Publishers, pp. 3-32.
- BLISS R. et FLANNERY M. (2002), « Market Discipline in the Governance of US Bank Holding Companies: Monitoring vs. Influencing », *European Finance Review*, vol. 6, n° 3, pp. 361-395.
- BLUNDELL-WIGNALL A., WEHINGER G. et SLOVIK P. (2009), « The Elephant in the Room: the Need to Deal with What Banks Do », *Financial Market Trends*, n° 2, pp. 1-26.
- BOLTON P. et VON THADDEN E. (1998), « Blocks, Liquidity and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 53, n° 1, pp. 1-25.
- BOOT A. W. A. (2011), « Banking at the Crossroads: How to Deal with Marketability and Complexity », *Review of Development Finance*, vol. 1, pp. 167-183.
- BOOT A. W. A., GOPALAN R. et THAKOR A. V. (2008), « Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private? », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 4, pp. 2013-2059.
- BOOT A. W. A., MILBOURN T. T. et SCHMEITS A. (2006), « Credit Ratings as Coordination Mechanisms », *Review of Financial Studies*, vol. 19, n° 1, pp. 81-118.
- CALOMIRIS C. W. (2009), « Financial Innovation, Regulation and Reform », *Cato Journal*, vol. 29, n° 1, pp. 65-91.
- CALOMIRIS C. W. et KAHN C. M. (1991), « The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements », *American Economic Review*, vol. 81, n° 3, pp. 497-513.
- CARLIN B. I. (2009), « Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets », *Journal of Financial Economics*, vol. 91, n° 3, pp. 278-287.
- COVAL J. D., JUREK J. W. et STAFFORD E. (2009), « Economic Catastrophe Bonds », *American Economic Review*, vol. 99, n° 3, pp. 628-666.
- CUMMING C. M. et EISENBEIS R. A. (2010), « Resolving Troubled Systemically Important Cross-Border Financial Institutions: Is a New Corporate Organizational Form Required? », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, n° 457.
- DECAMPS J.-P., ROCHET J.-C. et ROGER B. (2004), « The Three Pillars of Basel II: Optimizing the Mix », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, n° 2, pp. 132-155.
- DE JONGHE O. (2010), « Back to the Basics in Banking? A Micro-Analysis of Banking System Stability », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n° 3, pp. 387-417.
- DEMIRGUC-KUNT A. et DETRAGIACHE E. (2005), « Cross Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: Survey », International Monetary Fund, *Working Papers*, n° 05/96.
- DE MOOR A. J. C., DU PERRON C. E. et KROP P. J. (2009), *De bevoegdheden van De Nederlandsche Bank inzake Icesave*, Ordered by the Ministry of Finance in The Netherlands, 11 juin. Disponible sur le site : www.minfin.nl/dsresource?objectid=71520&type=org.
- DIAMOND D. W. et DYBVIK P. H. (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, pp. 401-419.
- DIAMOND D. W. et RAJAN R. G. (2001), « Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: a Theory of Banking », *Journal of Political Economy*, vol. 109, n° 2, pp. 287-327.
- DUFFIE D. (2010), « The Failure Mechanics of Dealer Banks », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, n° 1, pp. 51-72.
- ELUL R. (1995), « Welfare Effects of Financial Innovation in Incomplete Markets Economies with several Consumption Goods », *Journal of Economic Theory*, vol. 65, n° 1, pp. 43-78.
- FELDMAN R. J. (2010), « Forcing Financial Institution Change through Credible Recovery/Resolution Plans: an Alternative to Plan-Now/Implement-Later Living Wills », Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Economic Policy Paper*, n° 10-2.

- FLANNERY M. J. (1998), « Using Market Information in Prudential Bank Supervision: a Review of the US Empirical Evidence », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 30, n° 3, pp. 273-305.
- FLANNERY M. J. (2009), « Market Discipline in Bank Supervision », in *The Oxford Handbook of Banking*, Berger A. N., Molyneux P. et Wilson J. O. S. (éd.), Oxford University Press, pp. 377-404.
- GABAIX X. et LAIBSON D. (2006), « Shrouded Attributes, Consumer Myopia and Information Suppression in Competitive Markets », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, n° 2, pp. 505-540.
- GALE D. et HELLWIG M. (1984), « Incentive-Compatible Debt Contracts: the One-Period Problem », *Review of Economic Studies*, vol. 52, n° 4, pp. 647-663.
- GATEV E., SCHUERMAN T. et STRAHAN P. E. (2009), « Managing Bank Liquidity Risk: How Deposit-Loan Synergies Vary with Market Conditions », *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 3, pp. 995-1020.
- GOODHART C. (2009), « How Should We Regulate the Financial Sector », in *The Future of Finance: the LSE Report*, London School of Economics.
- GOYAL V. K. (2005), « Market Discipline of Bank Risk: Evidence from Subordinated Debt Contracts », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 14, n° 3, pp. 318-350.
- GREENSPAN A. (2011), « How Dodd-Frank Fails to Meet Test of our Times », *Financial Times*, 29 mars, p. 9.
- HAENSEL D. et KRAHNEN J. P. (2007), « Does Credit Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market », université de Frankfurt, *Working Paper*, 29 janvier.
- HALDANE A., BRENNAN S. et MADOUROS V. (2010), « What Is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage? », in *The Future of Finance: the LSE Report*, London School of Economics, chapitre 2.
- HEINKEL R. et SCHWARTZ E. S. (1986), « Rights versus Underwritten Offerings: an Asymmetric Information Approach », *Journal of Finance*, vol. 41, n° 1, pp. 1-18.
- HELLWIG M. (2008), « Systemic Risk in the Financial Sector: an Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis », Jelle Zijlstra Lecture 6, NIAS, Wassenaar.
- HENDERSON B. J. et PEARSON N. D. (2009), « The Dark Side of Financial Innovation », EFA meetings in Bergen, Norway, *Working Paper*.
- HENNESSY C. (2009), « Security Design, Liquidity and the Informational Role of Prices », LBS, *Working Paper*.
- HERRING R. et CARMASSI J. (2010), « The Corporate Structure of International Financial Conglomerates: Complexity and its Implications for Safety and Soundness », in *The Oxford Handbook of Banking*, Berger A. N., Molyneux P. et Wilson J. O. S. (éd.), Oxford University Press, pp. 195-232.
- HUANG R. et RATNOVSKI L. (2011), « The Dark Side of Bank Wholesale Funding », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 20, n° 2, pp. 248-263.
- IVASHINA V. et SCHARFSTEIN D. S. (2010), « Bank Lending during the Financial Crisis of 2008 », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 3, pp. 319-338.
- JACKLIN C. (1987), « Demand Deposits, Trading Restrictions and Risk Sharing », in *Contractual Arrangements for Intertemporal Trade*, Prescott E. D. et Wallace N. (éd.), University of Minneapolis Press, pp. 26-47.
- KAUFMAN G. G. (2003), « Market Discipline in Banking: Theory and Evidence », in *Research in Financial Services: Private and Public Policy*, Elsevier Publishers, vol. 15.
- KAY J. (2010), « Should We Have "Narrow Banking" », in *The Future of Finance: the LSE Report*, London School of Economics, chapitre 8.
- KEELEY M. (1990), « Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking », *American Economic Review*, vol. 80, n° 5, pp. 1183-1200.
- KEYS B. J., MUKHERJEE T. K., SERU A. et VIG V. (2010), « Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n° 1, pp. 307-362.
- LLEWELLYN D. T. (2010), « The Global Banking Crisis and the Post-Crisis Banking and Regulatory Scenario », in *Topics in Corporate Finance*, Amsterdam Center for Corporate Finance, vol. 19.

- LOUTSKINA E. (2011), « The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management », *Journal of Financial Economics*, vol. 100, n° 3, pp. 663-684.
- LUMPKIN S. A. (2010), « Risks in Financial Group Structures », in *Financial Market Trends*, Organization for Economic Cooperation and Development, vol. 2010, n° 2, pp. 1-32.
- MICHALOPOULOS S., LAEVEN L. et LEVINE R. (2009), « Financial Innovation and Endogenous Growth », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 15356, septembre.
- MYERS S. et MAJLUF N. (1984), « Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n° 2, pp. 187-221.
- MYERS S. C. et RAJAN R. G. (1998), « The Paradox of Liquidity », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 3, pp. 733-771.
- NG T. (2007), « The Reserve Bank's Policy on Outsourcing by Banks », Bank of New Zealand, *Bulletin*, vol. 70, n° 2, pp. 32-36.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2009), *OECD in Figures 2009*.
- PARLOUR C. A. et PLANTIN G. (2008), « Loan Sales and Relationship Banking », *Journal of Finance*, vol. 63, n° 3, pp. 1291-1314.
- POSEN A. et HINTERSCHWEIGER M. (2009), « How Useful Were Recent Financial Innovations? There Is Reason to Be Skeptical », *Real Time Economic Issues Watch*, 7 mai.
- RICHARDSON M., SMITH R. C. et WALTER I. (2010), « Large Banks and the Volcker Rule », in *Regulating Wall Street: the Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Acharya, V. V., Cooley T. F., Richardson M. P. et Walter I. (éd.), Wiley, pp. 181-212.
- SHIN H. S. (2009), « Reflections on Northern Rock: the Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, pp. 101-119.
- SHLEIFER A. et VISHNY R. W. (2010), « Unstable Banking », *Journal of Financial Economics*, vol. 97, n° 3, pp. 306-318.
- STIROH K. J. (2006), « A Portfolio View of Banking with Interest and Noninterest Activities », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38, n° 5, pp. 1351-1361.
- STOUGHTON N. M. et ZECHNER J. (2007), « Optimal Capital Allocation Using RAROC™ and EVA® », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 16, n° 3, pp. 312-342.
- TIROLE J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.
- TRICHET J.-C. (2003), « Financial Stability », discours de Jean-Claude Trichet, président de la Banque centrale européenne, au Forum financier belge, Bruxelles, 26 novembre.
- TUFANO P. (2003), « Financial Innovation », in *The Handbook of the Economics of Finance*, Constantinides G., Harris M. et Stulz R. (éd.), Elsevier Publishers, pp. 307-335.
- TURNER A. (2010), « What Do Banks Do ? Why Do Credit Booms and Busts Occur and What Can Public Policy Do About It? », in *The Future of Finance: the LSE Report*, London School of Economics.
- WAGNER W. (2010), « Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19, n° 3, pp. 373-386.
- WALL L. D. (2003), « Too Big to Fail after FDICIA », Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, janvier/février, pp. 1-14.
- WHITE L. J. (2010), « Markets: the Credit Rating Agencies », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, n° 2, pp. 211-226.
- WOOLLEY P. (2010), « Why Are Financial Markets so Inefficient and Exploitative – and a Suggested Remedy », in *The Future of Finance: the LSE Report*, London School of Economics.