

INTERMÉDIATION BANCAIRE ET MARCHÉS : À LA RECHERCHE DE NOUVEAUX REPÈRES

MICHEL CASTEL*

Avant la crise commencée en août 2007, l'interrogation sur le rôle respectif du crédit et des marchés n'était plus d'actualité depuis une quinzaine d'années. Avec la mise en place de politiques de type monétariste au début des années 1980, puis la déréglementation et la mondialisation croissante des économies, tous les pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) avaient en effet progressivement privilégié le financement de leurs économies par un recours accru aux opérations de marché au détriment du crédit, rejoignant ainsi le modèle américain et anglais. Alors que les États-Unis et le Royaume-Uni avaient un taux d'intermédiation (part des crédits dans le financement externe des agents économiques) compris entre 35 % et 40 % au début des années 1980 et qu'ils sont restés dans cette fourchette¹, l'Europe continen-

taile dépassait souvent 70 % en début de période, pour descendre aux environs de 55 % au milieu de la décennie 1990, puis autour de 45 % ces dernières années (sauf l'Espagne avec l'emballement des crédits à l'habitat). La France est passée de près de 80 % à la fin des années 1970 et au début des années 1980 à une fourchette de 40 %-45 % depuis le début de la décennie (cf. annexe 1). La grande exception a été l'Allemagne qui est restée au-dessus de 65 %. Ces chiffres peuvent surprendre puisque dans le débat actuel sur ce que pourraient coûter les exigences de Bâle III en fonds propres et en ressources longues pour les banques, il a été estimé que ce coût serait beaucoup plus important en Europe qu'au Japon, mais surtout aux États-Unis parce que la part du crédit y est de 74 %, contre respectivement 52,6 % et 23,6 % (IIF, 2010). Bien que légitime, on ne retiendra pas

* Chargé de cours en Master 2 banque, finance, assurance, université Paris Ouest Nanterre La Défense.

cette analyse des taux d'intermédiation pour les raisons qui sont exposées dans l'annexe 2.

Pendant toute cette période, même quand le crédit restait une source de financement incontournable - pour le financement des ménages et des PME -, il était de plus en plus souvent cédé sur le marché par la titrisation (simple ou synthétique), ou assorti de dérivés de crédit pour transférer tout ou partie du risque de signature qu'il pouvait comporter.

Cette révolution financière aurait permis, aux dires de nombreux responsables et experts, de susciter une croissance économique mondiale exceptionnelle qui n'aurait pas pu exister sans elle. Toujours plus de financements étaient en effet disponibles, et à taux bas, pour le financement du logement, du crédit à la consommation, des OPA (opérations publiques d'achat), des LBO (*leverage buy-out*) et autres opérations à effet de levier ; le tout en desserrant les contraintes, en diluant le risque au point de le faire disparaître des « écrans » des dirigeants et des superviseurs et en propulsant les retours sur fonds propres des banques à des niveaux sans précédent. Et les analystes, les agences de notation, les autorités bancaires et financières d'affirmer que le système financier n'avait jamais été aussi robuste².

Las, la crise financière commencée en 2007 et qui s'est muée en crise quasi généralisée des pays de l'OCDE a mis à mal ce bel enthousiasme. Seule une petite minorité de personnes défend aujourd'hui encore le système antérieur et assure que le bilan reste globalement très positif³. Beaucoup

parmi elles disent que la crise vient essentiellement d'une mauvaise régulation et non de faiblesses propres aux marchés. À l'opposé de ce camp, très nombreux sont ceux qui considèrent que le nouveau système financier généralisant la marchandisation des financements est condamnable en soi et qu'il faut le revoir de fond en comble. On oubliera ici ceux qui, pendant très peu de temps, il est vrai, après la chute de Lehman Brothers, sont allés jusqu'à dire que c'était la fin du capitalisme et/ou le retour des États.

Au total, toutes sortes d'opinions se sont manifestées et s'expriment toujours sur le système financier qu'il faudrait rebâtir. Analysons plus finement certaines de ces opinions tant en raison de leur contenu que de ceux qui les énoncent.

FAUT-IL BRÛLER LES MARCHÉS APRÈS LES AVOIR ADORÉS ?

Nombreux sont ceux qui avaient adoré les marchés - et parmi eux des politiques, des professionnels, mais aussi des régulateurs -, qui avaient tout fait depuis une décennie ou deux pour que leur rôle soit toujours plus grand et qui, maintenant, disent que cela a été une grande erreur d'avoir permis le développement de la titrisation, des CDS (*credit default swaps*), d'avoir fait tant de places aux marchés de gré à gré, aux agences de notation dans les évaluations des produits négociables, mais aussi dans les dispositifs prudentiels et de refinancement (pour les garanties demandées)... Ce sont ceux-

là même qui avaient également poussé au démantèlement du Glass-Steagall Act ou au développement d'activités en termes de banque de financement et d'investissement parmi les banques commerciales en Europe et qui disent maintenant qu'il faudrait revenir à une séparation des banques commerciales et des banques d'investissement (position de Paul Volcker), nationaliser les agences de notation et bannir la titrisation et autres dérivés. En Europe, ces mêmes personnes ont parfois œuvré avec beaucoup d'énergie pour passer de Bâle I à Bâle II en s'appesantissant sur les risques de crédit, en introduisant (lourdement) les risques opérationnels, mais en sous-pondérant, toujours de façon tellement flagrante, les risques de marché que Bâle II, à peine mis en place (et encore pas partout), au vu de la crise, fera place à Bâle III.

Alors que ces normes prudentielles avaient un caractère procyclique d'autant plus avéré qu'elles se conjuguèrent avec une perspective de généralisation de la *fair value* aux activités bancaires classiques, certains de ces mêmes protagonistes ont repoussé les propositions d'instituer un provisionnement *ex ante* de moyenne période⁴ en les disant contraires à la *fair value* et de nature à peser sur la capitalisation des banques. Ils applaudissent pourtant aujourd'hui l'action de la Banque d'Espagne en la matière et également la préconisation de ce dispositif par le G20 qui arrive à plein contretemps.

Favorables à un développement le plus grand possible de la titrisation, ils applaudissaient généralement les rehausseurs de crédit - agences fédérales américaines ou sociétés *monolines*

souvent captives de groupes bancaires ou d'assurances - jusqu'à leur quasi-faillite. Maintenant, pour un peu, ils se prononcent pour leur effacement⁵, car ils seraient source d'une protection trompeuse.

Pendant ce temps, faute de diagnostic approfondi sur les meilleures conditions de financement dans le monde d'aujourd'hui, rien ne s'est passé depuis deux ans, alors que des moratoires ou des plafonnements de prises de positions spéculatives auraient dû être institués et/ou que des cahiers des charges auraient dû être beaucoup plus exigeants vis-à-vis des banques aidées, que les énormes profits d'aubaine sur les obligations d'État refinancées à moins de 0,5 % auraient dû être fortement taxés et les bonus y afférents très largement neutralisés en sus des mesures générales les concernant (car ceux-ci n'ont même pas comme justification la rémunération d'un savoir-faire exceptionnel sur des opérations financières complexes). Certes, une nouvelle réglementation prudentielle s'élabore et promet un durcissement tel qu'il paraît vouloir faire oublier le passé - un rachat de conduite en quelque sorte de la part des régulateurs ? -, mais est en fait de nature à peser réellement sur le financement des économies.

Comme il est quasi certain que la prime aux marchés va rester - même si les opérations qui y sont effectuées consommeront plus de fonds propres que par le passé -, les établissements auront toujours intérêt à y allouer le maximum de fonds propres plutôt que de le faire pour des crédits peu rentables et risqués aux entreprises, surtout dans la conjoncture occiden-

tale actuelle. Les opérations de marché pourraient voir leur rentabilité tomber de 30 % à 20 % - chiffres indiqués pour un plan d'ici à 2015 d'une grande banque française -, suite aux exigences additionnelles de fonds propres, mais cette rentabilité reste bien supérieure à celle des crédits classiques aux entreprises.

De plus, le ratio de levier et surtout celui de liquidité vont peser plus considérablement sur les crédits que sur les opérations de marché et plus généralement de hors-bilan qui n'engagent pratiquement pas de *cash*. Dans sa version actuelle, le ratio de liquidité à un an met en question la fonction centrale des banques qu'est la transformation. Avec Solvabilité II pour les assurances, ces ratios mal calibrés vont aggraver le court-termisme qui a provoqué tant de mauvaises allocations de capitaux lors de la dernière décennie (rachats massifs d'actions, effets de levier excessifs, ROE - *returns on equity* - exorbitants...).

Dans le même temps, il y a aussi de l'affichage dans l'annonce des mesures prudentielles qui seront prises. Ainsi, alors que les réformes en cours disent qu'elles vont durcir les exigences en fonds propres pour la titrisation et le compte propre, la compensation des dérivés standardisés par des chambres de compensation va réduire à due concurrence l'assiette desdites opérations financières pour le calcul des besoins en fonds propres, et donc pousser un peu plus à leur développement déjà totalement déconnecté du réel⁶! De même, alors qu'elle est considérée comme l'une des causes des dérèglements constatés, la titrisation, sans autre forme de précisions, béné-

ficie notamment du soutien du président du Conseil de stabilité financière, Mario Draghi, qui en souhaite la relance.

Bien difficile de s'y retrouver. On peut avoir à la fois surréglementation ici et laxisme là. Le tout noyé dans un discours rassurant des autorités ou horrifié des professionnels qui, le plus sérieusement du monde, disent fort qu'ils s'inquiètent de ne plus pouvoir financer les PME et les ménages⁷. Au total, on peut néanmoins penser que les activités de marché resteront nettement favorisées par rapport au crédit, que la dispersion des risques entre opérateurs financiers régulés ou non continuera et que, surtout cette fois, on cherchera que les agents non financiers en portent l'essentiel⁸, ce qui devrait se faire avec un peu de temps.

POUR UN NOUVEL ÉQUILIBRE ENTRE INTERMÉDIATION ET MARCHÉS

Autant les activités de marché peuvent être fort utiles dans le financement des économies, autant leur excroissance est contre-productive et dangereuse.

On ne s'étendra pas sur l'utilité des marchés. De nombreux travaux et constats l'ont prouvée. Le crédit sans les marchés ne permet pas un développement puissant du capital-risque pourtant indispensable pour stimuler la création et les premiers développements d'entreprises à potentiel. Les augmentations de capital sont indispensables pour adosser solidement le

financement d'investissements (matériels et, plus encore, immatériels) très importants par rapport à la surface d'une entreprise, ou pour consolider une croissance externe conséquente...

Par contre, le recours systématique aux marchés, qui cassent les *pools* bancaires et/ou la relation étroite entre une entreprise et ses banquiers, qui multiplient les covenants et donc les causes d'alertes, les dérivés de crédit qui déplacent en totale obscurité les porteurs de risques..., s'avère néfaste pour passer les moments difficiles que même les plus belles entreprises peuvent connaître. En France, hors investissements directs, les flux additionnels annuels de financements des sociétés sous forme de valeurs mobilières étaient d'environ 35 % à la fin des années 1970 et au début des années 1980 ; ils ont atteint 48 % en 1985 et même 80 % en 1986 (CNC, 1986). Selon la conjoncture, ce pourcentage peut fluctuer fortement. Pour se limiter aux années récentes, il oscillait autour de 55 % en 2006, 2007 et 2008. Il a, de façon exceptionnelle, dépassé les besoins de financement en 2009, entraînant une baisse de 11 Md€ des encours de crédit (comptes financiers de la nation 2009)⁹, alors que les autres années, le complément à 100 donne un taux d'intermédiation d'environ 45 % au cours des trois années précédentes.

De la même façon, le basculement du financement de la dette des États pour des produits négociables sur les marchés peut donner les résultats que l'on voit aujourd'hui. Ainsi, en France, seulement 30 % de la dette de l'État étaient négociables en 1970, 48 % en 1980, 78 % en 1990 et plus de 98 %

aujourd'hui. Il y a, à l'évidence, un équilibre plus stable à trouver, surtout quand les deux tiers des titres sont entre les mains d'institutionnels non-résidents.

De même, rendre liquides et négociables des crédits à quinze ou vingt-cinq ans par la titrisation ou permettre la défaisse systématique du risque par des dérivés de crédit sont tout aussi porteurs de dysfonctionnements brutaux ; dysfonctionnements très fortement amplifiés par une valorisation incontournable à la valeur de marché de ces produits.

Offrir essentiellement des produits financiers qui laissent directement ou indirectement le risque global de contreparties et de taux aux épargnants, personnes physiques ou entreprises, au lieu de produits bancaires classiques performants s'avère dangereux (ou tout au moins frustrant - comme les nombreux cas de griefs concernant des fonds à formules et recensés par les services de médiation) pour ces derniers et prive en même temps les banques des ressources stables qui leur permettraient de mieux s'immuniser contre les risques de liquidité et de taux.

Voir enfin les banques développer de façon considérable une activité pour compte propre qui les éloigne de leur cœur de métier pour se transformer en partie en *hedge funds*, afin de maximiser leurs résultats au prix de risques majeurs pour leur propre viabilité et le bon fonctionnement des marchés, n'est pas sain.

Avant de tirer quelques propositions de ces constats, un point mérite d'être précisé. Il n'y a pas un taux d'intermédiation idéal, mais la chute

considérable de la part des crédits dans les financements (hors fonds propres) depuis une quinzaine d'années dans la plupart des pays non anglo-saxons pose problème, car ce qui était possible dans quelques pays le devient beaucoup plus difficilement quand tous les pays s'alignent sur ce profil de très forte marchandisation alors qu'ils n'en ont ni la tradition, ni la société pour en absorber les *stop and go* « sans broncher ». Même s'il n'y a pas un taux idéal d'intermédiation - il varie selon les pays, les institutions, les comportements d'épargne... Toutefois, en le désagrégant par types de besoins et/ou d'emprunteurs, on devrait pouvoir asseoir des circuits de financement plus robustes combinant mieux, en jouant de leurs forces respectives, l'intermédiation et les marchés (mutualisation dans le temps et l'espace des signatures des emprunteurs, valorisation en valeur historique pour la première, liquidité et valeur de marché instantanée pour les seconds).

LES GRANDS PRINCIPES SUR LESQUELS LA RÉGULATION DEVRAIT S'INSCRIRE

Partant des constats énoncés précédemment et après les engagements pris par le G20 de refondre le cadre réglementaire et prudentiel, la régulation en cours d'élaboration devrait être dessinée autour des grands principes suivants :

- ne pas favoriser en termes de fonds propres la sortie des risques de crédit vers les marchés alors que, globalement,

leur dispersion ne les supprime pas, voire permet pendant un temps plus ou moins long une aisance dangereuse en donnant l'illusion que les contraintes anciennes ont disparu ;

- permettre la titrisation, mais en empêchant que ce qui est foncièrement non liquide, parce que de durée trop longue, soit rendu négociable : ainsi ne pourraient être mis sur les marchés que des crédits dont la durée initiale ou résiduelle ne dépasserait pas cinq ans (horizon que les marchés peuvent et savent optimiser), ce qui donnerait une certaine respiration aux bilans bancaires sans déresponsabiliser les prêteurs comme cela a été le cas avec le modèle *originate and distribute* qui était devenu le modèle à suivre ces dernières années et qui a fortement contribué à l'apparition de la crise et à son ampleur ;

- favoriser une offre de produits d'épargne bancaires performants plutôt que des placements de produits négociables qui entraînent de grands risques d'effets de richesse pour les épargnants et qui accentuent les besoins de refinancement des banques sur les marchés. À ce titre, il importerait notamment de redynamiser le placement de bons du Trésor et d'obligations directement auprès des ménages pour que les dettes publiques dépendent moins des marchés et permettent ainsi aux États de jouer, le cas échéant, leur rôle de prêteur en dernier ressort, sans voir leur signature immédiatement mise en question ;

- limiter les opérations pour compte propre en fonction des fonds propres des établissements et/ou de leurs résultats sur moyenne période pour permettre une certaine profondeur

et liquidité aux marchés sans pouvoir néanmoins mettre en péril ces établissements par des expositions trop importantes ;

- édicter de façon coordonnée au niveau international quelques principes de base pour que l'offre de crédits ou de financements ne puisse pas comporter *de facto* de possibles clauses contractuelles équivalant à des abus de position dominante tant vis-à-vis des ménages que des petites et moyennes entreprises ;

- s'assurer que les chambres de compensation - dont le champ d'intervention sera élargi à tous les produits dérivés standardisés - disposent, faute d'actionnaires vraiment garants de leur solvabilité, d'une surface financière telle qu'elle puisse absorber des chocs systémiques aussi importants que celui qui a eu lieu au cours de l'automne 2008 ;

- s'assurer de la même façon que les rehausseurs de signatures - agences publiques ou quasi publiques, entreprises d'assurances *monolines...* -, dont le rôle est très utile, disposent d'une surface financière à la hauteur des risques qu'ils prennent, contrairement à ce qui a été constaté entre 2007 et 2010.

Certaines de ces préconisations semblent effectivement prises en compte par les régulateurs :

- les parts de titrisation figurant dans les portefeuilles de négociation devraient être traitées comme les actifs détenus jusqu'à leur terme dans les portefeuilles bancaires ;

- une rétention de 5 % des risques pour la banque qui titrise tout en accordant une ligne de liquidité¹⁰ a été actée, le provisionnement dynamique *ex ante* est au programme...

Mais il est bien connu que « le diable

se cache dans les détails ». Certains pays n'appliquent toujours pas Bâle II ; le champ d'application des règles prudentielles est très différent entre les États-Unis et l'Europe, le périmètre de consolidation des véhicules de titrisation et la valorisation selon la valeur de marché ne sont pas les mêmes selon les normes FASB (Financial Accounting Standards Board) et IFRS (International Financial Reporting Standards).

Au total, il est permis de douter que la future régulation rééquilibre les circuits de financement entre l'intermédiation et les marchés. Sans même parler du rôle des *lobbies*, du risque de « capture des régulateurs » aujourd'hui fréquemment évoqué, on connaît la puissance de frappe intellectuelle de la finance anglo-saxonne, des économistes et des écoles anglo-saxonnes qui, bien naturellement, mettent en avant le modèle de la désintermédiation. Si cela ne suffisait pas, ce ne sont pas les propos récents du responsable du département *fixed income* de BNP Paribas qui permettent de penser qu'il y aura un rééquilibrage. Bien au contraire, « le processus de désintermédiation, déjà bien achevé aux États-Unis, va s'accélérer en Europe. Cette évolution est largement encouragée par les nouvelles contraintes réglementaires qui pénaliseront les prêts bancaires » (Les Échos, 2010).

Préconiser un retour significatif à plus d'intermédiation bancaire ne veut pas dire que l'on croit qu'elle ne présente que des vertus. Le crédit peut également s'emballer en période faste et se contracter très

fortement en période difficile. Toutefois, l'intermédiation bancaire dispose de forces de rappel qui jouent beaucoup plus vite qu'avec les marchés qui atomisent les risques - reconditionnés ou non - et les dispersent auprès d'agents financiers et non financiers, alors que les crédits conservés dans les bilans de banques les obligent à plus de prudence. De plus, cette intermédiation n'ajoute pas la volatilité et l'instantanéité des marchés aux risques intrinsèques qui rendent beaucoup plus critique l'apparition de doutes sur la qualité des financements accordés. Sa robustesse de moyen-

long terme compense assurément une prudence qui n'est pas toujours de mise sur les marchés qui permettent des embellies plus ou moins longues, mais qui finissent toujours par des excès qu'il est de plus en plus difficile de maîtriser. Après une crise exceptionnellement sévère et dans laquelle on ne peut nier que l'amplification des problèmes a été très largement le fait de la marchandisation des financements, on aurait pu espérer un rééquilibrage intermédiation/marchés. Ce ne semble pourtant pas le sens des évolutions en cours, quoi qu'il soit dit et fait sur le plan de la refonte de la régulation.

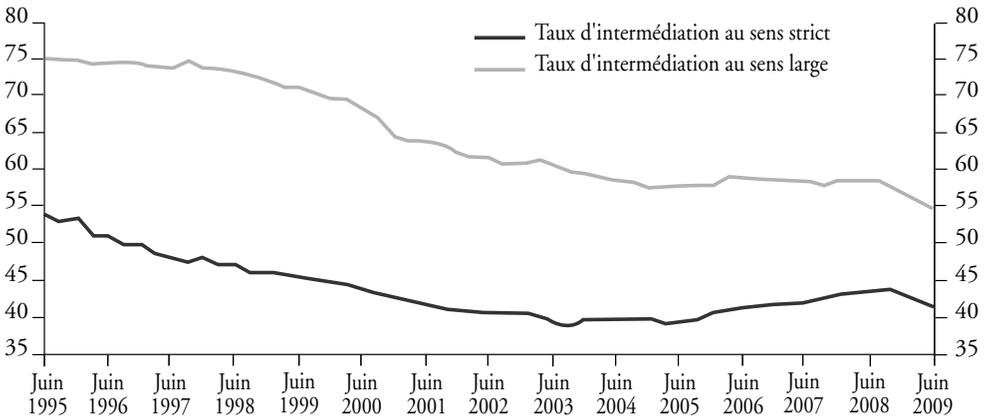
ANNEXE 1

L'intermédiation financière

L'intermédiation au sens strict correspond à la part des crédits accordés pour l'essentiel par les établissements de crédit résidents aux agents non financiers (ANF) résidents dans le total des financements obtenus par ceux-ci (les OPCVM n'intervenant que de façon tout à fait marginale).

Graphique 1
Taux d'intermédiation financière

(en % du total des financements obtenus par les agents non financiers résidents)



Source : Banque de France.

Pour des données antérieures au graphique 1, on indiquera que ce taux était de 77 % en 1981 et 1982, de 63 % en 1984 et 1985 (CNC, 1986).

L'intermédiation au sens large correspond à l'ensemble des concours obtenus par les ANF résidents (crédits et titres d'emprunts ou d'actions) souscrits sur les marchés primaires ou acquis sur les marchés secondaires par les établissements de crédit, les OPCVM et les assureurs résidents.

La différence entre le total des financements reçus par les ANF résidents et le total des financements octroyés par les institutions financières résidentes correspond aux financements directement reçus soit des ANF résidents eux-mêmes, soit des agents non-résidents, financiers ou non financiers. Le poids des financements par les non-résidents a crû fortement au cours de la dernière décennie, la part des financements de marchés y étant devenue prépondérante.

Une analyse détaillée des concepts, des données françaises et des comparaisons internationales peut être trouvée dans Boutillier et Bricongne (2006).

ANNEXE 2

Autre taux d'intermédiation

Dans les exercices de simulation du surcoût que représenteraient les exigences de Bale III et qui pourraient peser très fortement sur la croissance et l'emploi, l'Institute of International Finance (IIF) a indiqué que cela pourrait représenter une perte potentielle de 4,3 % du PIB entre 2010 et 2015 pour la zone euro, 2,6 % pour les États-Unis et 1,9 % pour le Japon.

Cela viendrait de taux d'intermédiation très différents entre ces trois zones. Le tableau 1 en donne les grandes caractéristiques.

Tableau 1
Taux d'intermédiation entre la zone euro, les États-Unis et le Japon

	Actifs bancaires (en % du PIB, fin de 2009)	Intermédiation bancaire (en %, fin de 2009)
Zone euro	346,6	73,8
États-Unis	83,1	23,6
Japon	168,8	52,6

Sources : données nationales ; estimations de l'Institute of International Finance.

Les écarts énormes entre zones ainsi affichés à la fin de l'année 2009 viennent des périmètres financiers pris en considération.

Ainsi, les 23,6 % affichés pour les États-Unis ne concernent que les financements accordés ou acquis par les seules banques commerciales, à l'exclusion des *savings banks* (4,7 %), des *insurances companies* (10,2 %), des *government-sponsored enterprises* (31,2 %), des ABS (*asset-backed securities*) *issuers* (8,7 %), des *money market funds* (5,3 %), des *finances companies* (4,1 %) et, depuis la crise, de la Federal Reserve (5,2 %) ¹¹.

Sur ces bases, aux États-Unis depuis les années 1990, environ 75 % des financements sont initiés ou nourris par des non-banques et des organismes de marchés, publics (agences fédérales) et/ou privés. Avant cette période, ce pourcentage était inférieur : autour de 60 % dans les années 1960 et 1970, et de 70 % dans les années 1980.

Dans la zone euro, il n'y a pas de non-banques, comme peuvent l'être les *finances companies* aux États-Unis, et les banques mutualistes ou coopératives et les caisses d'épargne sont traitées réglementairement comme les banques commerciales ; de plus, le crédit n'est pas aussi fortement cédé sur les marchés, d'où un taux d'intermédiation affiché de 73,8 %. « Dans la zone euro, les banques assurent environ les trois quarts de l'intermédiation et les non-banques un quart. Aux États-Unis, ce poids relatif est inversé » (IIF, 2010).

ANNEXE 2
 (suite et fin)

Non seulement le périmètre est différent d'une zone à l'autre, mais aussi les actifs pris en considération sont très dissemblables du taux d'intermédiation au sens strict habituellement utilisé et rappelé dans l'annexe 1.

Dans les travaux de l'IIF, il y a une prise en compte de six catégories d'actifs : les liquidités, les dettes publiques, les crédits aux banques résidentes, les crédits aux sociétés non financières résidentes, aux ménages et aux non-résidents. Pour les banques commerciales, l'ensemble de ces actifs s'élève à 11 846 Md\$ sur un total de 38 092 Md\$ pour l'ensemble du système financier à la fin de l'année 2009. Les quatre dernières catégories d'actifs sont appelées « *total credit market instruments held by commercial banks* » et s'élèvent à 9 005 Md\$ (23,6 % du total des actifs détenus par l'ensemble du secteur financier). Elles incluent aussi bien les activités relevant du portefeuille de négociation que du portefeuille bancaire¹², selon l'étude. On le voit bien, on est loin de l'analyse du seul portefeuille de crédit bancaire aux résidents. Il ne se rapproche pas non plus complètement du concept d'intermédiation au sens large mentionné dans l'annexe 1. Il ne permet donc pas, contrairement au concept d'intermédiation au sens étroit, de voir l'évolution du poids du crédit par rapport aux autres sources de financement qui passent toutes par une marchéisation des dettes, qu'elles soient ou non portées par les banques.

Cette approche de l'intermédiation s'explique par le fait qu'elle cherche à mesurer l'impact des réformes prudentielles envisagées ; réformes qui, bien entendu, ne touchent que les organismes financiers soumis à ces normes prudentielles. Les États-Unis ont clairement une architecture financière leur permettant d'esquiver très fortement les effets de ces mesures qui participent au renforcement de la sécurité du secteur bancaire et des assurances.

NOTES

1. Sauf entre 2004 et 2006 avec la forte montée des crédits à l'habitat, dont les *subprimes* (qui, on peut le rappeler, ne doivent pas être confondus avec les crédits aux ménages et aux petites entreprises correspondant à l'application du dispositif trentenaire du Community Reinvestment Act et qui, eux, n'ont pas dérapé).

2. Même la Banque des règlements internationaux (BRI), pourtant toujours très prudente dans ses analyses quant à la santé des systèmes financiers, a écrit dans son rapport 2007 : « En s'appuyant sur les points forts de ces dernières années, les entreprises financières ont continué à améliorer leur rentabilité dans un contexte de conditions économiques généralement favorables et une forte activité des marchés financiers... Les risques les plus importants pour la stabilité financière semblent se situer dans le moyen terme. Compte tenu de la position forte des bilans et des bénéfices actuels, les systèmes financiers sont bien placés pour faire face à d'éventuelles difficultés à court terme. Les causes potentiellement les plus importantes de vulnérabilité sont indirectes et restent liées à la macroéconomie. »

3. Pour ces personnes, le surplus de croissance pendant la dernière décennie permis par les dernières innovations financières et déréglementations serait nettement plus important que les baisses de PIB de 2008 et de 2009 et les difficultés des reprises timides actuelles de croissance. C'est, me semble-t-il, oublier le prix des licenciements massifs - y compris en Chine, même si cela y fut très temporaire -, de la fragilisation généralisée des États et, en Europe, de la mise en question de la solidarité européenne, phénomènes qui ne sont d'ailleurs pas terminés et dont toutes les conséquences ne sont pas encore forcément bien cernées sur le plan social, politique et géopolitique.

4. Voir : CNC (1995) pour ses propositions.

5. Ce qui est presque le cas actuellement en matière de prise de risques nouveaux !

6. Les opérations ainsi compensées supposent des appels de marge, mais bon nombre d'opérations de gré à gré en comportaient, mettant d'ailleurs en difficulté certains *hedge funds* au cours de l'année 2008.

7. Bien difficile de s'y retrouver en effet puisque, selon McKinsey, l'application des nouveaux ratios de fonds propres nécessiterait entre 500 Md\$ et 1 000 Md\$ et pourrait coûter près de 6 % de croissance à moyen terme ; l'Institute of International Finance (IIF) donne, quant à lui, une perte cumulée de croissance de 3,1 % entre 2011 et 2015, alors que le président du Comité de Bâle, gouverneur de la Banque des Pays-Bas, en estime l'impact entre 0,5 % et 1 % de PIB et considère que le secteur bancaire devrait s'y retrouver à moyen terme notamment par une meilleure notation.

8. Les régulateurs comme beaucoup d'autres observateurs ont en effet eu la surprise de découvrir que malgré toutes les opérations de transfert de risques par titrisation et dérivés, l'essentiel de ces risques était resté dans la sphère financière régulée ou non ; et quand ils en étaient sortis, c'était fréquemment auprès de fonds ayant des garanties de liquidité ou ayant été finalement soutenus par les cédants ou leurs prêteurs pour des raisons d'image commerciale. Pourtant, la finalité de la désintermédiation n'est pas que la sphère financière conserve l'essentiel du risque !

9. Ces pourcentages peuvent surprendre puisqu'il est régulièrement dit que le financement - dont celui des entreprises - reste fortement intermédié en Europe, alors que ce n'est pas le cas aux États-Unis, et que c'est un facteur essentiel à prendre en compte dans l'élaboration de règles prudentielles (IIF, 2010). En France, ce chiffre oscille autour de 70 %. L'écart s'explique, d'une part, par le fait que ce dernier taux est en encours, alors que le taux d'intermédiation de 45 % est en flux et ne porte que sur les dernières années, et surtout, d'autre part, parce que ces 45 % portent sur un total de financements désintermédiés comprenant les augmentations de fonds propres (hors investissements directs en capital), alors que le taux de 70 % ne retient que le seul endettement (par des crédits et des émissions de titres de dettes négociables) à l'exclusion donc des fonds propres. Ce taux de 70 % est d'ailleurs à comparer avec des taux supérieurs à 85 % au début des années 1980. Cette baisse résulte pour une grande partie du fait que les grandes entreprises peuvent arbitrer entre ces deux sources de financement (sans parler de l'appel aux fonds propres), ce qui n'est pas le cas pour les PME. « Pour leur part, les entreprises du CAC 40 ont plutôt privilégié en 2009 le financement par les marchés financiers » (Medef, 2010), cela conduisant à une légère diminution des encours de crédit. Les deux ratios ont chacun leur légitimité : le premier axe son analyse sur l'évolution de la marchandisation générale de l'économie et des conditions d'exploitation des banques, le second porte sur le financement des sociétés par de la dette, ce qui fait qu'il se focalise sur le traitement prudentiel des crédits, mais aussi des titres de dettes négociables, marchés sur lesquels les banques sont souvent très engagées.

10. Chiffre beaucoup trop faible pour effectivement responsabiliser le cédant restant impliqué dans le montage et/ou pour tenir compte des effets de second tour que peuvent provoquer des effets de richesse et de liquidité auprès des agents non financiers détenteurs de ces créances en cas de choc majeur et prolongé sur les marchés. Porté à 20 %, il pourrait se substituer à l'horizon des cinq dernières années précité. Il faudrait certes une montée progressive de ce ratio pour ne pas peser sur l'offre de crédits tant que la crise ne sera pas définitivement surmontée et sans doute pendant deux ou trois ans supplémentaires. Un dispositif de ce type peut être viable avec les possibilités de refinancement sans sortie de bilan qu'offrent les *covered bonds*, les obligations hypothécaires et à l'habitat.

11. Les chiffres cités au début de l'article, tirés de la comparaison internationale faite dans l'étude référencée dans l'annexe 1 et donnant un taux d'intermédiation bien supérieur pour les États-Unis, de l'ordre de 40 %,

incluent les banques commerciales, mais aussi les sociétés de crédit hypothécaire, ainsi que divers autres organismes (*saving institutions, credit unions...*).

12. Les chiffres cités ont pour source la Federal Reserve qui donne la définition suivante du *credit market debt* : « *The credit market debt consists of debt securities, mortgages, bank loans, commercial paper, consumer credit, US government loans and other loans and advances ; it excludes trade debt, loans for the purpose of carrying securities and funds raised from equity sources.* »

BIBLIOGRAPHIE

- BOUTILLIER M. et BRICONGNE J.-C. (2006), « Évolutions du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », Banque de France, *Bulletin*, n° 146, février.
- CNC (Conseil national du crédit) (1986), Rapport annuel.
- CNC (Conseil national du crédit) (1995), *Le risque de crédit*, rapport, septembre, pp. 22-30.
- IIF (Institute of International Finance) (2010), *Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework*, juin.
- LES ÉCHOS (2010), « BNP Paribas accroît ses effectifs de 10 % dans l'obligataire », 11 juin.
- MEDEF (2010), *Solvabilité II, Bâle III, CRD IV : impact des normes prudentielles sur le financement des entreprises. Position du Medef*, mars.

