

Quelques remarques sur les évolutions récentes des systèmes bancaires et financiers dans le monde

Les marchés financiers ont trois fonctions.

- Les personnes disposant d'une épargne, veulent investir celle-ci sous certaines conditions de durée – par exemple pour leurs vieux jours ou pour l'époque où ils feront un gros investissement immobilier – ou de liquidité – par exemple pour pouvoir l'utiliser en cas de coup dur imprévu.
- Le marché financier fournit des ressources aux agents qui ont l'intention d'effectuer un investissement productif, immobilier, immatériel, etc.
- Les marchés financiers sont le lieu où s'échangent les risques, et notamment où ceux-ci sont diversifiés de façon à permettre leur meilleure allocation entre les agents.

Cette dernière fonction explique que les barrières légales entre les métiers d'assureur et de banquier ont été considérablement abaissées. La fonction classique de l'assureur est de couvrir les multiples petits risques individuels en prenant en compte le fait que ces risques sont peu corrélés entre eux. La difficulté du métier provient des asymétries d'information entre l'assuré et l'assureur : quel est le risque exact représenté par un assuré particulier ? comment faire en sorte que l'assuré prenne un minimum de précautions afin de réduire son risque ? Cependant les gros risques ne peuvent être couverts que par le marché financier. Certains produits dérivés exotiques récents, dont les performances sont liées au temps qu'il fait (très important pour les cultivateurs) ou à l'arrivée d'une épidémie ou d'un attentat terroriste (très important pour les compagnies d'assurance vie), apparaissent tout à fait justifiés si on comprend cette fonction.

1. De la répression à la libéralisation financière

Les marchés financiers étaient très régulés dans les années 50 et 60. Par exemple, le système de changes fixes était accompagné de contrôles des mouvements de capitaux, qui pouvaient être très stricts à certains moments (par exemple à la fin des années 60 les touristes français et britanniques ne pouvaient dépenser à l'étranger qu'une somme très modique). Les intermédiaires financiers nationaux étaient spécialisés, chacun d'entre eux ne pouvant effectuer que des opérations bien spécifiées. La conséquence de ces régulations était de conduire à une allocation très prudente de l'épargne, et donc de décourager celle-ci ainsi que les projets d'investissement risqués.

Les choses commencèrent à changer avec l'effondrement du système des changes fixes de Bretton Woods en 1971 et l'instauration de changes flexibles entre les grandes zones industrialisées. Ce système permit de libéraliser les mouvements internationaux de capitaux. Cela permit aux fonds de pension, aux compagnies d'assurance, aux entreprises de transférer aisément leurs fonds entre les différents pays. Le nouveau système donna aussi naissance au marché *futures* des devises à Chicago, où les entreprises pouvaient se couvrir contre les risques de change. Cela fut la première grande innovation financière de l'après-guerre. Elle annonça les produits dérivés, de plus en plus sophistiqués, qui sont apparus dans les 35 années qui suivirent. Les *futures*, comme les produits dérivés, permettent de se couvrir contre certains risques. Ils permettent aussi, avec relativement peu d'argent, de s'exposer à un risque très important, et donc de gagner beaucoup d'argent si les choses tournent bien, c'est-à-dire de spéculer.

Les bourses de Londres et de New York fonctionnaient avec un système de *brokers* et *jobbers* qui étaient dans une situation d'oligopole, ce qui leur permettait de percevoir des commissions élevées¹. Le Big Bang de 1986 à Londres (et une réforme similaire à New York en 1975) libéralisa les transactions dans ces bourses (et notamment supprima la différence entre *brokers* et *jobbers*), ce qui conduisit à une baisse importante des coûts de transaction.

Une séparation tout aussi radicale qui existait aux Etats-Unis, était celle entre banques de dépôts (qui collectaient les dépôts auprès du public et les prêtaient) et banque d'investissement (ou *merchant banks*) qui conseillaient les entreprises sur leurs opérations de fusion ou d'absorption et organisaient les émissions d'actions et d'obligations. En 1999 cette séparation, qui résultait de la loi Glass-Steagall datant de 1933, fut supprimée. Les banques d'investissement purent alors se financer non seulement par émissions de titres, mais aussi en s'associant avec des banques de dépôts. Cette nouvelle activité de conseil, de prêteur aux clients, mais aussi d'investisseur à titre personnel, pouvait poser des problèmes de double loyauté, mais se révéla très lucrative.

La régulation des intermédiaires financiers et des banques tenta de s'adapter à ces évolutions, avec une meilleure coordination internationale. Par exemple les deux accords de Bâle I et II établissent

¹ Les *brokers* ne pouvaient servir que d'intermédiaires et les *jobbers* pouvaient intervenir sur le marché boursier avec leurs ressources propres.

des règles prudentielles pour les banques, valides internationalement². Cependant, la complexité et la diversité croissantes du système financier et des produits qu'il développe rendent extrêmement difficile la conception même de règles prudentielles.

Parallèlement, les pouvoirs publics encouragèrent les innovations financières. Par exemple le développement des crédits hypothécaires, certes augmentait le risques, mais aussi permettait à davantage de personnes d'accéder à la propriété. Les hommes politiques furent séduits pour des raisons sociales par cette possibilité, sous-estimèrent les risques de prêts immobiliers importants à des personnes ayant des revenus et patrimoines faibles et incertains, et prirent diverses mesures législatives et réglementaires pour accroître ces prêts.

2. Innovations financières et nouveaux acteurs

La finance mathématique permit de développer de nouveaux produits financiers permettant une allocation beaucoup plus sophistiquée des risques. La théorie des options fut développée au début des années 70 et ce produit commença à être vendu à Chicago en 1973. La rentabilité d'un titre financier classique est *ex ante* grossièrement symétrique : le prix d'une action peut augmenter ou baisser. Si vous détenez une option de vente vous avez le droit de vendre une action à un prix d'exercice fixé dans l'option, au cours d'une certaine période de temps. Vous exercerez cette option si le cours de l'action passe en dessous du prix d'exercice. Ainsi, si vous détenez par ailleurs cette action, vous ne souffrirez pas d'une perte importante si le cours de l'action baisse significativement. Beaucoup d'autres innovations ont suivi, par exemple les *swaps* de change ou d'intérêt. Ces produits permettent par exemple d'emprunter aux Etats-Unis, mais d'être couvert contre le risque de change euro-dollar. Les CDS (*credit-default swap*) permettent de diviser l'obligation d'une entreprise en deux produits différents, l'un qui subit le risque d'un mouvement des taux d'intérêts et l'autre qui subit le risque d'un défaut de l'entreprise. Un avantage des *swaps* est que les opérations d'échanges n'apparaissent pas dans le bilan des intermédiaires financiers,

² Basel I, that is, the 1988 Basel Accord, primarily focused on [credit risk](#). Assets of banks were classified and grouped in five categories according to credit risk, carrying risk weights of zero (for example home country [sovereign debt](#)), ten, twenty, fifty, and up to one hundred percent (this category has, as an example, most corporate debt). Banks with international presence are required to hold capital equal to 8 % of the risk-weighted assets. *Capital signifie fonds propres en français qui figurent au passif du bilan à côté des dépôts des épargnants*

mais hors bilan. Cela leur permet d'échapper aux ratios prudentiels et de dissimuler leur degré d'exposition au risque.

Ces nouveaux produits financiers furent principalement développés par les *hedge funds*. Ces fonds diffèrent des *mutual funds* (SICAV en France) en ne s'adressant pas directement aux épargnants ordinaires, mais plutôt en développant de nouveaux produits financiers qui peuvent être souscrits par les fonds de pension, les *mutual funds*, les banques, les entreprises, les compagnies d'assurance, les personnes très fortunées, etc. Cette restriction permet aux *hedge funds* d'être beaucoup moins contrôlés par les régulateurs, de pouvoir diffuser beaucoup moins d'informations sur leurs activités et de s'engager dans des opérations financières plus risquées (*short selling* auxquels n'ont pas accès les *mutual funds*). Les *hedge funds* effectuent aussi des opérations d'arbitrage complexes entre actifs financiers, et financent ces opérations en recourant notamment au crédit bancaire.

La titrisation date aussi des années 70. Elle consiste à rassembler un ensemble de crédits dans un titre financier unique, qui est vendu sur le marché financier. Cela commença avec les crédits hypothécaires : les intérêts perçus chaque mois auprès des emprunteurs étaient collectés par la banque et versés aux détenteurs de ces nouveaux titres. Ces titres ont l'avantage d'être négociables, et représentant un grand nombre de crédits, d'être peu risqués par un effet de diversification.

Réfléchissons cependant un peu plus sur ces nouveaux titres. Supposons qu'un intermédiaire financier construise un titre représentant un assortiment de prêts et titres à taux d'intérêt fixes, qui sont chacun soumis à un risque de défaut des débiteurs. Ces risques de défaut dépendent de l'endettement des débiteurs. Ainsi, plus cet endettement est élevé, plus le titre nouveau est risqué, mais aussi plus son espérance de gain est élevée. Les *collateralized debt obligations* (CDO) vont plus loin en divisant le précédent titre en une série de titres qui sont soumis à des parts différentes des risques de défauts : certains y échappent presque totalement et d'autres en supportent une grande partie. Les ratios prudentiels qui sont imposés à un intermédiaire financier ont pour but de limiter l'effet de levier qu'utilise cet intermédiaire : emprunter à un taux d'intérêt certain et placer cet argent à un taux de rendement aléatoire mais attrayant. Or, les CDOs, surtout ceux qui prennent la plus grande part du risque, permettent d'utiliser l'effet de levier d'une façon discrète à l'égard des régulateurs. En effet, la « dette implicite » dans les CDOs et les CDDs n'apparaît pas au bilan des banques et celle-ci peuvent être « endettées » beaucoup plus que ce qui apparaît à leurs bilans.

La titrisation permet aussi aux banques commerciales de disposer de davantage de fonds que leurs dépôts. Elle permet aussi aux banques de faire figurer leurs opérations de crédits en dehors du bilan.

Un problème de ces titres est qu'ils rompent la relation directe entre le créateur et l'emprunteur. La banque qui accorde un crédit peut être moins regardante, puisqu'elle n'assumera pas le risque de défaillance du débiteur. Il y a aussi des risques plus techniques dans des opérations de titrisation impliquant plusieurs intermédiaires financiers. Des *hedge funds* avaient déposé auprès de *Lehman Brothers* certains de leurs actifs comme collatéraux dans des crédits que leur accordait cette banque. Mais la banque a utilisé ces collatéraux pour obtenir des crédits pour elle-même, une pratique qui semble courante chez les *brokers*. Quand *Lehman Brothers* a fait faillite, il est apparu que les *hedge funds* ne pouvaient pas récupérer facilement leurs collatéraux.

Les titres qui s'échangeaient sur le marché boursier recevaient une note évaluant sa qualité, de l'une des deux grandes agences de *rating Standard & Poor's* et *Moody's*. Ces notes semblent avoir été données avec beaucoup de générosité. Mais cela n'aurait dû surprendre personne : ces agences étaient rémunérées par les institutions émettant ces titres, ce qui créait un biais en faveur des émetteurs et en défaveur des acheteurs.

Les ménages ont pu emprunter plus aisément que jadis, parfois comme aux Etats-Unis très aisément. Cela conduisit à une bulle immobilière et à la crise du *subprime*. Mais les crédits exagérés concernaient aussi de simples dépenses de consommation.

La diversification des portefeuilles a conduit à des stratégies d'investissement utilisant de nouveaux produits dont les performances sont en temps normal peu corrélées avec celles des Bourses des pays industrialisés, les *alternative assets*. Ceux-ci peuvent être des titres de dette de pays émergents, des titres de propriété foncières, des contrats sur des matières premières, des parts d'entreprises non cotées en bourse, etc. Beaucoup de ces actifs sont sur des marchés étroits et relativement illiquides, ce qui implique que quand cette stratégie se généralise, elle devient très risquée.