

Réponse à votre mail du 25 janvier 2013 :

J'espère que ma réponse vous apportera quelques éclairages.

D'après la contribution que vous m'avez fait parvenir, les mesures de structure relatives aux banques poursuivraient 5 objectifs :

- (i) éviter que la « création monétaire ne nourrisse la spéculation » (en l'occurrence empêcher les banques de prêter à des organismes spéculatifs : Hedge funds, private equity funds) ;
- (ii) prévenir l'aléa moral selon lui inhérent à la banque universelle lorsque celle-ci peut « titriser » les crédits qu'elle octroie et donc de se débarrasser de ses mauvais risques ; la séparation permettrait d'empêcher la titrisation par la banque de détail et d'inciter ainsi la banque à produire des crédits de bonne qualité ;
- (iii) réduire l'aléa moral pour les banques « too big to fail » ;
- (iv) protéger les déposants ;
- (v) réduire les risques de conflits d'intérêts (il cite un exemple dans lequel le fait qu'une banque qui prête à un client ait acheté en même temps des CDS la couvrant contre le risque lié à un défaut de ce client).

G. Giraud estime que la loi bancaire française ne répond pas à ces objectifs car elle permet de conserver toutes les activités au sein du groupe ce qui impliquerait selon lui l'incapacité de résoudre les problèmes 2 à 5 (l'auteur applique le même raisonnement à la réforme Vickers). L'auteur juge notamment que le problème d'aléa moral « too big too fail » n'est pas résolu car la filiale ne serait pas assez cantonnée. L'auteur estime également que le régime de résolution bancaire serait trop vague pour être applicable.

Sur ces bases, il plaide en faveur d'une Glass steagall act (i.e séparation radicale mais pas de précision nette sur ce que ça signifie car on comprend que la banque de détail ne serait pas autorisée à titriser, ni à intervenir sur le marché des dérivés pour son compte propre). Il estime que cela ne poserait pas de problème pour le fonctionnement de la banque de détail car selon lui les « départements commerciaux » n'iraient jamais sur les marchés.

Il assume le fait que cela conduirait de fait à une atrophie considérable des activités de la banque de marché mais estime que ce serait souhaitable car celle-ci-ci serait déconnectée de l'économie réelle (« puisque « 90% des contreparties sont déconnectées de l'économie réelle »). Il admet que cela pourrait poser un problème aux grands groupes industriels mais juge que ceux-ci pourront créer leur propre banque ce que selon lui certains feraient déjà (il cite en exemple PSA et sa filiale PSA Finances).

Afin d'objectiver la réponse aux critiques portées au projet du gouvernement pour en rétablir la pertinence, il est nécessaire de repartir du diagnostic de la situation.

Il convient également de rétablir des erreurs factuelles contenues dans le document de Gaël Giraud, dont les conséquences sont importantes pour la conception et les implications du projet de loi.

On peut citer deux exemples :

- L'article affirme que les « départements commerciaux » (ie la banque de détail) ne font plus appel au marché. Or, les banques françaises ont émis l'an dernier plus de 200Md€ d'obligations sécurisés adossées à des crédits hypothécaires. Plus généralement en France le ratio crédit sur dépôt est structurellement supérieur à un. L'activité de banque de détail est donc bien dépendante des marchés car les banques n'ont pas assez de dépôts pour alimenter son activité de crédit.
- L'article affirme que les grands groupes industriels créent en leur sein leurs propres banques afin de pouvoir accéder aux marchés sans dépendre des banques d'investissement ; il cite l'exemple de PSA. En réalité, PSA Finance, la filiale bancaire de PSA, finance les concessionnaires automobiles et les acheteurs de voitures. **L'accès au marché et les besoins de financement et de couverture d'un grand groupe industriel comme PSA ne peuvent être assurés que par de grandes banques capables d'offrir une large gamme de services financiers**, ce qu'aucune filiale bancaire « interne » n'est en mesure de faire.

Ces erreurs de diagnostic ne sont pas anecdotiques, car elles participent des paramètres qui ont guidé le gouvernement dans ses choix.

→ Quels sont les objectifs de cette loi bancaire ? Pourquoi avoir choisi une filialisation des activités pour compte propre plutôt qu'une séparation stricte ?

Le projet de loi bancaire présenté par Pierre Moscovici – pour sa partie «régulation financière », car il contient également des mesures de protection des consommateurs - rejoint les objectifs majeurs évoqués par Gaël Giraud :

- **réduire l'aléa moral créé par la garantie implicite de l'Etat** : il n'est pas normal que les pouvoirs publics doivent supporter en premier lieu le coût d'une intervention en faveur d'une banque en difficulté. Cela conduit par ailleurs les acteurs privés à une multiplication des risques – puisqu'ils estiment dans tous les cas être *in fine* garantis par l'argent public. Le projet de loi doit donc viser à casser cette anomalie qui voit la privatisation des profits et la collectivisation des pertes.
- **Protéger les dépôts des épargnants**. Il n'est en effet pas acceptable que les banques spéculent pour leur propre compte en prenant des risques avec l'argent de leurs déposants.

La réforme intègre un autre paramètre, celui du financement de l'économie réelle française. Dans le contexte actuel de durcissement des normes dites « prudentielles » (Bâle III), le rôle des banques

dans le financement des entreprises françaises va évoluer avec une réduction de la part du crédit et un développement des financements apportés par les marchés financiers (pour mémoire, le crédit bancaire assure aujourd'hui près de 2/3 de ce financement en France contre 30% seulement aux Etats-Unis). Dans ce contexte, il convient de s'assurer que nos entreprises (grandes et petites) trouvent toujours les accès aux financements nécessaires à leur activité et à la création d'emploi.

Le projet de loi proposé par le gouvernement répond à ces 3 objectifs.

(i) La filialisation telle que conçue dans le projet de loi est une filialisation « dure », conçue sur une base dite « déconsolidée ». **En cela, et contrairement à l'exposé de Gaël Giraud, le projet de loi isole réellement les risques pris par la filiale.** La « déconsolidation » consiste à considérer la filiale comme une entité extérieure à la maison mère, et à lui appliquer séparément les exigences prudentielles de fonds propres. L'exposition maximale de la mère à la filiale est conçue de telle manière qu'en cas de difficulté celle-ci puisse « tomber » sans mettre en difficulté la mère. Ce schéma est renforcé par la 2^e partie du projet de loi, qui dote les pouvoirs publics d'une capacité d'intervention efficace en cas de crise et oblige les banques à présenter un « testament » qui indique comment intervenir en cas de difficulté. La deuxième partie du projet de loi prévoit également que si les pouvoirs publics doivent intervenir pour éviter la faillite désordonnée d'un établissement c'est bien sur les actionnaires et sur certains créanciers que les pertes sont imputées en premier lieu. **La limitation de l'aléa moral est donc au cœur de la réforme bancaire.**

Lorsque Gaël Giraud expose que les banques filialisent déjà leurs activités, il s'agit d'une erreur d'appréciation : cette filialisation, quand elle existe – ce qui est loin d'être toujours le cas –, est construite sur une base consolidée. Il s'agit d'une séparation juridique qui ne sépare aucunement les risques. C'est ce « montage » qui était défendu par les acteurs bancaires et que le gouvernement a refusé.

De même, la note pose que le régime de résolution (2^e partie), central dans le projet de loi et la réduction de l'aléa moral, serait trop vague et trop principiel, donc inopérant. Cette assertion est infondée : le projet de loi octroie à l'ACPR des pouvoirs très larges précisément définis qui constituent un outil très puissant d'intervention (y compris de manière préventive pour forcer une banque à faire évoluer sa structure afin de faciliter l'intervention des pouvoirs publics en cas de problème ou pour lui interdire d'acheter ou de commercialiser un instrument financier jugé trop risqué).

(ii) **Au-delà, le projet de loi prévoit la montée en puissance du Fonds de garantie des dépôts, qui devient le « Fonds de garantie des dépôts et de résolution ».** Ce fonds, entièrement financé par les banques, joue un rôle d'assurance pour protéger les épargnants. Il pourra également désormais intervenir pour appuyer l'intervention des pouvoirs publics dans une banque en difficulté. Il est actuellement de 2Md€. L'objectif fixé au niveau européen est d'atteindre environ 1% des dépôts à l'horizon 2020 soit, pour la France, un montant cible de 10Md€.

(iii) **A l'inverse, la séparation stricte des activités de marché, sans résoudre la question de l'aléa moral du « too big to fail », fait courir des risques importants aux entreprises françaises.**

- La séparation ne résout pas le problème du too big to fail. L'exemple de Lehman Brothers montre que même « pure » une banque d'investissement est systémique dès lors qu'elle

est trop grande et trop interconnectée au reste de l'économie pour être abandonnée à son sort. Pire, la séparation stricte aurait sans doute un impact négatif sur le risque systémique, car les banques d'investissement pures sont des acteurs particulièrement instables. A ce titre, presque toutes les banques d'investissement pures qui existaient aux Etats-Unis ont failli pendant la crise. La résolution du problème a été dans tous les cas l'adossement (Bear Sterns, Merrill Lynch).

La réponse à l'aléa moral, contenue dans le projet de loi, c'est d'abord la mise en place d'un régime de résolution permettant une intervention efficace des pouvoirs publics et une imputation des pertes sur les actionnaires et les créanciers permettant de limiter le risque d'une mise à contribution des finances publiques.

Il convient par ailleurs de rappeler que la séparation stricte n'épuise pas la question des risques pour les dépôts des épargnants. Les activités de crédit portées par les banques de détail présentent également des risques et la crise récente a montré – notamment dans le cas espagnol - que ce sont les activités de crédit hypothécaires qui ont le plus fait peser de risques sur l'économie.

- Le projet de loi, en cantonnant les activités de spéculations pour compte propre, sépare les activités risquées qui impliquent les dépôts des épargnants. Mais il fait le choix de conserver au sein des établissements bancaires les activités utiles à l'économie – conformément à l'engagement précis de François Hollande dans ses 60 propositions (engagement n°7) - notamment l'activité dite de « tenue de marché ».

En quoi consiste cette activité ? Il s'agit d'un service que la banque offre à des entreprises, ou à l'Etat lorsqu'il émet sa dette, afin de lui garantir que les titres qu'elles placent pour lui sur le marché intéresseront les investisseurs. Pour cela, la banque assure l'animation du marché du titre en question en se portant acquéreur des clients et en offrant un prix.

Pourquoi ne pas filialiser cette activité ? Car la séparation de cette activité – ou sa filialisation, ce qui compte tenu des contraintes imposées par le projet de loi reviendrait au même résultat – aurait pour conséquence sa quasi-disparition au sein des banques françaises. Au sein de la filiale cette activité, très directement liée aux autres activités placées au sein de la mère, n'aurait pas la capacité d'assurer son financement dans des conditions économiques viables. Les banques françaises seraient contraintes de renoncer à exercer des activités de marché en général, car la « tenue de marché » en est un élément indispensable. L'activité de marché des banques françaises serait amenée à disparaître ou à être cédée à des banques étrangères, avec une double conséquence : le maintien de ce service pour les plus grandes entreprises - mais par l'intermédiaire d'acteurs anglo-saxons tels que Goldman Sachs ou JP Morgan (cette dernière étant une banque universelle) non soumis à la régulation européenne - et des difficultés très importantes de financement pour la majorité du tissu industriel français - dans un contexte où le financement par les marchés sera en plus de plus en plus nécessaire.

- La critique sur le financement sécurisé des *hedge funds* rencontre la même insuffisance, tant en ce qui concerne son ineffectivité que les risques pour l'économie. Pour mémoire,

il convient de rappeler que le texte oblige à cantonner dans la filiale les participations que les banques pourraient avoir dans des *hedge funds*. Il oblige également à cantonner les financements dit « non sécurisés » des *hedge funds*. A l'inverse, il n'interdit pas les financements « sécurisés »¹. Le rapport Liikanen formule une proposition identique dans ses propositions.

D'une part, les opérations de financement – dès lors qu'elles ont des sûretés en garantie – représentent une activité peu risquée. L'objectif du projet de loi est bien de s'assurer que les risques liés à certaines activités ne sont pas susceptibles de peser sur la banque parce qu'ils seront cantonnés dans la filiale. La séparation ne peut pas avoir comme objectif, au-delà de la protection de la banque contre les risques des activités spéculatives, de limiter les activités d'acteurs (*hedge funds*, fonds de private equity) qui ne sont pas dans le champ de la réglementation bancaire française. Ces acteurs poursuivront leur activité avec ou sans les financements sécurisés apportés par les banques françaises.. On peut débattre de la nécessité de les réguler mais cet objectif ne peut être atteint, quand bien même il serait justifié, par des mesures de structure visant strictement les banques françaises.

D'autre part, les *hedge funds* représentent aujourd'hui des acteurs essentiels au financement d'une partie de l'économie ou pour transférer au marché des risques pris par la banque, par exemple pour offrir une couverture à un client. A titre d'exemple, on peut citer le marché des obligations convertibles – indispensables notamment aux PME/PMI - sur lequel émettent des entreprises françaises avec l'aide de banques françaises. Sur ce marché les hedge funds peuvent représenter jusqu'à 60 voir 80 % de la demande et sont donc incontournables pour permettre le placement du titres dans les meilleures conditions dans l'intérêt de l'entreprise.

(Pour l'ensemble des raisons exposées, il est nécessaire de rappeler que, dans la concertation préalable au projet de loi, ni les associations de consommateurs ni les syndicats ni les représentants des entreprises n'ont souhaité s'orienter vers une séparation stricte des activités.)

➔ Qu'en est-il de la confusion des activités utiles au client et de la spéculation ? Des conflits d'intérêts ?

L'une des critiques de la note présentée consiste à avancer que le projet de loi serait inopérant parce que la loi donnerait à la banque la possibilité de continuer à offrir des services de financement aux clients, ce qui reviendrait à tout autoriser car toute contrepartie pourrait être assimilée à un client. **Cette assertion est erronée : la loi définit clairement de quelle manière les pouvoirs de régulation s'assureront que l'activité repose bien sur le service du client** (sur la base de l'existence de revenus tirés de la clientèle et d'une gestion stricte des risques associés). Il existe a contrario des activités dans lesquelles il y a certes des contreparties mais qui ne sont pas des activités client.

¹ Un financement sécurisé consiste à ce que l'emprunteur dépose un actif en garantie de son emprunt auprès du créancier. Dans la pratique le montant des actifs exigés en garantie dépasse le montant prêté pour assurer la meilleure couverture possible des risques.

De même, les risques de conflit d'intérêt sont une des cibles légitimes des mesures de structure et le projet de loi y apporte une réponse. Par exemple, l'exemple mentionné de l'achat de CDS sur une contrepartie de crédit ne sera possible dans la maison mère que dans la limite d'une opération de couverture c'est-à-dire que le CDS ne pourra être acheté que s'il couvre effectivement un risque et pas à d'autres fins. Par ailleurs, la séparation entre les activités pour le compte des clients et les activités de compte propre des banques est une modalité essentielle de préservation contre les conflits d'intérêt. Ces activités seront effectuées par des équipes séparées, contrôlées de très près par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution – qui verra ses effectifs renforcés à cet effet.

→ Quid de la titrisation ?

Contrairement à ce qui semble induit dans la note, la séparation n'empêcherait nullement les banques de détail de titriser leurs créances. La séparation n'est donc aucunement un moyen de réguler cette pratique. La bonne réponse, que la France promet au niveau international, est (i) la supervision des pratiques de distribution de crédit (notamment dans l'examen de la solvabilité de l'emprunteur au moment de la souscription du crédit) et (ii) la rétention des risques au bilan de celui qui est à l'origine du prêt (soit sous la forme d'une rétention minimale dans les opérations de titrisation, soit en recourant à des techniques de refinancement qui conservent les actifs dans le bilan de la banque comme les obligations sécurisées).

En résumé :

- a. Plusieurs objectifs assignés par l'auteur résultent en grande partie d'erreurs de diagnostic et d'erreurs factuelles. Nombre de ses critiques sont par ailleurs infondées.
- b. La note surestime fortement les avantages d'un « Glass Steagall Act ». Dans le même temps, il méconnaît les difficultés et les risques qui en résulteraient pour le financement des entreprises françaises – et de leurs emplois.
- c. Le projet de loi représente une réponse ambitieuse – y compris au regard des réformes proposés par nos partenaires – aux questions d'aléa moral et de protection des dépôts des épargnants. Il renforce considérablement les pouvoirs des autorités publiques pour surveiller et intervenir le cas échéant. Il permet également de préserver le financement de notre économie.

Sur les cinq points de l'auteur :

- 1. Le projet de loi sépare effectivement les activités spéculatives pour compte propre des activités utiles à l'économie.
- 2, 3 et 4. La véritable arme contre l'aléa moral, le « too big to fail » et la mise en cause des dépôts réside dans la puissance de la partie résolution. Comme le montre l'exemple de Lehman Brothers, une séparation stricte ne serait en aucun cas une réponse à l'implication des pouvoirs publics en cas de défaillance.
- 5. La lutte contre les conflits d'intérêts est au cœur du projet de loi. Il prévoit ainsi un renforcement des moyens, des pouvoirs de contrôle et des capacités d'investigation de l'Autorité de contrôle prudentiel.

Le projet de loi Moscovici et le financement de l'économie française.

Gaël Giraud, CNRS, Centre d'Economie de la Sorbonne, Ecole d'Economie de Paris, Labex REFI (Régulation Financière).

J'ai écrit il y a quelques semaines une petite note de synthèse non-technique, destinée à éclairer quelques points problématiques du projet de loi de séparation bancaire Moscovici. Depuis lors, une "contre-note" circule, qui prétend réfuter mes arguments. Elle fait état "**d'erreurs factuelles**" dans la note que j'ai produite, et conclut : "**Ces erreurs de diagnostic ne sont pas anecdotiques, car elles participent des paramètres qui ont guidé le gouvernement dans ses choix.**" Autrement dit, si je n'avais pas commis de telles erreurs, j'aurais enfin compris le sens du projet de loi Moscovici.

Avant de répondre à cette accusation, qu'on me permette de rappeler deux points :

- Frédéric Oudéa, l'actuel pdg de Société Générale, a reconnu mercredi 30 janvier, à l'Assemblée Nationale que le projet Moscovici impacterait 0,75% de ses activités¹. Je ne reviendrai donc pas sur la question de la prétendue séparation des activités qu'induirait le projet. Lors de la table ronde organisée à la Sorbonne le 21 janvier dernier, M. Thomas Philippon, le conseiller économique de M. Pierre Moscovici, a explicitement et publiquement reconnu que l'objectif du projet de loi n'est pas de scinder quoi que ce soit². Il serait, selon lui, d'organiser la "résolution", i.e., le démantèlement ou le sauvetage d'une banque en faillite. Il y a beaucoup à dire sur ce second point mais je ne m'y attarde pas ici.

- Robert Engle (Prix Nobel) et trois universitaires ont publié en 2012 une analyse très intéressante du risque systémique des banques européennes³. Leur conclusion est simple : les banques européennes sont beaucoup plus dangereuses que leurs rivales américaines. Leur exposition au risque équivaut à 500% de leurs fonds propres, tandis que celle des banques d'outre-atlantique culmine à 100%. La conséquence est malheureusement transparente : ce sont les contribuables qui paieront les 400% restants. L'économie européenne en a-t-elle les moyens ? Non. Pour ce qui est de la France, sachant que les 4 premières banques françaises ont, à elles seules, un total de bilan égal à 2,5 fois le PIB français, la réponse ne peut également qu'être "non". Les auteurs en déduisent que nos banques (en particulier Crédit Agricole et BNP-Paribas) sont non seulement "trop grosses pour faire faillite" (*too big to fail*) mais encore "trop grosses pour être sauvées" (*too big to save*). Dit encore autrement : en l'état actuel des choses, si une méga-banque européenne tombe (Deutsche Bank, BNP-P, Monte dei Paschi...), l'économie européenne tout entière est à genoux.

1. Le crédit hypothécaire.

Revenons à présent au projet de loi de (non-)séparation bancaire. Voici ce que j'avais

¹ <http://www.challenges.fr/finance-et-marche/20130130.CHA5665/loi-bancaire-frederic-oudea-le-patron-de-la-societe-generale-met-les-pieds-dans-le-plat.html>

² <http://www.revue-projet.com/articles/video-banques-video-une-loi-pour-que-rien-ne-change/>

³ "Systemic Risk in Europe", Swiss Finance Institute Research Paper Series N°12 - 45, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2192536

écrit : "depuis 2007, les départements "commerciaux" (des banques mixtes françaises) ne se financent déjà quasiment que grâce aux liquidités fournies par les dépôts, et ne vont pour ainsi dire jamais récolter des liquidités sur les marchés." La conséquence de cette remarque, c'est que contrairement à ce qui est répété par les banques et certains défenseurs du projet de loi, scinder les banques ne provoquerait pas un assèchement de liquidité pour le crédit accordé à l'économie réelle. De même, si l'on se refuse à tout prix à scinder, appliquer une "filialisation" dure, englobant *toutes* les activités de marché des banques mixtes, autres que les activités de pure couverture des départements commerciaux, n'est pas de nature à provoquer une pénurie du crédit. La contre-note répond :

L'article affirme que les « départements commerciaux » (i.e., la banque de détail) ne font plus appel au marché. Or, les banques françaises ont émis l'an dernier plus de 200Md€ d'obligations sécurisées adossées à des crédits hypothécaires.

Il faudrait en déduire qu'à travers cet oubli, j'ai omis une source de financement majeure de l'économie française, et que, par conséquent, scinder les banques serait faire courir un risque grave à l'économie française.

Dont acte : les banques françaises financent bel et bien par emprunt obligataire leurs crédits hypothécaires. Les coupons de ces obligations sont garantis par un collatéral correspondant aux intérêts à venir des crédits hypothécaires. Ai-je eu vraiment tort de les "oublier" ? D'après la Banque de France, l'encours des prêts à l'habitat (y compris crédits titrisés), accordés en France par les institutions de crédit aux ménages, s'est élevé à 847 Md€ en décembre 2011 et à 875 Md€ en décembre 2012. Soit une augmentation de 28 Md€ (+4,6 %). Ce qui veut dire que, à supposer que le chiffre de mon contradicteur soit correct, sur les 200 Md€ levés par les banques françaises, moins de 28 ont servi au crédit immobilier.

Les 172 Mds€ restants ? Hors crédit immobilier les nouveaux prêts des banques françaises aux ménages et aux entreprises non financières ne se sont élevés qu'à 22 Mds. Restent donc encore 150 Mds€ qui n'ont pas servi au financement de l'économie réelle. A quoi ont-ils servi ? A des activités de marché. Comment le remboursement de ces 150 Mds€ sera-t-il sécurisé ? Par les intérêts perçus sur les crédits hypothécaires. Autrement dit, en accordant 27 Mds€ de prêts à l'immobilier, les banques françaises ne font qu'entretenir une activité annexe qui leur permet d'accéder à 150 Mds€ de financement pour leurs activités de marché⁴. Qui dit mieux ? Cet exemple illustre donc à merveille le fait que **ce ne sont nullement les marchés qui financent l'économie réelle, mais bien l'économie (les ménages, les entreprises) qui finance les activités de marché.**

Loin de montrer que l'on aurait tort de scinder les banques, cette objection fournit un argument de plus pour le faire.

Deux remarques complémentaires :

1) Si les banques se contenaient de financer exclusivement leurs prêts via des emprunts sur les marchés, ces opérations constitueraient du simple financement externe. Quelle est la logique économique qui, dans le contexte des banques mixtes, justifie qu'on oblige

⁴ Et si l'on fait une hypothèse moins bienveillante sur l'usage qui a été fait de l'argent récolté via les obligations adossées au crédit hypothécaire, on obtient que 172 Mds€ ont été "récoltés" pour les activités de marché.

le département "commercial" d'une banque à solliciter, pour ce type de financement, le département "marché" du groupe bancaire auquel il appartient ? Qu'est-ce qui lui interdit de mettre en concurrence différentes banques de marché à qui il demandera de lui fournir ce service ? Si l'on croit aux vertus de la concurrence, la qualité du service n'en sera que meilleure pour un prix plus faible, et le coût du crédit hypothécaire appliqué aux clients n'en sera que plus faible. Tandis que, si ledit département "commercial" est contraint de recourir aux services du département "marché" du groupe bancaire auquel il appartient, il le fera même si ce service lui est facturé très cher. La mixité d'une banque engendre, en son sein, un département commercial "captif" du département "marché".

2) Le crédit hypothécaire est largement responsable de la bulle immobilière, dont les effets désastreux sur les populations les plus précaires et les jeunes sont connus. (A ce sujet, la France est l'un des rares pays où elle n'ait pas encore crevé...) Est-ce vraiment ce type de "succès" que l'on veut mettre en avant pour vanter le financement de l'économie réelle par les marchés financiers ?

2. Le ratio crédit/dépôt

La seconde objection invoquée pour signifier que j'ai tort de minorer le rôle des marchés dans le financement de l'économie française :

Plus généralement en France le ratio crédit sur dépôt est structurellement supérieur à un. L'activité de banque de détail est donc bien dépendante des marchés car les banques n'ont pas assez de dépôts pour alimenter son activité de crédit.

En effet, dans certains pays (France, Etats-Unis), le ratio crédits/dépôts est supérieur à 100%⁵. Mais, contrairement à ce que l'auteur de cette "réfutation" pourrait laisser croire, cela ne veut absolument pas dire que les banques financent la différence crédits - dépôts par le développement d'activités de trading sur les marchés.

Pour le comprendre, il faut d'abord comprendre pourquoi ce ratio peut être supérieur à 100%. A priori, c'est un paradoxe : en effet, toutes les fois qu'une banque accorde un crédit, le bénéficiaire place ce crédit en dépôt (dans la même banque ou dans une autre). Au niveau agrégé, l'ensemble des crédits devrait donc *a priori* être égal à l'ensemble des dépôts. Si les seconds sont inférieurs aux premiers, c'est qu'un nombre significatif de bénéficiaires de crédit n'ont pas transformé ce crédit en dépôt. Il n'y a que deux manières d'y parvenir : a) soit le crédit a été transféré hors de France (i.e., a servi à acheter un actif étranger, et alimente donc *in fine* un dépôt bancaire hors de France), b) soit il a servi à acheter un titre bancaire⁶. (Par exemple, acheter une obligation non bancaire ou une action finit ultimement par alimenter un dépôt.) En France, les deux phénomènes sont très vraisemblables.

En particulier, cela ne veut nullement dire que les banques auraient accordé beaucoup de crédit. Une banque, redisons-le, c'est une institution financière qui a reçu le droit (par délégation de l'Etat, qui lui accorde la licence bancaire) de créer de la monnaie. Chaque fois qu'une banque accorde un crédit, une part significative de ce crédit constitue de la monnaie qui n'existait pas une minute plus tôt. Magique ? Non.

⁵ Il vaut environ 110% en France en 2012, 115% aux Etats-Unis, 92% en Espagne, 88% en Allemagne et même 75% en Italie.

⁶ En fait, il y en a une troisième : si le récipiendaire du crédit le transforme en monnaie fiduciaire (billets et pièces). Mais cela représente une portion négligeable de la monnaie en circulation. Quant aux "lignes de crédit" accordées par les banques aux entreprises, celles qui ne sont pas encore "tirées" figurent en hors-bilan des banques et ne sont donc pas comptabilisées dans le crédit bancaire.

C'est complètement normal. Il n'y a que deux planches à billet dans la zone euro : la BCE et les banques privées. A ceci près que la monnaie créée par la BCE ne peut jamais être inflationniste puisqu'elle ne sort jamais du marché interbancaire. La seule planche à billet capable de générer de l'inflation (quand l'argent créé est mal investi), ce sont les *banques privées*. De sorte que ceux --et ils sont nombreux-- qui diabolisent la planche à billets doivent comprendre qu'en bonne logique ils devraient recommander la fermeture de toutes les banques !

Une banque peut donc fort bien accorder des crédits *même si elle n'a aucun dépôt*. C'est le cas d'Oseo, de la BEI, etc. Ceci est parfaitement accepté. Ainsi, dans le cadre des règles prudentielles de Bâle III (dont les banques ne cessent de se plaindre au motif que ces règles les pénaliseraient au point de les empêcher d'accorder des crédits que, par ailleurs, elles n'accordent déjà quasiment plus, j'y reviendrai), *grosso modo*, une banque peut accorder 10 de crédit pour 1 de fonds propres et 0 en dépôt.

Pourquoi, dans ces conditions, les banques mixtes prétendent-elles qu'elles ont "recours au marché" pour financer les crédits qu'elles accordent ? Tout simplement parce qu'elles font du profit en jouant sur le 'spread' qu'elles payent à leurs fournisseurs de liquidité sur les marchés, qui se trouve être moins élevé que celui qu'elles facturent à leurs clients. Cela veut-il dire que des banques commerciales séparées des banques de marché auront davantage de mal à trouver, au besoin, ce type de financement sur les marchés ? Non. Si la banque commerciale est séparée de la banque de marché, donc moins risquée, elle s'assurera un coût de financement – concurrentiel cf. supra – sur les marchés, parce qu'elle sera perçue comme un bon risque par les prêteurs. (Rappelons que le rendement annuel de la banque retail de BNP-Paribas est de 33% !) D'autant qu'elle conservera la garantie de l'Etat, que les banques de marché, elles, auront perdue.

3. D'autres arguments?

Les défenseurs du projet de loi évoquent parfois d'autres arguments, de nature "prophétique", pour expliquer pourquoi il ne faut surtout pas scinder les banques. Ces "arguments" sont le plus souvent du type suivant : "à l'avenir, il est inéluctable que les marchés prennent une place grandissante dans l'économie française." Ou encore : "Les accords de Bâle III vont contraindre les banques françaises à..."

Contrairement à ce que ce type de prophétie tient pour une évidence, il n'y a rien d'inéluctable dans le rôle joué par les marchés financiers dans notre économie. Ce rôle était très faible jusque dans les années 1990. La loi n'autorise les banques mixtes que depuis 1984. Les grands groupes mixtes comme Crédit Agricole et BNP-Paribas sont nés respectivement en 1996 et 1999. Le paysage bancaire français actuel est donc récent, et n'a strictement rien d'irréversible. En revanche, la rhétorique des banques consiste très souvent à présenter l'évolution qui les intéresse comme étant inscrite dans une logique de l'histoire qu'elles seules connaissent (à la manière dont les marxistes, au nom du matérialisme historique, prétendaient connaître les lois d'airain de l'histoire).

Quant aux accords de Bâle III, il est exact qu'ils imposent (via le ratio de liquidité de Bâle III) une réduction du ratio crédit/dépôt pour les banques qui auront des dépôts. Ce ratio vise à sécuriser les dépôts. (Il ne concerne donc pas les banques qui n'ont pas de dépôt !) Le relâcher, ou retarder la mise en oeuvre de Bâle III, au motif que cela menacerait le financement de l'économie, cela reviendrait à retarder le moment où un cancéreux devrait s'arrêter de fumer au motif que fumer le stimule dans son

travail (de sorte qu'il sera moins "efficace" s'il s'arrête de fumer). La vérité, c'est que le jour où il sera mort, il sera toujours moins efficace que s'il s'était arrêté à temps de fumer. Et le caractère léthal de la dangerosité des banques mixtes européennes devrait être assez clair pour ceux qui ont lu l'introduction de ce billet.

Les banques françaises sont-elles "contraintes" de réduire leur crédit à cause de Bâle III ? Non. Pour réduire le ratio crédit/dépôt, on peut certes réduire le numérateur mais on peut aussi augmenter le dénominateur. Comment augmenter les dépôts ? En augmentant leur rémunération de manière qu'ils soient plus attractifs que les OPCVM monétaires et l'assurance-vie. De manière surprenante, cette seconde option est rarement invoquée comme "loi d'airain" de l'histoire.

3. La "banque PSA"

Le billet [reponse-note-gG.pdf] avance un troisième type d'objection :

[Ma note] affirme que les grands groupes industriels créent en leur sein leurs propres banques afin de pouvoir accéder aux marchés sans dépendre des banques d'investissement ; il cite l'exemple de PSA. En réalité, PSA Finance, la filiale bancaire de PSA, finance les concessionnaires automobiles et les acheteurs de voitures. **L'accès au marché et les besoins de financement et de couverture d'un grand groupe industriel comme PSA ne peuvent être assurés que par de grandes banques capables d'offrir une large gamme de services financiers**, ce qu'aucune filiale bancaire « interne » n'est en mesure de faire.

Rappelons d'abord les faits. Le 29 février 2012, la BCE a procédé à la seconde vague de son programme LTRO, au terme de laquelle, comme on sait, l'institut de Francfort a mis à disposition des banques européennes mille milliards d'euros au taux révisable de 1% (descendu, entre-temps, à 0,75%) sur trois ans. Or le Comité Français des Constructeurs Automobiles nous apprend que⁷ « Cette aide s'adresse en priorité aux banques, mais les branches financières des constructeurs d'automobiles sont aussi éligibles au guichet de la BCE, bien moins onéreux que les marchés obligataires. »

Le point est donc le suivant : les secteurs bancaires français et allemand sont tellement défaillants à l'égard de grands groupes industriels comme PSA, Renault ou Volkswagen que ceux-ci se déclarent candidats à un refinancement *non pas par le marché, mais par la BCE*. Comment prétendre, dans ces conditions, que seules "de grandes banques capables d'offrir une large gamme de services financiers" peuvent rendre les services dont les grands groupes ont besoin ? Et, plus fondamentalement, si les grandes banques rendent déjà tous les services nécessaires, pourquoi les grands groupes industriels éprouvent-ils le besoin de créer leur propre banque ? Dans le cas de Siemens, par exemple, la motivation est très vraisemblablement de permettre au groupe industriel d'avoir accès directement au refinancement de la BCE en cas de faillites bancaires en série. En Angleterre, la grande distribution (Tesco, Marks & Spencer) développe des banques de détail pour prendre des parts de marché aux banques traditionnelles, avec le soutien des autorités qui leur distribuent des licences sans sourciller (alors que le sujet est tabou en France), conscientes de la nécessité de libérer l'industrie du carcan où l'enferment les "grandes banques" existantes.

⁷<http://www.ccfa.fr/Volkswagen-PSA-et-Renault>

Il va sans dire que je ne plaide pas pour que des opérations analogues à celle menée par PSA et d'autres deviennent autre chose que des exceptions. Il serait hautement préférable que les industriels puissent externaliser leurs opérations de financement auprès d'une banque. Mais, et ceci nous reconduit tout droit au sujet de la séparation bancaire, si les "grandes banques mixtes" sont défaillantes, c'est parce qu'il est beaucoup plus lucratif, pour elles, de mettre leurs fonds propres et leurs liquidités au service d'opérations de marché (en particulier d'opérations directionnelles, donc spéculatives, comme en témoigne le montant de leurs stocks d'actifs) qu'au service de l'industrie, y compris des plus grands groupes industriels.

Une dernière remarque : pour un industriel, se financer sur le marché peut prendre des formes multiples : augmentation de capital, emprunt obligataire, prêt - avec ou sans collatéraux -, mais aussi émission directe de papier commercial... La taille de la banque appelée pour être conseil / leader sur chaque type d'opération de financement est loin d'être "le" critère de décision. L'expertise technique et l'agilité dans l'exécution sont beaucoup plus importantes, dès lors qu'il n'est pas demandé à la banque de mobiliser son propre capital pour garantir le succès de l'opération de financement (en se substituant au marché le temps du placement). L'objection consistant à faire valoir que la taille des mégabanes françaises *too big to fail* est rendue nécessaire par le service qu'elles rendent à nos grands groupes industriels n'a rigoureusement aucun sens.

5. Les *hedge funds*

Le dernier point de discussion⁸ suivant porte sur le financement des fonds spéculatifs. En effet, le projet de loi prétend bien les limiter mais ce qu'il interdit d'une main, il l'autorise de l'autre. En effet, ne sont prohibés que les prêts non sécurisés aux *hedge funds*. Or les banques n'ont pas attendu M. Moscovici pour sécuriser leurs prêts aux *hedge funds*, de sorte que les prêts non-sécurisés ne concernent qu'une portion infime des transactions entre banques et fonds spéculatifs --sans doute moins de 5%.

S'ils s'en accommodent, c'est que certains défenseurs du projet de loi en l'état estiment que les fonds spéculatifs sont appelés à jouer un rôle déterminant dans le financement de l'économie française. Il en irait ainsi, *primo*, du financement de la dette publique française. C'est la position défendue par Karine Berger, rapporteure du projet de loi, lors de l'audition du lundi 28 janvier. J'ai eu la surprise d'apprendre que la députée PS des Hautes-Alpes compte essentiellement sur les *hedge funds* pour financer le budget de l'Etat français. Rappelons qu'en effet, 66% de notre dette souveraine sont détenus par des non-résidents. De ce point de vue, la France est particulièrement exposée aux humeurs des marchés, là où le Japon et l'Italie, par exemple, sont en bien meilleure posture. Plus de 90% de la dette publique nipponne sont détenus par des Japonais et plus de 60% de la dette italienne est entre les mains des Italiens. Chez nous, une part non-négligeable de notre dette peut avoir été souscrite par des fonds spéculatifs. Par une bizarrerie du droit français qu'il serait urgent de corriger, l'organisme privé chargé de centraliser les ventes de la dette française, Euroclear France, n'est pas tenu de rendre publique l'identité des créanciers de la France. De sorte que nous en sommes réduits à des conjectures et des approximations. Une incertitude qui paralyse l'action publique.

Est-ce une raison pour s'en féliciter et estimer qu'il convient de continuer à faire dépendre le financement de notre pays du bon vouloir des fonds spéculatifs ? Ce serait une attitude irresponsable. La dette publique grecque a été très largement souscrite par ces fonds. Nous

⁸ Parmi ceux qui incriminent directement la note que j'ai écrite. Il y a malheureusement beaucoup d'autres contre-vérités contenues dans ce plaidoyer *pro domo*, dont la nature erronée devient publique ces jours-ci, et que je ne détaille pas ici.

en avons vu ce qu'il en a résulté. La leçon grecque n'a-t-elle donc pas été méditée ? L'épargne nationale annuelle représente 200 milliards d'euros. Un emprunt national permettrait d'éloigner l'épée de Damoclès des fonds spéculatifs sur le budget de notre Etat. Souscrire à cet emprunt, dans la mesure où il s'agit d'un effort de solidarité nationale avec les générations futures, pourrait être en partie défiscalisé. Quoi qu'il en soit, on voit mal en quoi continuer de faire dépendre le financement de la France des *hedge funds* consisterait une politique publique d'avenir...

La seconde justification parfois invoquée pour rendre compte de la bienveillance du projet Moscovici à l'égard des fonds spéculatifs est la suivante : ces derniers seraient essentiels au financement de l'économie française *privée*. Il en irait ainsi des obligations convertibles émises par les PME/PMI françaises, dont une fraction importante serait financée par ces fonds. Ainsi lit-on dans le billet rédigé en vue de réfuter ma note de synthèse :

A titre d'exemple, on peut citer le marché des obligations convertibles – indispensables notamment aux PME/PMI - sur lequel émettent des entreprises françaises avec l'aide de banques françaises. Sur ce marché les *hedge funds* peuvent représenter jusqu'à 60 voir 80 % de la demande et sont donc incontournables pour permettre le placement du titres dans les meilleures conditions dans l'intérêt de l'entreprise.

Justification à mes yeux irresponsable et peu convaincante : irresponsable parce que, de nouveau, elle revient à faire peser une menace considérable sur le financement des PME/PMI françaises. Peu convaincante, pour les raisons suivantes :

a) Ces obligations représentent moins de 500 millions d'euros (0,0002 % du PIB français). Est-ce une raison suffisante pour continuer d'autoriser les dépôts des Français à financer les activités spéculatives des fonds ?

b) Il faut rappeler qu'un Fonds spéculatif (ou un fonds de private equity) n'est jamais rien d'autre qu'un intermédiaire financier. Il lève de l'argent auprès des banques, des investisseurs institutionnels, des riches particulier, et le prête moyennant une commission substantielle. Si l'on estime (à tort, mais peu importe ici) que ce sont les Fonds qui financent l'économie, alors pourquoi refuser d'interdire que nos banques financent ces mêmes Fonds ? Il y a là une erreur logique élémentaire : faut-il financer un fonds pour que celui-ci daigne financer une entreprise (ou l'Etat) ? Financer l'entreprise directement sans passer par ce montage compliqué - mais générateur de commissions - n'est-il pas plus efficace globalement ? Poser la question, c'est y répondre. Comment oser adopter ce critère de PME émettrices d'obligations convertibles comme déterminant d'une politique publique, quand le problème numéro un de ce type d'entreprise relève avant tout du financement court terme de son fonds de roulement, compte tenu des délais de paiement à consentir à ses clients (dont les administrations de notre pays) ? C'est à une banque commerciale de proximité d'y pourvoir par concours bancaire. De nouveau, cet exemple, loin de plaider contre la scission bancaire met en lumière combien elle est nécessaire. Il est temps que nos banques (commerciales) recommencent à faire le travail qu'elles n'auraient jamais dû abandonner, plutôt que de le déléguer à des fonds qu'elles financent --le coût de l'ensemble de l'opération étant supporté, bien évidemment, par l'économie réelle.

c) On a affaire, ici, à un petit jeu circulaire typique de la situation actuelle, où la finance donne l'illusion de créer de la richesse économique par le financement des PME, au profit bien réel des intermédiaires financiers (*managers* de *hedge funds*, salariés des banques

d'affaires) et au détriment du contribuable, garant en dernier ressort de la solvabilité des fonds de pension, compagnies d'assurance-vie et banques, lesquels sont tour à tour investisseurs et financeurs du secteur bancaire de l'ombre (*shadow banking*).

La "bonne" réponse à ce dysfonctionnement induit par l'effet d'aubaine des marchés financiers et du shadow banking (qui échappe à la réglementation et même au droit de regard des superviseurs des marchés) ne consiste certainement pas à ôter le financement de notre économie (publique et privée) des mains des banques pour le confier aux fonds spéculatifs. Elle consiste à réduire autant que possible cet effet d'aubaine, en scindant les banques de marché des banques de crédit-dépôt. Ou, à défaut, en obligeant les banques mixtes à filialiser toutes les activités de marché qui ne sont pas strictement indispensables à la couverture des opérations de crédit d'une banque commerciale. En veillant, enfin, à ce que *toutes* les opérations de prêt aux fonds spéculatifs soient obligatoirement filialisées.