

Assises Nationales du financement du long terme Perspectives européennes

17 novembre 2011

Intervention de Jacques de Larosière

Comme chacun sait, l'enfer est pavé de bonnes intentions. La crise que nous vivons est née d'un excès d'endettement favorisé par une régulation et un politique monétaire qui se préoccupaient peu des dangers des bulles de crédit pourtant stimulées par l'innovation financière et le développement d'un système financier non régulé.

Après 2007-2008, la réglementation s'est à juste titre préoccupée de contenir la prise de risque par les établissements bancaires et financiers. Cette réglementation a renforcé les capitaux propres des banques en quantité et en qualité. Avec les ratios actuels, on peut considérer, qu'en moyenne, les banques ont augmenté leur fonds propres de 5 fois par rapport à l'avant crise.

* *

*

En fait, la réglementation de Bâle 3 a été « sur appliquée » puisque les marchés ont imposé aux banques, notamment en Europe, de respecter dès 2012 les nouveaux ratios de fonds propres pourtant prévus comme devant être graduellement mis en œuvre jusqu'au 1^{er} janvier 2019.

Il est évident que ce séquençement de la mise en œuvre de Bâle 3 sur 7 ans répondait dans l'esprit des régulateurs à la préoccupation de ne pas trop brutalement pousser les banques à agir sur le dénominateur du ratio, à savoir réduire les crédits. Mais la volonté des marchés en a décidé autrement ; et nous assistons, du fait de la mise en place anticipée de ces ratios, à des phénomènes de « deleveraging » qui, certes, affectent en premier lieu les activités de marché mais qui peuvent aussi avoir une incidence sur certains financements de moyen et long terme comme les financements de projets ou le financement du commerce international.

Mais au-delà des effets de l'abandon du séquençement de la réforme de Bâle 3, les régulateurs ont décidé d'aller au-delà des objectifs de Bâle 3 et de rajouter deux types de surcharges prudentielles. Ces surcharges risquent d'avoir des effets négatifs sur le développement économique en particulier en Europe qui est très dépendante des financements bancaires - pour les 2/3 de son économie - alors que la proportion est inverse aux Etats-Unis.

Ces deux types de surcharge sont :

- L'imposition de 1 à 2,5% de capital additionnel pour les établissements considérés comme « systémiques ». C'est une mesure arbitraire - puisque fondée en grande partie sur la taille des établissements - et parcellaire puisque seules des banques sont à ce stade considérées comme systématiquement importantes et que les « shadow banques » sont en fait ignorées (les money market funds par exemple qui collectent de l'épargne et effectuent de la transformation, et dont la valeur des parts a dû être garantie par les autorités américaines pour contenir un phénomène de « run » qui s'y développait).

Or, rajouter 2,5% aux 7% prévus pour Bâle 3 constitue une mesure qui aura des effets considérables et l'on peut s'attendre de ce seul fait à une réduction de 10% à 30% des crédits distribués par les institutions soumises à cette obligation.

Dans la situation actuelle où le capital disponible pour les banques s'est pratiquement tari, compte tenu de la très faible valorisation boursière des établissements, ces surcharges se traduiront inévitablement par une réduction des actifs et donc des prêts à l'économie.

- La seconde menace est celle qui procède des dispositions envisagées pour mieux assurer la liquidité des banques.

Le dispositif de liquidité à court terme tend à limiter la détention d'actifs mobilisables par les banques pratiquement à des titres souverains au détriment d'obligations ou actions émises par le secteur privé. Ceci ne peut que compliquer le financement à long terme de nos entreprises.

Quant au dispositif de liquidité à long terme, il obligerait les banques à aligner la maturité de leurs ressources sur celles de leurs emplois.

Si l'on considère qu'actuellement¹ les institutions financières de la zone euro fournissent 19 500 milliards d'€ de financements de long terme sur la base de seulement 8 700 milliards d'€ de ressources longues, et si l'on tient compte de l'impossibilité pour les banques d'augmenter dans de telles proportions leurs ressources à long terme – le marché étant par définition limité – la réglementation envisagée conduira inévitablement à

¹ Chiffres du 2^{ème} trimestre 2010 de la Banque Centrale Européenne analysés par la SG et BNP Paribas.

un raccourcissement considérable de la durée des crédits accordés par les banques (dans l'hypothèse vraisemblable où l'accroissement des dépôts resterait limité).

Si l'on ajoute que les compagnies d'assurance sont fortement dissuadées par Solvabilité 2 de détenir des actifs longs et en particulier des actions, on privera ainsi les marchés financiers d'un des éléments les plus stables et qui avait jusqu'à présent joué un rôle d'amortisseur en temps de crise, réduisant par là dangereusement la demande de titres à long terme émis par les entreprises².

* *
*

Si l'on prend du recul, qu'est ce qui a caractérisé fondamentalement la genèse de cette crise ?

En premier lieu, le recours excessif à l'endettement par rapport au capital. Or, y a-t-il un élément dans les projets ou dans la réglementation actuelle qui est de nature à favoriser la constitution de capital dans les entreprises non financières ? Pour ma part, je ne vois, comme je viens de l'indiquer, que des effets réglementaires négatifs dans ce domaine (à quoi on peut ajouter que la plupart des dispositifs fiscaux favorisent l'endettement dans la mesure où les intérêts d'emprunt sont déductibles de l'assiette de calcul de l'impôt sur les bénéfices des sociétés).

² L'obligation faite par Solvency 2 pour une compagnie d'assurance de détenir en réserves 8,2 % de la valeur d'une obligation à 5 ans et 16,5 % pour une obligation à 10 ans, rendra plus difficile l'émission de titres obligataires longs par les banques, émission pourtant rendue nécessaire par les dispositions prévues sur la liquidité. Or, le doublement de la contrainte pour la détention d'un titre à 10 ans par rapport à celle d'un titre à 5 ans n'est guère justifiée si l'on note que le retour additionnel en intérêts sur le titre le plus long ne serait guère que de 200 points de base sur la durée de vie de l'obligation en question. Le doublement de la contrainte traduit donc une surestimation du risque long par le régulateur par rapport à la perception des marchés.

La deuxième caractéristique - en particulier du système financier - a été le « court-termisme ». Tout favorisait la recherche du profit à court terme. A cet égard, les méthodes comptables basées sur les valeurs de marché ont beaucoup contribué à cet état d'esprit. Dans les périodes d'euphorie prolongées jusqu'à l'extrême par une politique monétaire trop accommodante, la montée des profits « papier » liés à la hausse des valeurs, entretenait la machine et favorisait les bulles. Or, force est de constater que l'essentiel des dispositifs réglementaires envisagés ou retenus va dans le même sens. Le fait de surcharger en contraintes de capital la détention des titres de long terme - actions ou obligations détenues par les institutions financières - est, en effet, de nature à considérablement réduire et raccourcir le financement de l'économie européenne.

On me dira que nos pays doivent accepter ce mouvement vers la désintermédiation et promouvoir les marchés financiers, mais on sait que ce genre d'évolutions prend du temps et que les Petites et Moyennes Entreprises (PME), et notamment les entreprises de taille intermédiaire, qui forment l'épine dorsale de nos économies sont encore loin de pouvoir accéder à la bourse.

Prenons garde à ne pas mettre en place une bombe à retardement qui organiserait d'ici 2 à 3 ans un « credit crunch » de grande ampleur.

Jacques de Larosière