

Séparation bancaire

Note de synthèse sur le projet de loi présenté par M. Le Ministre P. Moscovici au Conseil des Ministres, le 19 décembre 2012.

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

Résumé : On montre qu'il est nécessaire de scinder les activités bancaires pour au moins 5 motifs distincts, répondant à 5 problèmes majeurs qui affectent aujourd'hui l'activité bancaire et pénalisent l'économie française. On rappelle les différentes manières de scinder déjà envisagées (Volcker, Vickers, Liikanen, Glas Steagall Act), et on les compare au projet de loi actuel. L'examen de celui-ci révèle que, dans son état actuel, il ne résout aucun des 5 problèmes mentionnés, et s'avère même cumuler toutes les faiblesses des projets antérieurs sans hériter d'aucune de leur qualité. La note se termine par l'examen des objections formulées par le secteur bancaire à une scission effective, et conclut qu'aucune de ces objections ne légitime un refus de scinder les activités bancaires.

I. Les dangers du "modèle" de banque mixte.

I.A. Deux types de banques.

Il existe deux types d'activités bancaires de nature différente :

- l'une consiste à réaliser des prêts et à collecter des dépôts : dans ce rôle, les banques ne sont pas des intermédiaires mais les créateurs de la monnaie qui permet à l'économie de fonctionner (d'où l'adage « les crédits font les dépôts »). Ce rôle est indissociable de celui de collecte des dépôts et de mise à disposition de moyens de paiement. Le triptyque crédits-dépôts-paiements constitue les activités de **banque commerciale**. Ces activités, vitales au bon fonctionnement de l'économie, bénéficient d'un soutien explicite de l'Etat, via la garantie partielle des dépôts de la clientèle.

• l'autre consiste à intervenir sur les marchés financiers, soit dans le but de servir une clientèle, soit dans le but de bénéficier d'opportunités d'arbitrage (i.e., de situations temporaires où les décalages entre certains cours financiers permettent de gagner de l'argent à coup sûr). Le plus souvent, ces deux motifs sont combinés. Dans ce rôle, les banques - qu'on appellera ici **banques de marché** (ou encore banques de financement et d'investissement, BFI) - n'ont pas de raison particulière de disposer du pouvoir de création monétaire. Elles pourraient fort bien se contenter d'agir en tant qu'intermédiaires financiers.

Combiner les activités de banque commerciale et de banque de marchés au sein d'une banque mixte a deux conséquences

A) permettre à l'activité de prêt d'argent et de collecte des dépôts de nourrir l'activité de négoce d'instruments financiers. Inversement,

B) inversement, l'accès aux marchés financiers internationaux modifie sensiblement l'exercice du métier de banque commerciale.

A) L'exemple le plus connu illustrant le premier point est fourni par l'ensemble des *hedge funds*¹ auxquels les banques françaises accordent des crédits. Un autre exemple, parfois moins connu, a été fourni par l'explosion des opérations de *private equity* (du moins jusqu'en 2008). Les fonds de *private equity* ne peuvent réaliser leurs opérations à très haut rendement que grâce aux prêts que leur octroie le secteur bancaire. Ces opérations se déroulent généralement selon un scénario du type suivant : un fonds dispose de 10 de capital propre, peut emprunter, disons, 90 au secteur bancaire, sur 3 ans, à 10%, achète une entreprise à 100, la restructure au pas de charge, et la revend 2 ou 3 ans plus tard, au prix de 150 (par exemple). Le fonds rembourse sa dette à la banque ($90 + 9 = 99$), de sorte que le résultat net de l'opération est $150 - 99 = 51$. L'ensemble du procédé offre donc, dans cet exemple (qui n'a rien de caricatural), un rendement supérieur à 400% ! Ce qu'il advient, en revanche, de l'entreprise, bien réelle, qui a fait l'objet du LBO², l'expérience montre qu'elle sort rarement indemne de ce

¹ Parfois, nos banques créent elles-mêmes ces fonds, de manière à leur prêter des liquidités qu'ils pourront exploiter sans avoir à se conformer aux règles prudentielles minimales actuellement imposées aux banques. C'est de cette manière, en créant lui-même ses futurs clients, que le secteur bancaire nourrit le *shadow banking* (i.e., le secteur financier non bancaire, apparenté au secteur bancaire au point d'en être comme l'ombre portée) et peut s'affranchir de la régulation imposée aux banques (i.e., déléguer les opérations qu'il veut soustraire à la vigilance du régulateur à ses propres "créatures de l'ombre") cf. *Vingt Propositions pour réformer le capitalisme* (G. Giraud & C. Renouard, dir.) Flammarion, 3ème ed. 2012, chap. 10 et 11.

² Leverage Buy Out

traitement. C'est ce type d'opérations spéculatives que visait la déclaration présidentielle s'engageant à « maîtriser la finance [...] par le vote d'une loi sur les banques qui les obligera à séparer leurs activités de crédit de leurs opérations spéculatives ».

B) Un exemple illustrant l'impact des activités de marché sur le métier de banque commerciale est fourni par les activités de crédit immobilier de nombre de banques espagnoles au cours de la décennie 2000. Entre 2001 et 2007, le crédit accordé par les banques espagnoles a connu un rythme de croissance à peu près double de celui de la zone euro – 20 % à 25 % l'an contre 12 % environ. Durant la même période, les banques de la Péninsule ibérique (qui représente pourtant près de 10 % du PIB de la zone monétaire) n'ont recouru au refinancement de la BCE que pour une proportion moyenne de 5 % des encours du secteur bancaire la zone euro auprès de Francfort. Ces banques ont donc accordé des crédits dans des proportions inédites sans avoir besoin de se refinancer auprès de la BCE (comme le ferait toute banque commerciale "normale") parce que la plupart de ces crédits étaient titrisés et revendus aussitôt sur les marchés financiers. Le caractère "mixte" des banques espagnoles a donc favorisé une création monétaire débridée, qui, parce qu'elle ne soutenait aucun projet économique réel cohérent, a provoqué une extraordinaire inflation sur le marché hypothécaire espagnol. "Délivrées" par la titrisation des ratios prudentiels habituellement imposés aux banques commerciales, ces institutions ont ainsi développé un "aléa moral" considérable dans l'activité de prêt : les banques prêteuses n'avaient plus aucun intérêt à s'intéresser à la pertinence réelle du projet à financer, ni à la solvabilité des emprunteurs, puisqu'elles se débarrassaient aussitôt du titre de créance en le revendant sur le marché des crédits titrisés. Le naufrage du secteur bancaire espagnol est donc en grande partie la conséquence du caractère mixte du secteur bancaire espagnol³ --- et ce naufrage lui-même est largement responsable de la crise de liquidité à laquelle l'Etat espagnol fait face sur le marché de l'emprunt souverain⁴.

Dès lors que l'on reconnaît qu'il est de la plus haute importance pour l'avenir de la France de limiter les risques d'une dérive bancaire à l'espagnole (ou à l'irlandaise, l'islandaise, l'américaine...), et de limiter sa contribution aux excès des *fonds spéculatifs* et du *private equity* (dans l'intérêt du secteur industriel français lui-même), le "modèle" de la banque mixte se trouve remis en question.

I.B. Too big to fail ?

³ Même s'il est exact que les *cajas* sont d'abord des banques commerciales.

⁴ Rappelons qu'en 2007, la dette publique espagnole ne représentait que 40% du PIB de la péninsule, et le budget était en excédent.

Les banques mixtes font courir un troisième danger à l'économie française. Car la combinaison d'activités de dépôt et de marchés au sein de la même institution conduit à une extension du soutien implicite de l'Etat aux activités de marché.

En effet, en cas de faillite du département d'activité de marché d'une banque mixte, son département de dépôt-crédit sera immédiatement affecté. La garantie de l'Etat bénéficiera alors autant au département "marché" (à l'origine du risque de faillite) qu'au département "commercial". Ce soutien implicite fait des contribuables les prêteurs en dernier ressort des banques mixtes. Ont-ils vocation à se retrouver condamnés à devoir soutenir le département "marché" d'une banque mixte ? Surtout, cette garantie permet aux banques mixtes de se financer elles-mêmes à plus bas coût sur les marchés financiers, car les investisseurs savent fort bien qu'en prêtant à telle banque mixte, ils bénéficient de la garantie de l'Etat français. Selon la *New Economic Foundation*⁵, la subvention annuelle du contribuable aux grandes banques françaises, est estimée à 48 milliards d'euros dont plus de 6 milliards d'euros pour BNP Paribas, 12 milliards pour Crédit Agricole, 5 milliards pour Société Générale, et 24 milliards pour le groupe BPCE. Ces montants sont à comparer aux 18 milliards de profits réalisés en moyenne chaque année entre 2005 et 2010 par les trois premiers établissements (BPCE a été déficitaire sur la période) et aux 11 milliards d'impôts (sur le revenu et sur la production) acquittés en 2010 par l'ensemble des banques françaises. Certes depuis le 1er janvier 2011, les grandes banques françaises s'acquittent d'une taxe sur le risque systémique auquel contribue ce type de subvention ; et cette taxe a été doublée par le collectif budgétaire annoncé en juillet 2012. Mais, en 2011, selon l'Agefi, le montant de cette taxe n'a été que de 246 millions d'euros pour BNP Paribas, 130 millions pour Société générale, 133 millions pour Crédit Agricole et 155 millions pour le groupe BPCE. Des sommes *dérisoires*, comparées à ce que rapporte à ces mêmes banques le fait que les contribuables puissent être contraints, à tout moment, de devoir les recapitaliser.

Et outre, la garantie implicite de l'Etat aux activités de marché conduit à une association du coût de financement de l'Etat au niveau de performance des banques mixtes privées qu'il garantit : dès lors que la situation de l'Etat se détériore (e.g., lorsque sa notation est dégradée par une agence), la qualité de la garantie qu'il apporte diminue, et la défiance des investisseurs à l'égard des banques augmente. De sorte que le sort des Etats est inextricablement lié à celui des banques et vice-versa.

Enfin, cette garantie implicite permet aux banques mixtes de se développer bien au-delà de ce que nécessiteraient le financement et la fourniture de services financiers à l'économie réelle. Ainsi la taille du bilan de BNP-Paribas a-t-elle augmenté de 34% entre

⁵ New Economics Foundation, « Quid Pro Quo. Redressing the privileges of the banking industry », 2011.

2007 et 2010, en pleine tempête financière et pendant que le PIB réel français stagnait. Cette croissance ne saurait donc être due majoritairement à des activités commerciales en expansion et ne rien avoir avec le développement de ses activités de marchés. Et une telle croissance eût été beaucoup plus difficile sans les dépôts abondants du réseau BNP, qui facilitent considérablement la réalisation des ratios de liquidité bancaires et réduisent les besoins de refinancement de la banque. C'est donc bien le caractère "mixte" d'une banque comme BNP-Paribas qui lui a permis de grandir en pleine crise. Or cette course au gigantisme permet au total de bilan de BNP-Paribas, en 2012, d'être comparable au PIB français (environ 2.000 milliards d'euros) faisant de cette banque la première source de risque systémique en France (tout comme la Deutsche Bank de par sa taille de bilan peut l'être pour la République fédérale). Car il est clair que l'Etat français ne pourra jamais s'autoriser une éventuelle faillite d'une telle mégabanque (*too big to fail*) à la manière de Lehman. Le contribuable français est donc pris en otage par la logique même des structures de banque mixte : en favorisant l'expansion des activités de marché, cette dernière accroît l'aléa moral du "*too big to fail*".

I.C. Sécuriser les dépôts.

Les structures bancaires mixtes font peser un quatrième danger, et non des moindres : celui qui menace les dépôts eux-mêmes. En effet, quand bien même, en cas de faillite, le contribuable français (voire européen) serait sollicité pour garantir 100.000€ par compte de dépôt, reste que les pertes infligées au département "commercial" d'une banque mixte par celles du département "marché" peuvent être bien supérieures.

Rappelons que, si la France a pu emprunter à des taux d'intérêt courts négatifs au début de l'année 2012, ce n'est certes pas à cause de la vertu de ses finances publiques (notre dette publique est supérieure à celle de l'Espagne !) mais parce que les investisseurs non-résidents accordent une probabilité significativement supérieure à zéro à une faillite bancaire généralisée en Europe⁶. Cette défiance des investisseurs internationaux à l'égard du secteur bancaire européen (français compris) n'est pas à mettre sur le compte d'une stratégie visant à nuire à l'Europe : la léthargie dans laquelle se trouve, encore aujourd'hui, le marché interbancaire européen (français compris) témoigne de la défiance des banques européennes entre elles. Elles savent trop bien la fragilité de leur propre bilan, dès lors des bilans de leurs concurrentes. Du coup, continuent de se montrer extrêmement réticentes à se prêter entre elles. Le risque de faillite bancaire majeure est donc réel en Europe aujourd'hui. Ce qui implique que le souci de sécuriser les dépôts

⁶ En effet, lesdits investisseurs, principalement motivés par le besoin de détenir des euros pour diversifier leurs portefeuilles, pourraient se contenter de garder du *cash* en euro dans un compte bancaire européen. S'ils ne le font pas, mais préfèrent s'acquitter d'un taux d'intérêt négatif pour pouvoir détenir de la dette souveraine, c'est parce qu'en cas de faillite bancaire, le titre de créance sur un Etat est toujours valide, tandis que le *cash* est perdu.

devrait être une priorité politique aujourd'hui.

1.d. Le conflit d'intérêt.

Un dernier problème majeur mérite d'être mentionné au sujet des structures de banques mixtes. Elles font coexister au sein de la même entreprise des activités de crédit traditionnelles (auprès des particuliers et d'entreprises non financières) avec des activités de marché. Or ces dernières sont, à court terme, beaucoup plus rentables, en apparence, que le crédit à l'économie réelle.

Cela n'a rien d'étonnant dans une économie (réelle) dont le taux de croissance annuel est de l'ordre de 1% tandis que le taux de rendement annuel attendu du capital (WAC⁷) sur les marchés est de 8%. L'essentiel du chiffre d'affaire d'une banque mixte, aujourd'hui, provient donc de ses activités (risquées) de marché et, dans une bien moindre mesure, du profit généré par ses activités traditionnelles de dépôt et de crédit. La conséquence de cette coexistence inégale est aisée à prévoir : sous contrainte de ressource en capital, le crédit à l'économie réelle ne peut qu'en pâtir, faute d'être suffisamment "rentable à court terme" pour justifier de renoncer à la rentabilité attendue des activités de marché. L'un des responsables du credit crunch dont souffre l'économie réelle, c'est justement la structure mixte des banques françaises.

Un autre versant du conflit d'intérêt entre activités commerciales et de marché au sein d'une même structure bancaire mérite d'être souligné. Cette coexistence permet en effet à une banque de proposer des services de crédit à un client (volet banque commerciale) et de parier contre ce même client, à son insu, sur les marchés de CDS (*Credit Default Swaps*) (volet banque de marché). Un CDS est un actif qui fonctionne comme un contrat d'assurance, et qui s'échange sur des marchés de gré-à-gré (complètement opaques, même pour le régulateur européen, *a fortiori* français).⁸ En quoi l'existence de ces marchés opaques de CDS peut-elle faire apparaître un conflit d'intérêt entre le département "commercial" et le département "marché" ? Si un "grand compte"

⁷ *Weighted Average Cost of Capital*.

⁸ A la différence d'un contrat d'assurance classique, les CDS peuvent être souscrits y compris pour se protéger contre un risque de sinistre que ne "porte" pas l'acheteur de CDS (ce sont les fameuses "positions à nu"). Par exemple, un *hedge fund* peut acheter un CDS sur la dette publique grecque, même s'il ne détient aucun titre de dette grecque. En achetant suffisamment de CDS grecs, ledit *hedge fund* peut provoquer une hausse de son prix, laquelle peut être interprétée par les investisseurs comme le signal d'une défiance à l'égard de la solvabilité grecque, et se traduire par une hausse du taux d'emprunt athénien pour *in fine* provoquer véritablement le défaut souverain grec. En outre, les CDS autorisent à se couvrir plusieurs fois contre le même risque de sinistre (ce qui est interdit en droit des assurances). Cf. *Vingt Propositions pour réformer le capitalisme*, *op. cit.* chap. 10 et 11.

(i.e., une entreprise par ailleurs cotée en bourse) contracte un prêt auprès d'une banque (par exemple, parce qu'elle a des besoins de trésorerie), elle s'adresse, ce faisant, au métier d'intermédiation traditionnel du département commercial de la banque. Or, si ce métier n'est pas séparé du versant "marché", la banque peut mettre à profit l'information dont elle dispose sur son client pour acheter des CDS contre lui. Cette mésaventure a été infligée par Goldman Sachs, en 2009, à son client, CIT (une banque commerciale spécialisée dans le prêt aux PME qui, en faisant finalement faillite, a permis à Goldman d'enregistrer un gain sur son 'assurance' de plus d'un milliard US\$). Certes, Goldman Sachs est une pure banque de marché. Ce problème ne touche donc pas seulement les banques mixtes : il affecte potentiellement toutes les banques qui ont accès au marché des CDS. Mais il est de nature à pervertir complètement le métier de banque commerciale. Comment, en effet, une banque peut-elle accorder un crédit sans s'enquérir de la solvabilité de son client ? Et comment une entreprise cotée (e.g., une entreprise industrielle ou une authentique banque commerciale comme CIT) peut-elle consentir à livrer des informations sur sa santé financière à un "partenaire" banquier, si elle sait que ce dernier est capable d'en tirer profit pour parier contre elle (et, à travers ce pari, rendre le financement de ladite entreprise beaucoup plus difficile, jusqu'à provoquer sa faillite) ? Le seul moyen de protéger la relation marchande entre un client et une banque commerciale est donc d'interdire à cette dernière d'intervenir sur le marché des CDS. Cela suppose, évidemment, qu'elle n'appartienne pas à une structure juridique abritant également une banque de marché.

I.e. Conclusion

Pour ces 5 raisons :

- 1) limiter la création monétaire à destination des marchés financiers (i.e., limiter la spéculation et protéger l'industrie française des excès du *private equity*) ;
- 2) limiter l'aléa moral dans les activités commerciales (i.e., protéger l'emprunteur) ;
- 3) limiter le risque systémique des banques "*too big to fail*" (i.e., protéger le contribuable) ;
- 4) limiter le risque d'absorption des dépôts dans une faillite bancaire (i.e., protéger le citoyen) ;

5) limiter le risque de conflit d'intérêt entre le métier de la banque commerciale et les activités d'une banque de marché (i.e., protéger la banque commerciale et ses clients) ;

il paraît hautement souhaitable de séparer les départements "marché" des départements "commerciaux". Porter le souci des différents acteurs économiques mentionnés (l'industrie, l'emprunteur, le contribuable, le citoyen, les banques commerciales), loin d'être le symptôme d'un refus d'on ne sait qu'elle (post-?)modernité, n'est-il pas, au contraire, le meilleur moyen de "sécuriser" l'avenir de notre pays, de sa réindustrialisation, de son financement ?

II. Des différentes manières de scinder les banques.

A notre connaissance, il existe à ce jour 4 grandes options pour scinder les banques. Seule la dernière permet véritablement de répondre aux quatre dangers énoncés *supra*.

II.A. Les options existantes.

La Règle Volcker (défendue par l'ancien secrétaire au Trésor américain Paul Volcker) est en voie d'adoption aux Etats-Unis. Elle interdit aux banques de spéculer pour compte propre (*proprietary trading*) tout en les autorisant à utiliser les dépôts pour prêter à ceux qui spéculent (*hedge funds...*). Elle place donc la "cloison" entre les opérations de *proprietary trading* et les autres. Sa force est de reposer sur une interdiction pure et simple. Sa faiblesse est qu'en pratique l'identification des opérations pour compte propre est extrêmement malaisée et sujette à débat (leur définition fait l'objet aujourd'hui d'un rapport de 700 pages !). Pour prendre l'exemple des quatre grands établissements français cotés (hors Crédit Mutuel CIC), leurs activités de *trading* représentent entre 30 et 50 % de leur bilan. Ces montants sont élevés au regard de ce que représentent les activités de couverture ou de *market making* classiques à destination de la clientèle entreprises ou de particuliers. On ne peut qu'en déduire que ces niveaux de stocks hypertrophiés sont liés à des opérations déguisées de compte propre.

La règle Volcker ne fournit donc de protection contre *aucun* des 4 premiers dangers mentionnés *supra*. S'il est possible de démontrer que les prises de position d'une banque sur le marché des CDS constituent éventuellement des opérations pour compte propre, l'option Volcker protège les clients des banques contre le second versant du risque 5). (Mais elle ne protège pas l'activité commerciale du risque d'être délaissée au profit d'opérations de marchés plus lucratives à court terme.) Enfin, ayant été édictée à l'échelon fédéral, la loi Volcker attend encore d'être traduite dans le droit des différents Etats américains : c'est l'occasion pour le secteur bancaire américain, par son activité de *lobbying* très intense, de la vider de son contenu en multipliant ses amendements, Etat par Etat.

L'option Vickers (défendue en Angleterre par la Commission Vickers), préconise le cantonnement (*ring-fencing*) des dépôts et des autres activités bancaires tout en les gardant sous un même toit (*holding*). Sa force est de ne pas reposer sur l'identification ambiguë des activités pour compte propre mais de chercher à isoler *toutes* les activités de marchés comme telles. Sa faiblesse est de conserver la structure de *holding* : il est certain qu'en cas de faillite d'une filiale d'une *holding*, c'est l'ensemble de ses autres filiales qui devra assumer les pertes. En 1929, d'ailleurs, les Etats-Unis comptaient x holdings de ce genre. L'expérience a montré que les filiales "commerciales" n'étaient en rien protégées. C'est justement la raison pour laquelle, en 1933, Franklin D. Roosevelt ne s'est pas contenté d'un cantonnement à la Vickers, mais s'est prononcé pour une scission pure et simple (le Glass Steaall act, cf. *infra*). En outre, l'indépendance du conseil d'administration d'une filiale à l'égard de celui de la *holding* est une illusion. Ce dernier continuera d'allouer le capital en fonction des activités les plus lucratives. Donc, *a priori* (et à condition d'être correctement appliquée), l'option Vickers répond au problème 1) mais laisse entiers les problèmes 2) à 5).

Le rapport des experts européens dit groupe Liikanen vise à décourager la spéculation en cantonnant de nombreuses activités spéculatives mais toujours au sein d'une même banque. Sa force est de détailler les activités spéculatives jugées nocives parce que trop dangereuses. Il inclut dans celles-ci non seulement les activités pour compte propre mais aussi les activités de *market making*⁹. Par exemple, il recommande explicitement de localiser les activités de crédit bancaire aux *hedge funds* dans le département non habilité à recevoir des dépôts (disons, donc, dans le département "marché"). Sa faiblesse est de reposer sur la fiction selon laquelle il existerait une "muraille de Chine" (ou un "cordon sanitaire") juridique, au sein de chaque banque, entre son département "commercial" et son département "marché". Il est peu vraisemblable

⁹ I.e., les activités de "teneur de marché" (*dealer* ou *market maker*), qui consistent à vendre ou acheter en continu des produits financiers en cherchant à bénéficier des opportunités d'arbitrage qui se présentent, notamment du *bid-ask spread*, c'est-à-dire de l'écart entre le prix d'achat et le prix de vente d'un même produit. Ces activités, réputées favoriser la liquidité des marchés, ne la garantissent cependant pas, comme l'a montré l'épisode de 2008.

qu'il réponde aux problèmes 1) et 2) ; il est certain qu'il ne répond pas aux problèmes 3) et 4). La question reste donc entière de savoir comment le Commissaire Européen Michel Barnier avancera sur le projet de séparation à l'échelle européenne.

Le Glass-Steagall Act (GSA) imposait une séparation juridique et opérationnelle stricte en créant des banques dédiées à chacune des deux activités. Aucune activité de marché n'était permise aux banques commerciales, et de leur côté, les banques de marché ne pouvaient pas collecter de dépôts. Sous un tel régime les banques de crédit ne peuvent plus prêter aux banques de marché. De cette manière, la faillite d'une banque de marché n'oblige pas l'Etat à la recapitaliser pour sauver les dépôts. Inversement, n'étant plus exposés aux risques de marchés, ceux-ci seraient davantage sécurisés. De plus, dans le cadre d'un GSA, une banque de marché ne peut plus utiliser des dépôts comme liquidité pour ses opérations.

Une loi de ce type répond parfaitement aux problèmes 1) et 2) et, en grande partie, aux problèmes 3) à 5). En grande partie seulement car rien n'interdit à une banque commerciale de faire des affaires avec une banque de marché. Si cette dernière fait défaut, et se révèle incapable de payer ses dettes, elle peut mettre la première en difficulté (en ce sens, le problème 4) peut survivre au GSA). Cela étant dit, c'est aussi le métier des banques commerciales que de prendre des risques de crédit vis-à-vis de leurs contreparties, qu'elles soient des institutions financières publiques ou privées, ou des sociétés industrielles ou commerciales. En outre, une banque de marché en relation marchande avec une banque commerciale peut toujours parier contre elle (second versant du problème 5). Mais cette seconde faiblesse, de nouveau, est inévitable dans le contexte actuel : même sans relation commerciale une banque de marché peut jouer massivement contre une autre institution financière (e.g., une banque commerciale), tant l'exigence de "transparence" vis-à-vis des marchés contraint les acteurs se finançant sur les marchés à publier d'informations sur leurs activités.

II. B. Le projet de loi Moscovici.

Venons-en au projet de loi français.

II.B.1. La filialisation.

Le projet de loi actuel demande à chaque banque mixte de cantonner dans une filiale un certain nombre d'activités (sur lesquelles nous allons revenir derechef). Il se rapproche par conséquent de l'option Vickers en ceci qu'il tolère que deux banques de nature différente (l'une commerciale, l'autre, de marché) soient réunies dans une entité juridique unique. Pour les mêmes raisons qu'à propos de la réforme Vickers, **la**

filialisation échoue donc à régler les problèmes 2) à 5).

Il est étonnant que le Trésor ait formulé une proposition de filialisation des activités dangereuses : les grands groupes bancaires français ont déjà filialisé la plupart de leurs métiers. (Chez BNP-Paribas, e.g., c'est la filiale Cétélem qui s'occupe du prêt à la consommation destiné aux particuliers.¹⁰) Demander la filialisation reviendrait, dans beaucoup de cas, à exiger simplement la reconduction du *statu quo*.

En outre, lorsqu'une filiale fait faillite, les autres filiales appartenant au même groupe sont potentiellement candidates à assumer les pertes. Un exemple célèbre l'illustre malheureusement : AIG était le premier assureur du monde (). AIG a été mis en quasi-faillite à la fin de septembre 2008 par l'une de ses filiales, qui pesait 0,3% du chiffre d'affaires d'AIG. Rien de très étonnant à cela : les opérations à fort effet de levier (semblables à celle décrite supra au sujet d'un fonds de *private equity*) permettent à une petite filiale d'accumuler des dettes plusieurs centaines de fois supérieures à ses fonds propres. (Rappelons que le secteur financier britannique, par exemple, possède une dette privée égale à 600% du PIB du Royaume-Uni.)

II.B.2. Le régime de résolution bancaire.

Une réponse possible à la remarque précédente consiste à faire valoir que le projet de loi prévoit également l'obligation d'un régime de résolution bancaire : celui-ci réglerait *ex ante* les clauses à appliquer en cas de faillite de l'une des filiales, dans l'intention, bien sûr, de sécuriser les autres. Le projet de loi, cependant, ne détaille pas ledit régime ; il se contente d'en indiquer l'esprit. Or, en ces matières, le diable se trouve dans le détail. D'autant que les trois plus grandes banques françaises ont des structures de bilan hautement complexes. Devant l'urgence d'une faillite imminente, prendra-t-on le temps de débattre de l'interprétation du régime de résolution bancaire dans ses détails ? Enfin, face à la taille de bilan des grandes banques françaises, il est douteux qu'un plan de règlement, même déterminé *ex ante*, même suffisamment précis pour ne prêter à aucun débat herméneutique, soit appliqué sans que le contribuable français ne soit convoqué à la rescousse : les trois plus grandes banques françaises ont un total de bilan cumulé égal à 2,5 fois le PIB du pays. Comme le montre l'expérience américaine, un mécanisme de résolution bancaire, même efficace, ne peut résister au défaut d'une banque trop grande ou trop complexe, et finit toujours par recourir à l'argent public.

¹⁰ Dans le cas présent, la filialisation est essentiellement due à des effets de gamme : il est compliqué de faire du *marketing* à la fois pour Roland-Garros et pour des produits d'appel du type prêt à la consommation "hard discount". Cetelem a pratiqué le packaging de prêts à la consommation en RMBS (*residential mortgage back securities*, variante du MBS) ou en covered bonds. Le CDO venant en général à une étape postérieure --celle du *repackaging* -- eût été l'ultime étape pour faire de Cetelem l'artisan français du crédit *subprime*.

II.B.3. Quelles activités cloisonner ?

De même que l'option Volcker se heurte au problème pratique d'une définition rigoureuse, au cas par cas, des activités pour compte propre d'une banque de marché, de même, le projet de loi français rencontre une troisième difficulté majeure : celle du flou dans lequel il laisse la définition des activités destinées à être cantonnées dans une filiale *ad hoc*. Examinons une à une les diverses activités mentionnées par le projet de loi.

a) Le projet de loi permet à une banque "commerciale" de conserver l'activité de « fourniture de services d'investissement à la clientèle » ainsi que celle de « tenue de marché sur instruments financiers ». Etant donné que toute opération sur les marchés financiers s'effectue nécessairement avec une contrepartie, il suffit de requalifier cette contrepartie en « client » pour pouvoir inclure la quasi-totalité des activités de négoce sur les marchés dans la catégorie des activités qui, selon le projet de loi, n'ont *pas besoin* d'être cantonnées. En particulier, l'activité de négoce de produits dérivés ne sera pas touchée par la réforme sous prétexte que les transactions sont nécessairement réalisées avec une contrepartie baptisée client. Par conséquent, **le problème I) décrit supra ne sera nullement résolu** : les dépôts continueront de soutenir le développement des produits dérivés alors que le lien censé unir ces produits dérivés à l'activité économique réelle est des plus problématiques ; à titre d'illustration, l'encours de produits dérivés dans le monde a été multiplié par 7 entre 2000 et 2012 là où la taille de l'économie mondiale ne faisait que doubler. Ce problème ne serait pas dirimant si les banques françaises ne jouaient un rôle majeur sur les marchés internationaux des dérivés.

b) Le projet de loi prévoit la séparation de « toute opération impliquant des risques de contreparties non garantis vis-à-vis d'organismes de placement collectif à effet de levier » (vis-à-vis des *hedge-funds*). Le caractère problématique de cette deuxième formulation tient au fait que les « risques de contrepartie non garantis » n'existent pour ainsi dire pas. Les crédits accordés par les banques aux *hedge funds* sont *toujours* montés avec des garanties. Par conséquent, cette disposition interdit quelque chose qui n'existe pas ! Elle n'empêchera aucunement les banques "commerciales" de poursuivre leur activité de prêts aux *hedge-funds* et aux fonds de *private equity* (cf. l'exemple A) explicité *supra* en I.A.). **De nouveau, le problème I) ne sera pas réglé.** A titre de comparaison, rappelons que le rapport Liikanen recommande explicitement de localiser l'activité de crédit bancaire aux *hedge-funds* dans l'entité bancaire "marché".

II. B. 4. A quoi sert donc cette réforme ?

Les 4 autres problèmes évoqués en l *supra* ne seront pas davantage résolus.

La réforme permettrait-elle :

- **de limiter l'aléa moral dans les activités commerciales** (i.e., de protéger l'emprunteur en obligeant les banques commerciales à faire leur métier de prêt de façon responsable) ? **Non.** Une filiale sera autorisée à revendre à une autre filiale de la même banque une créance titrisée. Quand bien même la définition des activités prohibées pour la filiale "commerciale" lui interdirait de vendre elle-même sur les marchés ses titres de créance (ce qui n'est même pas certain), rien ne l'empêchera de le faire faire par la filiale "marché".

- **De limiter le risque systémique des banques "too big to fail"** (i.e., de protéger le contribuable) ? **Non plus.** Comme on l'a dit, la faillite d'une filiale "marché" peut fort bien entraîner celle du groupe tout entier. N'était la taille d'AIG, la faillite de sa micro-filiale eût constitué un non-événement. Seule la taille du *groupe* importe afin de mesurer l'effet systémique des activités d'une filiale "marché".

- **De limiter le risque d'absorption des dépôts dans une faillite bancaire** (i.e., de protéger le citoyen) ? **Non plus.** Et pour les mêmes raisons à l'instant avancées en 3).

- **De limiter le risque de conflit d'intérêt entre le métier de la banque commerciale et les activités d'une banque de marché** (i.e., de protéger la banque commerciale et ses clients) ? **Pas davantage.** On l'a dit, l'état actuel du projet de loi ne permet pas d'anticiper que la filiale "commerciale" sera privée des activités de marché les plus lucratives. Dès lors, le conflit d'intérêt qui mine actuellement l'activité des banques mixtes a toutes les chances de se reproduire au sein même de chaque partie dite "commerciale" du groupe. Cette partie du groupe, hors de la filiale "marché", conserverait ainsi les activités pour compte propre liées à la fourniture de services d'investissement à la clientèle, tout comme la tenue de marché (le *market making*). Aux dires mêmes de certains professionnels travaillant dans cette banque, le compte propre "pur" tel qu'il est défini dans le projet représenterait par exemple chez BNP-Paribas quelque 2 % du PNB de sa banque de marché (de sa BFI), soit 0,5 % du PNB¹¹ global en 2011. Par comparaison, si, par exemple, la réforme Liikanen était appliquée en l'état, les activités concernées représenteraient 13 % du PNB global de la banque.

¹¹ Produit Net Bancaire.

La conclusion qui semble s'imposer est que l'état actuel du projet de loi français ne résout aucun des problèmes qui motivent la nécessaire séparation des activités bancaires. Il cumule à vrai dire les faiblesses de *tous* les projets de loi déjà existants : à l'instar de l'option Volcker, il est ambigu sur la définition des activités de marchés cantonnées ; à l'instar de l'option Vickers et du rapport Liikanen, il ne scinde pas financièrement les entités bancaires et laisse entier le problème de leur solidarité de destin en cas de faillite. Inversement, le projet actuel n'hérite *d'aucune* des vertus des projets antérieurs : contrairement au projet Volcker, il n'interdit pas purement et simplement à une banque les activités qu'il entend cantonner ; contrairement au projet Vickers, il ne vise pas toutes les activités de marché mais prétend distinguer celles qu'il faut cantonner et celles qu'il conviendrait d'inclure dans le domaine d'activité de la filiale "commerciale" ; contrairement au rapport Liikanen, enfin, il ne permet aucunement de cantonner des activités aussi notoirement problématiques que le crédit bancaire aux *hedge funds*.

II.B.5 Et le Trading à haute fréquence ?

Pour finir, notons que le projet de loi envisage également d'interdire certaines opérations de *trading* à haute fréquence (THF). Dans la mesure où ce type de trading automatique réalisé par des logiciels à très grande vitesse constitue une source potentielle majeure de déstabilisation des marchés¹². Cependant, la définition du THF retenue par le projet de loi exclut notamment le THF de "tenue de marché" et les opérations effectuées à une rapidité supérieure à une demi-seconde. Au total, on peut estimer que 80 à 90 % des opérations de THF resteraient autorisées. Autant dire que cette interdiction aura un effet marginal et ne constitue pas une réponse sérieuse à la gravité du problème posé par le développement de ces techniques récentes de *trading* —problème sur lequel une fraction importante de députés européens tente actuellement de susciter une réponse adéquate à l'échelle européenne, en dépit de l'intensité du *lobby* bancaire à ce sujet. Pourquoi, dans ces conditions, avoir introduit cette pseudo-interdiction dans ce projet de loi ? Pour donner l'illusion de "lâcher du lest" sur un sujet dont tout le monde sent la gravité alors que la presse est unanime à reconnaître le caractère inopérant du projet de loi sur la question de la séparation ? Dans l'espoir d'effectuer la même "opération de communication" que pour la séparation, qui consiste à refermer le dossier en donnant l'illusion auprès de l'opinion publique que le sujet a été traité une fois pour toutes, alors qu'en réalité, rien n'a été fait ?

III Les objections du secteur bancaire.

¹² Cf. *Vingt Propositions*, op. cit. propositions 10 et 11.

De l'ensemble des objections formulées par le secteur bancaire contre une scission stricte (du type GSA ou GSA renforcé), trois arguments, seulement, retiennent l'attention. Le premier est faux, et les deux suivants sont exacts. Mais l'exactitude du second, au lieu de plaider contre la séparation, fournit au contraire, une raison supplémentaire pour mettre en oeuvre le GSA (renforcé). De sorte qu'*in fine*, seule la troisième objection prête à réflexion et invite à un véritable débat politique entre les différentes manières de scinder les banques évoquées dans la section II plus haut. Nous proposons une façon simple de résoudre cet arbitrage en maintenant la scission stricte du GSA (renforcé).

Qu'advierait-il si l'on faisait un vrai GSA ? Trois scénarios du pire sont généralement envisagés.

III.a. Manque de liquidité du côté "commercial" ?

Le premier scénario consiste à faire valoir que les banques commerciales séparées de leur département "marché" manqueraient de liquidités nécessaires à leur métier. Cette objection repose sur un scénario imaginaire car, 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. Ils le faisaient davantage, avant 2007, grâce à la titrisation (dont il a été question plus haut) : de cette manière, en effet, les banques pouvaient accorder des crédits aux PME et aux particuliers, et revendaient cette créance, insérée parmi beaucoup d'autres, dans un CDO¹³ ou un CMBS¹⁴. L'espoir qui a sous-tendu le développement de la titrisation depuis la fin des années 1980, était qu'elle puisse permettre de financer toute l'économie par les marchés (alors qu'actuellement seuls les grands groupes se financent sur les marchés)¹⁵. En effet, la plupart des PME (*a fortiori* des particuliers) ne peuvent pas émettre de la dette ou une action ou un "papier commercial" sur les marchés : faute de connaître l'émetteur de cette dette, aucun investisseur ne voudrait lui prêter du fait du coût exorbitant de la collecte d'information. Les produits de titrisation, parce qu'ils regroupent des centaines, voire des milliers, de créances différentes, ont pu faire croire qu'ils permettraient d'épargner aux investisseurs la tâche de s'informer sur la PME à qui ils envisageaient de prêter : ils reposaient sur l'idée (illusoire) que la multiplication des créances permet de diversifier le risque de manière automatique. En ne mettant pas "tous ses oeufs dans le même panier", celui qui achète un CDO ne peut-il pas se dispenser de la moindre étude sur la solvabilité de ses débiteurs ? Las, 2007-2009 a montré que la titrisation, non seulement, ne fournit aucune

¹³ *Collateralized Debt Obligation*.

¹⁴ *Commercial Mortgage Back Securities*.

¹⁵ C'est cette foi dans les vertus de la titrisation qui a paru justifier le passage d'une économie "continentale" fondée sur l'intermédiation bancaire à une économie "anglo-saxonne", fondée sur la financiarisation --- foi que dénonçait déjà Michel Albert (*Capitalisme contre capitalisme*, 1990).

garantie contre l'effet de contagion mais, pire encore, y contribue considérablement. C'est la raison pour laquelle le marché de la titrisation est encore aujourd'hui en léthargie (après avoir été dans le coma en 2008-2009 et l'être resté pour les marchés espagnol et grec par exemple) : rares sont les investisseurs qui souhaitent de nouveau se risquer à acheter ce genre de créance. Reste qu'il pourrait se "réveiller" à la faveur d'une nouvelle bulle spéculative (les tombereaux de liquidités injectées par les Banques Centrales depuis le milieu des années 1990 et, tout spécialement, depuis 2008, rendent l'éventualité d'une nouvelle bulle très probable). De sorte qu'il est impératif de régler davantage le marché de la titrisation¹⁶.

Depuis qu'il est devenu clair, dès 2007, que la titrisation, loin de constituer la panacée qui devait permettre de financiariser toute l'économie, mettait au contraire l'ensemble de la sphère financière mondiale (et des économies qui en dépendent) en danger, force est au secteur bancaire de reconnaître qu'il ne peut pas financer les PME et les particuliers grâce aux marchés¹⁷. Cette tâche essentielle revient donc aux "traditionnelles" banques commerciales. Il est vraisemblable, de surcroît, que des banques commerciales spécialisées (libérées de la tutelle du département "marché") accomplissent mieux leur métier, puisque leurs dépôts et le capital de la banque seront vraiment affectés au crédit en direction de l'économie réelle (et non plus aux opérations à fort effet de levier sur les marchés, cf. problèmes 1) et 2) *supra*).

III. b. Manque de liquidité côté "marché" ?

La seconde objection majeure des banques contre une vraie séparation (du type GSA) est la suivante : cela nuira aux banques de marché en les privant de liquidités. C'est en quelque sorte la réciproque de l'objection précédente.

Remarquons, tout d'abord, qu'il n'est pas rare d'entendre tel professionnel du secteur bancaire faire valoir consécutivement ces deux objections, alors qu'elles s'excluent mutuellement. Entre les deux, il faut choisir --- ce qui revient à reconnaître que des deux départements, aujourd'hui, est pourvoyeur de liquidité pour l'autre. Si l'on estime que c'est l'entité "marché" qui irrigue l'entité "commerciale", on optera pour la première objection. Si, en revanche, c'est l'entité "commerciale" qui abreuve l'entité "marché", on choisira la seconde.

¹⁶ Cf. *Vingt Propositions*, op. cit. Prop. 10 et 11

¹⁷ La note MOC/2012/11681 de la BCE ("*A purchase programme for short-term claims on non-financial corporations*", 12/11/2012) reconnaît explicitement l'insuffisance du crédit accordé aux PME en zone euro par le secteur bancaire privé et recommande de trouver d'autres acteurs ayant une bonne connaissance du tissu productif capables de financer l'économie moyennant un mandat octroyé par la banque centrale. Celui qui est envisagé dans cette note n'est autre que... la COFACE !

Or cette seconde objection est exacte. On l'a dit, les dépôts fournissent des liquidités (à un prix bien plus faible que celui que les banques seraient tenues d'acquitter sur les marchés) qui facilitent grandement les activités de marchés des banques d'investissement. Lorsque ces activités sont frissantes, les dépôts permettent de démultiplier l'effet de levier. Mis à part les autres ratios prudentiels auxquels les banques sont astreintes, l'unité de dépôt les autorise à prêter 100 unités sous forme de crédit. Lorsque l'unité en question s'exprime en milliards d'euros, elle constitue un levier considérable. Inversement, lorsque les activités du département "marché" tournent mal, les liquidités des dépôts permettent de limiter l'impact des pertes subies. La "résurrection" de Natixis, pourtant un temps en quasi-faillite, après son "articulation" avec les banques populaires (au sein de BPCE) en témoigne. Enfin, et surtout, la présence de dépôts, alliée à une taille suffisante, permet à une banque mixte de jouir de la garantie de l'Etat. Cette garantie lui permet d'emprunter elle-même sur les marchés du crédit à un taux très bas, on l'a dit.

On comprend, dès lors, que les banques mixtes françaises craignent pour la rentabilité de leurs activités de marché si elles étaient effectivement scindées : elles seraient contraintes de se refinancer davantage (à encours de crédit constant), ce qui a un coût (le taux de refinancement sur le marché interbancaire) ; elles perdraient la garantie de l'Etat et seraient contraintes de se financer sur les marchés à un taux plus élevé.

Pour exacte qu'elle soit, cette objection constitue-t-elle une raison suffisante pour ne pas légiférer en faveur d'un authentique GSA ? Nous ne le croyons pas. Les opérations de marché, aujourd'hui, mettent en jeu une contrepartie issue de l'économie réelle pour moins de 10% d'entre elles. Toutes les autres (au moins 90%) sont des transactions entre institutions financières. Leur utilité pour la collectivité économique du pays mérite d'être très profondément interrogée : ni l'analyse économique¹⁸, ni l'expérience historique des 30 dernières années ne permettent d'étayer la thèse selon laquelle le développement des marchés financiers a réellement promu la croissance du PIB (encore moins d'autres indicateurs alternatifs, tels que ceux du rapport Sen-Stilgitz, 2010). Si l'activité de marché des grands groupes bancaires devient moins rentable, leur rendement sur action (encore proche de 8% en 2012) déclinera, pour éventuellement revenir à des taux plus sensés, compte tenu de l'absence de croissance de l'économie réelle. Faut-il le déplorer ? Et continuer de faire courir à la collectivité les 5 risques majeurs évoqués *supra* ?

III. c. Un "modèle français" ?

Une variante de cette seconde objection affirme que le "modèle français" de la banque "universelle" aurait fait la preuve de sa résilience, au contraire des banques spécialisées. S'il est exact que Lehman Brothers (qui, après avoir pourtant survécu à 1929, a fait faillite le 15 septembre 2008) était une pure banque d'investissement, en

¹⁸ Cf. *Illusion financière*, Ed. de l'Atelier, chap. 3.

revanche, il n'existe pas de "modèle français" : BNP-Paribas, Deutsche Bank et Citigroup sont trois groupes bancaires mixtes tout à fait comparables dans leur structure. En outre, on peine à trouver une preuve empirique de la résilience des banques mixtes au regard du sort de la Société Générale, Fortis, Citigroup, RBS, UBS, Unicredit ou encore RBS (Royal Bank of Scotland)... Ce dernier exemple mérite qu'on s'y arrête : En 2008, cette banque "universelle", créée en 1727, est la plus grande banque d'Ecosse, la seconde du Royaume-Uni et d'Europe, ainsi que la cinquième dans le monde en termes de capitalisation boursière. Fin novembre 2008, la banque est en faillite. Le gouvernement britannique devient l'actionnaire majoritaire de RBS, à hauteur de 57,9 %, en acquérant pour 15 milliards d'euros d'actions ordinaires et pour 5 milliards d'euros d'actions préférentielles. Il s'agit de l'effondrement le plus important qu'ait connu une entreprise britannique. En février 2009, RBS annonce une perte est de 27 milliards d'euros. En avril 2009, RBS annonce la suppression, sur deux ans, de 9 000 emplois.

Cet exemple n'est pas isolé. Rappelons que la Société Générale doit sa survie au contribuable américain : sur les 80 milliards de dollars apportés par le budget fédéral fin 2008 lors du sauvetage d'AIG, 12 milliards étaient dus par AIG à la banque française. En outre, les grandes banques françaises ont toutes bénéficié de prises de participation de l'Etat dès 2009, qui a endossé un risque exorbitant tout en faisant des dons significatifs au secteur bancaire¹⁹. Enfin, la garantie de l'Etat français a été octroyée au travers de la SFEF : cette banque, créée *ex nihilo* en 2008, avait pour seule fin de fournir le secteur bancaire français en liquidités ; le gouvernement français s'est gardé de décider de son statut (banque publique ? privée ?) de manière à lui permettre de jouir de la garantie de premier rang de l'Etat français (ce qui en fait plutôt une banque publique) tout en émettant de la dette rachetée par la BCE (ce qui constituerait une violation des Traités européens s'il s'agissait d'une banque publique). Finalement, le statut de banque publique lui a été attribué, une fois sa mission accomplie²⁰ en 2010...

S'il est possible que les banques mixtes, en moyenne, souffrent moins lors d'un krach que des banques spécialisées, cela n'a rien d'étonnant. Comme on l'a déjà dit : ce sont les liquidités de la partie "commerciale" de la banque qui lui permettent d'assumer plus facilement une partie de ses pertes sur les marchés. Qu'est-ce à dire, sinon que le "modèle de la banque universelle française", outre qu'il n'est pas spécialement français, désigne en réalité une banque de marché adossée aux facilités que lui procure un département commercial ?

III. d. OPA sur les banques françaises ?

La troisième objection est la plus sérieuse. Elle consiste à faire valoir qu'en cas de scission, les banques françaises seront redevenues suffisamment petites pour être susceptibles de faire l'objet d'OPA.

¹⁹<http://www.lesmotsontunsens.com/prets-aux-banques-etat-perd-12-milliards-euros-mauvaise-gestion-5703>

²⁰http://fr.wikipedia.org/wiki/Société_de_financement_de_l'économie_française

Il peut paraître étonnant de voir cette objection avancée par des professionnels qui, le reste du temps, vantent les mérites de la concurrence et du libre-échange. Ces prétendues vertus ne seraient-elles bonnes que pour les autres ? En réalité, cela n'a rien d'étonnant dans l'exacte mesure où le secteur financier, bancaire en particulier, n'est pas un secteur industriel concurrentiel (contrairement à l'image qu'il donne parfois de lui-même). Peu de secteurs en Europe sont aussi concentrés que le secteur bancaire. (Il est d'ailleurs remarquable que le Commissariat à la concurrence ne se soit jamais ému des fusions du secteur bancaire, qui se sont multipliées depuis 2008 et qui ont conduit tout droit au gigantisme dénoncé plus haut (cf. problème 4)). En outre, les prix de marchés financiers ne répondent pas à une logique concurrentielle (au sens où l'entend l'analyse économique classique) : s'ils y obéissaient, en effet, une hausse du prix d'un actif entraînerait toujours une baisse de sa demande. Or, c'est le contraire qu'on observe durant les phases euphoriques (*bullish*) du cycle du levier : plus le prix d'un actif augmente, plus sa demande croît²¹. Inversement, une baisse du prix d'un actif devrait toujours entraîner une hausse de sa demande. De nouveau, c'est le contraire qu'on observe durant la phase "dépressive" (*bearish*) du cycle du levier. L'activité d'une banque de marché n'a donc que peu à voir avec celle d'un industriel tenu de se montrer plus "compétitif" que ses concurrents : elle consiste essentiellement à anticiper les phases *bullish* et *bearish* et à en tirer parti. Rien de surprenant, donc, si le secteur bancaire européen (français en particulier) ne se montre guère enthousiaste à l'idée de devoir, à son tour, assumer les conséquences de la libre circulation des capitaux en Europe.

Reste que la préoccupation induite par le caractère "opéable" des banques françaises scindées est légitime. Cela veut-il dire que le meilleur moyen d'y répondre consiste à poursuivre la course au gigantisme dans laquelle se sont lancées les premières banques françaises ? Et qui fait courir à l'économie française les 5 dangers majeurs énoncés plus haut ? Une autre réponse politique peut être apportée : il est souhaitable, pour l'économie française, qu'elle conserve un secteur bancaire national, orienté vers l'économie française ---aussi bien afin d'assurer un accès au marché aux grands groupes industriels qu'afin de faciliter l'accès du Trésor français au marché du crédit souverain. Il n'est donc pas illégitime de chercher à protéger le secteur bancaire français d'éventuelles OPA agressives. Pour ce faire, une disposition législative analogue à celle qui a été adoptée par l'Italie en 2010 pourrait être envisagée. Plus généralement, la France applique aujourd'hui la directive européenne OPA dans sa mouture la plus favorable à la libre-circulation des capitaux. Or l'analyse économique la plus "traditionnelle" fait valoir depuis longtemps (Ricardo, déjà, mais aussi Ekscher, Ohlin et Samuelson) que les avantages du libre-échange s'effondrent en présence de parfaite mobilité du capital (lequel s'investit nécessairement chez le moins-disant fiscal et le plus rentable à court

²¹ Ceci est évidemment dû au phénomène des prophéties auto-réalisatrices qui structurent l'ensemble des activités de marchés financiers : si beaucoup d'investisseurs croient que beaucoup d'entre eux pensent que les prix vont monter, les prix montent.

terme, et non dans l'activité relativement la plus productive de chaque pays). Mettre des barrières aux OPA agressives n'est donc pas une hérésie à l'égard de la doctrine du libre-échange, au contraire : c'est un moyen de permettre à la mondialisation de remplir ses promesses²².

Plusieurs dispositions peuvent être adoptées :

- 1) Interdire les OPA agressives lancées par des sociétés qui ne sont pas elles-mêmes "opéables". Il s'agit d'appliquer un principe de réciprocité. Exemple : Arcelor n'eût jamais dû pouvoir être conquis par Mittal, dont le capital est verrouillé par une famille.
- 2) Soumettre toute OPA hostile à l'appréciation préalable de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Celle-ci aura pour mission de s'assurer que la fusion résultant de l'OPA n'aura pas pour conséquence probable d'endommager le secteur auquel appartient l'entreprise cible. Exemple : le raid projeté par ENEL sur Suez, dans la mesure où il était financé essentiellement par l'emprunt bancaire, eût conduit assez probablement au dépeçage ultérieur de Suez et au relèvement des tarifs d'électricité aux fins de rembourser l'emprunt.
- 3) Mettre en discussion au niveau européen le principe d'une interdiction des OPA agressives lancées par des entreprises non-européennes sur des entreprises de la zone euro. Une telle suggestion a été avancée, *inter alia*, par Michel Rocard en 2006.

Ces dispositions pourraient être conditionnelles à un droit de regard public sur les activités de marché des banques. Ne seraient éligibles à la protection juridique que les banques de marché qui, par exemple, n'accordent pas de crédit aux *hedge funds* ou n'ont pas d'établissement dans un paradis fiscal ou vendent la dette publique française (sur laquelle elles exercent un monopole) en majorité à des résidents²³.

III.e. Qu'arrivera-t-il si l'on scinde vraiment les banques ?

Examinons les différentes conséquences possibles d'un GSA en France et, à cette lumière, précisons le mode opératoire sous lequel nous pourrions vouloir appliquer un GSA français (*a fortiori* européen).

A. Du côté des banques de marché.

Les banques de marché verront leur taille de bilan se réduire de manière significative --- ce qui, nous l'avons vu (cf. problème 4) *supra*) est une bonne nouvelle. Il ne fait guère de doute également que, ne disposant plus des liquidités des déposants, elles devront trouver des liquidités à un coût bien supérieur sur les marchés financiers. Perdront-elles en compétitivité vis-à-vis des autres banques ? C'est possible, à ceci près,

²² Cf. *Vingt Propositions*, op. cit. Proposition 18.

²³ Rappelons qu'actuellement 66% de la dette publique française sont détenus par des non-résidents, ce qui contribue à fragiliser la politique française de financement, cf. G. Giraud "Renationaliser la dette publique française - pourquoi et comment", policy paper, Labex REFI, nov. 2012.

comme on l'a souligné, que le marché des opérations de *trading* n'est pas régi par des règles de concurrence au sens classique. Elles auront simplement moins de moyens à leurs dispositions pour épouser la cyclothymie des marchés financiers. Dans la mesure où l'utilité sociale de ces cycles du levier est amplement sujette à caution, cela ne veut aucunement dire que l'économie française aurait à en pâtir, au contraire.

Certaines banques françaises font valoir, cependant, que, devenues moins compétitives, elles verraient leur notation dégradée. Du coup, prétendent-elles, elles pourraient devoir abandonner leur rôle de spécialistes en valeurs du Trésor et laisser la tenue de marché des emprunts français tomber dans les seules mains des banques américaines. Ce type de scénario, bien que de nature à effrayer certains fonctionnaires du Trésor, est largement imaginaire : le financement des emprunts d'Etat est essentiellement assuré par le système du repo (ou prise en pension à très court terme), indépendant de la notation de la banque qui l'assure.

Les banques de marché françaises cesseront-elles de faire crédit aux grands groupes ? C'est là une question plus pertinente. Pour y répondre, il importe de comprendre que les banques mixtes ont déjà considérablement réduit le volume de leur crédit auprès des grands groupes. C'est la raison pour laquelle certains d'entre eux créent eux-mêmes leur propre banque : ainsi de Volkswagen en Allemagne, de PSA en France (en 2010) qui ont vu toutes deux la licence bancaire accordée à leur banque de financement.

Il est possible, en revanche, que les grands groupes industriels hésitent avant de lancer des opérations financières d'envergure avec de pures banques de marché. Actuellement, en effet, ils savent qu'en cas de difficulté, la banque "mixte" aura le matelas des dépôts pour se "refaire" et la garantie de l'Etat. En revanche, ils savent aussi que de pures banques de marchés sont davantage exposées aux risques des marchés financiers. Or, si les grands groupes industriels aujourd'hui n'acceptent de traiter avec les banques mixtes que parce qu'ils les savent soutenues par les dépôts et le contribuable, s'ils réduisent en conséquence leur demande de crédit pour cause de séparation stricte, cela ne fournira-t-il pas une bonne incitation aux banques de marché pour réaliser des opérations moins risquées ? Bien sûr, cela contraindra les banques françaises à quitter la cour des mégabanques : elles ne pourront plus rivaliser avec Goldman Sachs, qui est une pure banque de marché géante. Mais notre économie a-t-elle besoin de ces mégabanques qui ne financent pas, ou très peu, l'économie réelle ? Et qui lui font courir des risques décrits plus haut ?

Quant aux grands groupes industriels qui refuseraient de se financer auprès de banques de marché jugées trop risquées, ils ont la possibilité de demander la licence bancaire pour leur banque de financement. C'est déjà le cas chez bon nombre d'industriels automobiles : RCI Banque a permis au groupe Renault de déposer du collatéral - des prêts automobiles titrisés - auprès de la BCE pour financer les activités du groupe. De même, nous avons déjà évoqué PSA et, en Allemagne, Volkswagen et Audi. (Ces initiatives témoignent, s'il en était encore besoin, de la défaillance profonde du

secteur bancaire "marché" à remplir son rôle, à savoir pourvoir les grands groupes industriels des liquidités dont ceux-ci ont besoin.) Si des industriels ne parvenaient pas à créer une banque adaptée à leurs besoins, il leur resterait la possibilité de se financer auprès des banques commerciales, comme ils le firent pendant les 30 glorieuses. S'en sont-ils si mal tirés ? Il est vrai que le contexte institutionnel a été considérablement bouleversé depuis les Trente Glorieuses, on verra *infra* comment y adapter une version contemporaine du GSA.

En réalité, beaucoup de directeurs financiers des grands groupes industriels ont eu la prudence de conserver des lignes de crédit "traditionnelles", conscients que le "tout marché" n'est nullement la panacée. Peugeot, par exemple, peut toujours effectuer des tirages de *cash* auprès de BNP. Sur cette question de l'impact d'une séparation sur le crédit aux grands groupes industriels, il importe d'écouter au moins autant ce qu'ont à en dire ces derniers que les cris d'orfraie poussés par le secteur bancaire lui-même. Si l'option consistant à confier à des banques commerciales la gestion des "grands comptes" associés aux grands groupes industriels devait être privilégiée, cela impliquerait que les banques commerciales soient capables de gérer des comptes et des transactions d'instruments financiers pour le compte de leurs clients, et soient autorisées à distribuer des produits d'épargne de tiers indépendants (*asset managing*). C'est ici qu'une application sans état d'âme de la règle Volcker serait *indispensable* de manière à s'assurer que les *brokers* internes des banques commerciales en charge de ces opérations traiteront exclusivement les ordres des clients de la banque. L'alternative serait que les ordres des banques commerciales pour le compte de leurs "grands clients" soient redirigés vers des *brokers* tiers en charge d'intervenir pour les clients de la banque. Cette seconde option ferait courir le risque à l'ensemble du dispositif de basculer vers une situation où les banques commerciales seraient assujetties aux banques de marché (ce qui pourrait, de nouveau, favoriser à juste titre la défiance des grands groupes industriels à l'égard de l'ensemble du secteur bancaire, et renforcer l'intérêt de solutions de financement "maison" au sein de chaque grand groupe). La première option court le risque symétrique de transformer les banques commerciales en nouvelles banques mixtes si le partage entre activités de *trading* pour compte propre et activités pour tiers n'était pas établi suffisamment rigoureusement.

Il est également envisageable (et c'est le plus vraisemblable) que nos grands groupes choisiraient de garder des relations commerciales avec les deux types de banque ---chacune étant indispensable dans sa spécialité. Enfin, si de trop grandes difficultés devaient être rencontrées à ce sujet (ce qui n'a rien de nécessaire puisque d'autres solutions existent), la puissance publique pourrait toujours envisager d'utiliser l'outil d'une véritable Banque Publique d'Investissement, susceptible d'intervenir non seulement auprès des PME (à la manière d'Oseo) mais auprès des grands groupes industriels eux-mêmes. Un exemple révélateur, à cet égard : c'est l'Etat qui a mis en place le préfinancement du paquebot géant commandé à Saint Nazaire. Alors que cette tâche

est du ressort normal de nos grandes banques dites "universelles". Pourquoi cette démission ? Parce ces dernières, en réalité, sont devenues d'immenses banques de *trading* financier qui maquillent le *trading* pour compte propre derrière une grande partie de leurs activités de couverture et de tenue de marché. Si une véritable scission des banques devait pénaliser nos grands groupes industriels (parce que les banques de marché ne feront pas davantage leur véritable métier que les banques mixtes actuelles), ne serait-ce pas à la Banque Publique d'Investissement de jouer le rôle véritable de banque de marché au service des grands groupes industriels français ?

Quoi qu'il en soit, ces difficultés, pour réelles qu'elles soient, admettent des solutions. Et l'on ne voit aucunement pourquoi elles constitueraient des raisons suffisantes, par conséquent, pour ne pas engager la scission des banques.

B. Du côté des banques commerciales.

Les banques commerciales recommenceront à faire leur métier de crédit et de dépôt dans la mesure où leur pouvoir de création monétaire ne sera plus aimanté par les activités de marché très rentables à court terme (mais très risquées).

Nous l'avons déjà signalé, l'abandon des accords de Bretton-Woods a fait apparaître des risques de change auxquels toute banque commerciale devant traiter avec un client ayant des activités hors de sa zone monétaire de rattachement est aujourd'hui confrontée, et face auquel le seul recours, aujourd'hui, reste le marché (notamment les dérivés de change). De même, le métier traditionnel d'une banque commerciale ---à savoir, la "transformation des maturités", i.e., prêter à long terme et emprunter à court terme--- requiert aujourd'hui, davantage qu'hier, d'avoir accès aux marchés (de dérivés de taux) pour gérer les risques de taux.

Aussi le GSA d'aujourd'hui ne peut-il pas être la réplique du GSA de Roosevelt, adopté en 1933. Néanmoins, les aménagements nécessaires au contexte monétaire et financier contemporain sont relativement simples et peu nombreux. 1) Puisque les banques commerciales ne pourront pas se passer de l'accès aux marchés financiers pour gérer les risques de taux et de change qu'elles porteront du fait de leurs transactions commerciales, il n'est pas question de leur interdire cet accès aux marchés. En revanche, **c'est au régulateur de définir très précisément la liste, restreinte, des produits dérivés de couverture de taux et de change que les banques commerciales seront autorisées à utiliser.** Il n'est pas question, dans le cadre de cette note, de proposer une telle liste. Nous le ferons dans une note suivante. Il est clair, cependant, que l'essentiel des produits de titrisation devront leur être interdits. 2) **La loi devra également interdire au département d'une banque commerciale chargé de la couverture des risques de change et de taux de dégager des bénéfices.** Puisqu'il doit s'agir uniquement d'opérations de couverture, elles ne doivent pas générer de pertes mais n'ont aucune raison de générer du profit. Il conviendra donc que la licence bancaire

s'accompagne d'une législation spécifique obligeant tout profit dégagé par le département de couverture des risques à être réinvesti dans l'entreprise. C'est une intrusion dans le *business model* de la banque, certes, mais puisqu'il s'agit de banques commerciales (et non de banques de marché), il nous paraît parfaitement légitime d'exiger que seules ses opérations commerciales soient lucratives. 3) Enfin, les banques mixtes sont actuellement tenues par un "fiduciary duty", i.e., une obligation de conseil, réservée aux clients particuliers et aux PME. En pratique, cette obligation autorise un client qui estimerait avoir été lésé par ladite banque à porter plainte en faisant valoir l'asymétrie de compétence et d'information qui le distingue de la banque commerciale. **Il conviendrait d'étendre l'obligation de conseil à tous les clients d'une banque commerciale.** Cela permettrait en particulier aux collectivités locales d'être couvertes contre le risque de se retrouver victimes de stratégies financières sophistiquées dont la logique leur aurait "échappé", et qui se révéleraient susceptibles d'entraîner des pertes substantielles aux dépens de la collectivité. Qu'on se rappelle, par exemple, que les créances actuelles de Dexia représentent encore aujourd'hui environ 90 milliards d'euros, dus en grande partie par des collectivités locales à cours de liquidités ou non solvables... Étendre cette clause d'obligation de conseil à tous les clients d'une banque commerciale est une troisième manière de s'assurer que son accès au marché sera strictement réduit à ses besoins de couverture. Si, en effet, l'opération qu'elle a vendue à un client se révélait perdante, il ne lui serait plus possible d'infliger la perte à son client au motif que "les marchés sont défavorables". Ce serait à elle d'encaisser la perte afférente comme pour toute erreur de gestion.

Ces trois aménagements devraient permettre aux banques commerciales de ne pas "glisser" vers une nouvelle forme de mixité, en cantonnant de manière très stricte le type d'accès aux marchés auquel elles seront autorisées afin de réaliser leur métier : les produits disponibles seront eux-mêmes contrôlés, le marché ne pourra pas devenir source de profit et les clients de la banque ne pourront pas être victimes des aléas des marchés.

Une spécificité française exige, ici, d'être mentionnée : une grande partie de l'épargne échapperait, en effet, au bilan des banques commerciales françaises, pour aller se placer dans l'assurance-vie et le livret A. Les banques françaises afficheraient de ce fait un ratio emplois/ressources supérieur à 100 %, alors qu'il n'est que de 76 % chez HSBC et de 80 % chez UBS. Après scission, beaucoup de banques commerciales seraient par conséquent obligées de faire appel aux marchés pour compléter leurs financements. Si les activités bancaires étaient séparées, les banques commerciales seraient "contraintes" recréer une activité d'émission sur les marchés, soit se faire financer par la BFI filialisée (i.e., par la filiale "marché"). Cette menace est, elle aussi, en grande partie imaginaire : les grandes banques françaises ne sont nullement absentes du marché de l'assurance-vie.

Les premiers groupes d'assurance-vie en France sont (par montant de cotisation en 2009 et en % du marché français)²⁴ :

CNP (dont Écureuil Vie) : 21,4 milliards d'euros de cotisations en 2009 (17,9 % du marché français)

Crédit Agricole 16,2 milliards (13,5 %)

BNP Paribas Assurance : 11,1 milliards (9,3 %)

Generali France : 10,5 milliards (8,7 %)

Axa France : 9,6 milliards (8 %)

Autres : 42,6 % du marché

Quant au livret A, depuis le 1^{er} janvier 2009, toutes les banques peuvent distribuer le livret A, faisant perdre l'exclusivité de distribution aux opérateurs historiques que sont la Banque postale, la Caisse d'épargne et le Crédit mutuel (livret bleu). Cela veut donc simplement dire qu'après séparation, les banques commerciales françaises seront soumises au jeu de la concurrence pour attirer l'épargne (très abondante) des Français. Celle-ci représente environ 200 milliards d'euros chaque année. Il est à prévoir que les marges des banques commerciales seront notablement plus faibles que celles des banques mixtes actuelles. Mais, dans une économie française à la croissance atone, les rendements sur fonds propres affichés par les banques mixtes (9% pour BNP-Paribas en 2011) ne s'expliquent que par des prises de risque déraisonnables, "assurées" par la garantie de l'État.

Enfin, si les banques commerciales françaises devaient se retrouver dans l'incapacité d'offrir des services suffisamment attractifs pour concurrencer le livret A et l'assurance-vie, de telle sorte que cela réduise leurs marges au point de menacer leur aptitude à créer de la monnaie pour accorder des crédits à l'économie, il serait temps alors de considérer le coût implicite des diverses mesures de défiscalisation qui ont été accordées au livret A et à l'assurance-vie et de les remettre en cause.

Redisons-le, cependant : *une banque commerciale n'a pas besoin de dépôt pour accorder des crédits*. Elle peut parfaitement accomplir sa fonction ---qui est d'accorder des crédits à l'économie réelle--- à partir de ses fonds propres. Il lui faut, pour ce faire, respecter un certain nombre de ratios (définis actuellement par les règles prudentielles de Bâle II, qui, en principe, devraient être remplacées par les règles plus strictes de Bâle III²⁵) qui l'obligent à se refinancer auprès de la BCE toutes les fois qu'elles créent de la monnaie ---refinancement qui a un coût (très faible depuis le LTRO de Mario Draghi). Bien sûr, plus elle dispose déjà de liquidité, moins il lui est nécessaire de se refinancer, et moins il lui

²⁴ *Facts and Figures*, baromètre de l'assurance vie, 12 mars 2011.

²⁵ A ceci près que les banques françaises font actuellement pression sur le gouvernement et le régulateur pour être dispensées de devoir appliquer Bâle III au motif que le renforcement des règles prudentielles nuit à leur compétitivité. Si l'on a compris, cependant, que le "jeu financier" n'est pas construit sur une logique concurrentielle, on aura compris la faiblesse de cet argument.

est coûteux de créer de la monnaie. Disposer de liquidités abondantes est donc simplement (pour les banques mixtes actuelles comme pour les banques commerciales qui résulteraient d'un GSA) une facilité, qui permet d'augmenter les revenus de la banque (et les dividendes de ses actionnaires). Ce n'est pas une condition *sine qua non* pour pouvoir créer de la monnaie.

Quant aux règles prudentielles de Bâle III (tant décriées par le secteur bancaire²⁶), loin de favoriser la désintermédiation du financement de l'économie française, pourrait (jointe à un GSA) provoquer une réintermédiation : en les contraignant à réduire leurs opérations des banques de marché les plus risquées, ces règles pourraient contribuer à favoriser la confiance des grands groupes industriels à l'égard des banques de marché.

C. Et le chômage ?

L'argument mis en avant par M. Moscovici pour justifier un projet de loi qui ne "sépare" pas les banques mixtes françaises est qu'une authentique scission créerait du chômage en France. Un tel argument reconnaît *donc* que l'actuel projet de loi ne le fait pas. En outre, il est bien fragile, pour deux raisons :

- scinder les banques mixtes actuelles devrait être *créateur net d'emplois*. D'une manière générale, une fusion, jusqu'à preuve du contraire, entraîne toujours une réduction des effectifs : l'opération contraire devrait donc, en général, induire une hausse des effectifs... Ensuite parce qu'en l'espèce, la scission contraindra les banques de marché et les banques commerciales à réorganiser leurs activités : les premières devront recruter du personnel afin de gérer les relations commerciales avec les grands groupes industriels (au lieu de se contenter de maquiller des opérations pour compte propre derrière du *market making*) ; les secondes devront recruter du personnel pour gérer les opérations de marché indispensables à leurs activités et seront contraintes de se livrer de nouveau à l'analyse rigoureuse des conditions de solvabilité de leurs emprunteurs (ce dont elles se croyaient "délivrées" grâce à la titrisation).

- Surtout, la première menace sur l'emploi des salariés bancaires, c'est la faillite bancaire. L'exemple des 9.000 emplois supprimés chez RBS, en 2009, en témoigne. Et, nous l'avons suffisamment répété, la meilleure protection contre la faillite de l'ensemble d'un groupe consiste à le scinder de manière que le département "commercial" ne soit pas affecté par la possible faillite du département "marché".

Un GSA est, aujourd'hui, probablement le plus sûr moyen de sécuriser les emplois bancaires des départements commerciaux des banques. Quant à ceux des départements

²⁶ Ces règles renforcent notamment les ratios de fonds propres et de liquidité que doivent vérifier les banques avant d'accorder des crédits.

"marché", ils sont actuellement "sécurisés" via la garantie de l'Etat français, i.e., en faisant courir à l'ensemble des contribuables français le risque de la socialisation des pertes bancaires²⁷. Est-ce exactement le type de sécurité de l'emploi que nous voulons offrir, en France, aux salariés des banques de marché ?

²⁷ Rappelons que celles-ci peuvent être colossales : les pertes à venir de Dexia sont actuellement évaluées à 90 milliards d'euros (à ajouter aux 12 milliards dont l'Etat français s'est déjà acquitté en 2011-2012).