

Christophe Nijdam*,
analyste secteur bancaire chez AlphaValue

“Que les Etats ne commettent pas l’erreur d’orchestrer une austérité généralisée”

Retour sur la crise financière de l’été avec en filigrane le rôle ambigu des banques



“Le lobby bancaire a voulu faire croire que la mise en place des règles prudentielles de Bâle 3 retirerait 6 points de croissance économique ; en réalité l’impact ne serait que de moins 0,6 point de PIB. Une décimale qui change tout.”

Par Philippe Plassart

Vous n’avez pas bien suivi les turbulences de la planète financière durant cet été et vous cherchez à savoir ce qu’elles nous réservent à l’avenir, alors la lecture de cet entretien satisfera sans nul doute vos attentes. Fort de son expérience professionnelle dans la finance – tant en France qu’aux Etats-Unis – Christophe Nijdam livre ici une clé d’interprétation des événements dont le fil rouge est le rôle ambigu joué par les banques dans cette crise “On a besoin de banques solides pour financer la vraie vie et la vraie économie mais pas de banques-

“On a besoin de banques solides pour financer la vraie vie et la vraie économie, pas de banques-casinos”

casinos dont le but est d’augmenter la valeur des stock-options de certains directeurs généraux de banque”, lance l’expert. Il y a urgence selon lui à agir car la menace

d’un “double plongeon” des économies occidentales est sérieuse. Et à l’adresse des politiques, sommés par des marchés “qui ont perdu leurs repères” de resserrer

les finances publiques, il lance cette supplique : “Ne faites pas de 2012 l’année de l’austérité généralisée dans le monde ; aucun pays n’en sortira indemne”.

La crise des dernières semaines a résulté d’un enchaînement malheureux de quatre événements. Le premier est l’annonce le 21 juillet du plan de sauvetage de la Grèce par les autorités européennes. Une “catastrophe” pour les marchés car en acceptant un défaut, ne serait-ce que partiel, de la dette grecque, ce plan ouvre la boîte de Pandore en remettant en cause le principe de l’intangibilité des dettes souveraines européennes. D’où la crainte qu’après la Grèce ne suivent l’Irlande, le Portugal et puis l’Espagne et l’Italie. Mais avec l’Italie, la dimension de la crise change pour... les banques françaises. Ces dernières sont parmi les banques européennes les plus exposées au risque italien, derrière les banques italiennes elles-mêmes, pour des raisons à la fois de proximité géographique et de croissance externe (deux des grandes banques françaises ont des filiales bancaires de plein exercice en Italie : la BNP la BNL - l’ancienne Banca Nazionale del Lavoro - et le Crédit Agricole Cariparma). D’où, événement numéro 2, la chute en Bourse particulièrement sévère des actions des banques françaises. Evénement numéro 3, la dégradation de la notation des Etats-Unis de AAA et AA+ par Standard and Poor’s. Ce cran perdu, en soi anodin, en ébranlant soudainement les certitudes sur la solvabilité américaine va mettre sous pression – événement numéro 4 – un compartiment spécifique de la finance US, celui des Money Market Funds. Ces Sicav monétaires américaines ont des actifs sous gestion de 1 570 milliards de dollars au 30 juin 2011, composés pour moitié de bons du Trésor américains (T Bills) et pour l’autre moitié, de papier court terme émis par des

“Le plan de sauvetage du 21 juillet a ouvert la boîte de Pandore en remettant en cause le principe de l’intangibilité des dettes souveraines”

banques européennes en dollars (certificats de dépôts, billets de trésorerie, pensions livrées, etc.) dans lesquelles les banques françaises pèsent le plus, à hauteur de 15 %. Or face aux développements de la crise européenne – et sa gestion complètement incompréhensible vue des Etats-Unis -, les gestionnaires américains réduisent la part de ces dernières dans l’encours de leurs actifs. Et ce rééquilibrage s’opérant vite, s’agissant principalement de papiers à court terme - entre 7 et 90 jours -, va générer une petite crise de liquidités dollars chez les banques françaises pour un montant potentiel de l’ordre de 235 milliards. Une somme aisément récupérable en temps normal sur le marché interbancaire ou sur celui des dépôts des entreprises, mais qui dans le contexte du moment va susciter des tensions de liquidités. Une nervosité accentuée par l’information parue dans le *Wall Street Journal* selon laquelle la Réserve fédérale s’inquiétait de la stabilité des financements en dollars des

banques européennes. Un signe que la Banque centrale répugnerait à venir une fois encore au secours de banques étrangères pour ne pas alourdir encore plus son bilan - celui-ci a presque quadruplé depuis 2007, à près de 3 000 milliards de dollars dont un tiers d’actifs de moindre qualité. Et un doute dont a pâti particulièrement en Bourse la Socgen et Dexia, plus transparentes actuellement que les autres établissements français sur leurs besoins de billets verts. Certes, les tensions observées sur les taux interbancaires ont été pour l’instant moindres qu’au moment de la crise Lehman fin 2008. Mais c’est parce que d’une part la BCE s’est déjà substituée au marché interbancaire pour les banques des trois pays sous plan de sauvetage européen et d’autre part parce qu’elle s’est engagée à prendre momentanément le relais pour les autres banques de la zone euro afin de satisfaire leurs besoins en dollars (ce qu’elle continuerait certainement à faire en cas de difficultés croissantes et majeures via un accord de swap avec la Réserve fédérale).

Le fond du problème, la liquidité

L’épisode que nous venons de vivre est la quatrième crise de liquidité bancaire en moins de trois ans. La première, consécutive à la faillite de Lehman Brothers, a eu lieu à l’automne 2008, la deuxième au printemps 2010 à l’occasion des déboires grecs, suivie en novembre d’un autre épisode autour de l’Irlande, enfin la crise de l’été 2011 qui a démarré juste après la publication des résultats des nouveaux stress-tests à la mi-juillet. Or les banques centrales - au premier rang la Réserve fédérale américaine mais aussi désormais la Banque centrale européenne qui vient de reprendre plus de 100 milliards d’obligations des Etats d’Europe du Sud à son bilan - ne pourront probablement pas gérer une cinquième crise. Quant

“Nous venons de vivre la quatrième crise de liquidité en moins de trois ans (...)

Les banques centrales ne pourront probablement pas en gérer une cinquième”

aux Etats qui ont absorbé la crise en prenant à leur charge le surendettement du secteur privé, leur capacité de réaction est désormais fortement réduite, les marchés ne voulant plus entendre parler de recours supplémentaire à l’emprunt. Résultat : si une nouvelle crise survient, il y a déjà une telle brèche dans la digue qu’elle risque d’être tout simplement emportée. L’absence de tensions visibles sur les taux ne doit pas tromper car elle résulte de la large dérivation du marché monétaire opérée sur les banques centrales et du déversoir à double tranchant sur les pensions livrées (repos). La relative détente des taux des obligations publiques des pays en difficulté relève de la même mécanique. Mais prenons garde : si le *double dip*

tant redouté - celui d’une rechute des économies dans la récession - prenait corps, alors les outils des banques centrales ne seront plus cette fois en mesure de canaliser la crise. Les banques “sautent” toujours sur une crise de liquidités avant même qu’un problème de solvabilité soit avéré. Dexia, qui avait des ratios de solvabilité sensiblement supérieurs à ce qui était requis, est tombée en 2008 en un week-end en raison d’un squeeze de liquidités ; de même, deux ans plus tard, pour les banques irlandaises.

La faiblesse structurelle des banques françaises, le ratio de liquidité

Le maillon faible des banques françaises se situe au niveau de leur liquidité. Selon les travaux du comité de Bâle publiés en fin 2010, par rapport au futur ratio de liquidité à court terme requis à 100 % au 1^{er} janvier 2015, les 85 plus grosses banques du monde (banques dites du “groupe 1”) avaient, en moyenne, un Liquidity Coverage Ratio (LCR) de 83 %, mesuré à fin 2009. Ce taux s’établit à 67 % pour les 8 banques européennes de ce groupe et pour les seules banques françaises, le chiffre – officieux mais jamais démenti par la Fédération bancaire française - serait en dessous de 50 %. Une situation de fragilité quand on sait que le ratio de 100 % visé par Bâle ne permet aux banques de résister que 30 jours à une situation de stress, et ceci seulement en théorie... Un cas de figure que personne ne peut désormais plus écarter depuis que la crise de 2008 a mon-

“Au lieu d’accepter de combler cette insuffisante liquidité - dangereuse pour elles-mêmes mais aussi pour l’ensemble du système financier -, certaines banques françaises ont traîné des pieds”

tré qu’elle n’avait rien d’irréaliste. Or au lieu d’accepter de combler cette insuffisante liquidité - dangereuse pour elles-mêmes mais aussi pour l’ensemble du système financier -, certaines banques françaises ont traîné des pieds, préférant faire comme si la crise n’avait pas eu lieu et continuer à miser sur la courbe des taux pour reconstruire leur rentabilité (en transformant leurs ressources empruntées à court terme à bas taux d’intérêt en instruments de marché à long terme accordés à des taux plus élevés).

Il y a, selon moi, trois raisons à la faiblesse du ratio de liquidité de certaines banques françaises. La première raison tient au développement historiquement fort dans l’Hexagone des Sicav monétaires - génératrices de commissions - au détriment de simples dépôts, Sicav que les banques font gérer par leurs filiales “gestion d’actif”. Une démarche qui en soi n’a rien de choquant. Parallèlement, les banques françaises sont les championnes de l’assurance-vie qui sont

A voix haute

à fortes commissions et hors bilan. Aujourd'hui, les banques sont en train de rapatrier ces encours de Sicav et d'assurance-vie dans leurs bilans. En même temps, certaines des banques françaises ont traditionnellement pratiqué des activités bancaires - et notamment de salles de marchés - en devises étrangères hors de France et principalement à New York, un milieu que je connais bien pour en avoir fait partie pendant une période de ma vie professionnelle. Des activités de salles de marchés qu'elles ont exagérément développées depuis la fin du Glass-Steagall Act aux Etats-Unis en 1999, hyper-trophées et structurellement mal financées.

Les faux mérites de la banque universelle

Que cette crise de liquidité ait particulièrement touché les établissements français sur le marché américain en dollars est doublement révélateur. D'abord de l'hypertrophie de l'activité de certaines banques tricolores sur le marché américain, ensuite de la faiblesse structurelle de leur liquidité. Qu'une banque française qui n'a pas d'activité de banque de détail aux Etats-Unis ait une salle de marché qui ne fait que du trading, hors économie réelle locale, cela pose déjà en soi question. Mais quand cette activité engendre une crise de liquidité avec des retombées potentiellement négatives sur l'activité nationale de la maison mère, cela devient difficilement justifiable. Certains banquiers n'ont pas su résister dans les périodes d'euphorie à la tentation de gagner facilement des millions avec un trader qui à New York se contente d'appuyer sur un bouton plutôt que de dégager du profit, de manière besogneuse, en ayant 10 000 banquiers derrière des guichets sur le marché français. Or ce mélange des genres - activités d'investissement pour son propre compte et activités de banque de détail - n'a toujours pas cessé au sein de certaines banques françaises, ne serait-ce que sous cette nouvelle forme qui s'appelle trading à haute fréquence. Les managers français vantent les vertus de la banque universelle, modèle soi-disant plus résistant dans les tourmentes. Un argument discutable. Pas loin d'une dizaine de banques universelles ont failli ou ont dû être sauvées de la faillite ces dernières années : Citigroup, Bank of America, Royal Bank of Scotland (RBS), Fortis, etc. Certes il n'y a pas de banque française dans cette liste mais cela tient sans doute plus à leur prudence traditionnelle qu'à leur caractère "universel".

Voire à de la pure sémantique car l'Etat français a dû se porter fort à hauteur de 40 milliards d'euros en fonds propres et 340 milliards

"Le mélange des genres - activités d'investissement pour son propre compte et activités de banque de détail - n'a toujours pas cessé au sein de certaines banques françaises"

en emprunts obligataires pour rassurer le marché sur ses banques en 2008 (bien que seulement la moitié et le tiers, respectivement, n'aient finalement été mobilisés). Le modèle de la banque universelle par les Français - vanté aussi par le ministère de l'Economie et les autorités de régulation - n'est pas irréprochable. Selon une étude publiée en 2010 par le Forum économique de Davos - une institution a priori neutre -, le système bancaire français n'est classé qu'au 40^e rang sur 139 pays pour ce qui est de la solidité. Un classement moyen, meilleur certes que celui des banques américaines (111^e) ou irlandaises (dernières de la classe) mais juste derrière celles du... Botswana. Que les dirigeants bancaires cessent de dire qu'ils sont à la tête du meilleur système bancaire qui soit. Les seules banques qui n'ont rien à se reprocher sur la planète sont les banques canadiennes qui, fortement encadrées, ne se sont livrées à aucun excès en salle de marchés, ni développement débridé à l'étranger... L'exception ce sont les banques canadiennes, pas les banques françaises !

La puissance du lobby bancaire

Le lobby des établissements financiers européens - estimé à 700 personnes à Bruxelles, avec un budget de fonctionnement entre 300 et 400 millions € ! - est hostile au renforcement de la régulation du secteur. Et il a réussi à force de tergiversations à retarder le calendrier de Bâle 3 à 2015-2019 et à en alléger le contenu. Certaines banques n'ont pas hésité à se livrer à une forme de chantage subtil vis-à-vis des politiques pour échapper à la régulation sur le mode : "Ne touche pas à ma salle de marché sinon je ne finance plus ton économie réelle" puis "Ne touche pas à ma salle de marché sinon je ne finance plus ta dette publique". En vérité, certains banquiers n'ont toujours pas compris - ou accepté - la part de responsabilité collective qu'ils avaient dans cette crise qui, de bancaire au départ, est devenue une crise souveraine. Ils n'ont à aucun moment fait le moindre mea culpa. Les banquiers français, qui aiment à se présenter comme des parangons de vertu, imputent la totalité de la responsabilité de la crise à leurs homologues américains - ce qui n'est pas "totalement"

"Les banques se sont livrées à une forme de chantage subtil vis-à-vis des politiques sur le mode : "Ne touche pas à ma salle de marché sinon je ne finance plus ton économie réelle" "

faux. Hélas, il n'y a eu personne pour contredire ce puissant lobby. Le monde politique, dépassé par cette matière complexe, s'en remet à des experts qui émargent tous peu ou prou à l'industrie financière. Avec comme conséquence que les intérêts privés - ceux d'un petit groupe de managers et de leurs rémunérations - sont mieux défendus que l'intérêt général. Un vrai déni de démocratie. Car pour influencer sur les décisions, le lobby bancaire a voulu faire croire que la mise en place des règles prudentielles de Bâle 3 retirerait 6 points de croissance. Une dramatisation outrancière pour faire peur aux politiques, les experts du comité de Bâle chiffrant de leur côté cet impact à moins 0,6 point de PIB. Une décimale qui

change tout. Et certains banquiers ont agité la menace d'un renchérissement violent du coût des crédits à l'adresse des chefs d'entreprise. En réalité, selon une évaluation de McKinsey, la mise en œuvre de l'intégralité de la régulation de Bâle n'aurait pour effet de majorer le coût du crédit particulier et entreprises qu'entre 0,25 % et 0,85 %. Un surcoût aisément absorbable dans le contexte actuel de faiblesse historique du niveau des taux d'intérêt, et de toute façon sans commune mesure avec le coût réel d'une crise économique d'origine bancaire dont nous n'avons pas fini de supporter les conséquences directes et indirectes. Une réalité que le lobby

"Pourquoi les banquiers qui crient à la récession lorsque l'on parle normes prudentielles ne s'alarment-ils pas publiquement sur les risques que font courir les plans d'austérité budgétaire"

bancaire français s'est employé d'oblitérer avec ses homologues européens. Certes, on peut comprendre qu'un secteur défende ses intérêts mais quand cette défense va à l'encontre de l'intérêt général cela en devient indécent. On a besoin de banques solides pour financer la vraie vie et la vraie économie, mais pas de banques-casinos dont le but est d'augmenter la valeur des stock-options de certains directeurs généraux de banque. Pourquoi les banquiers qui crient à la récession lorsque l'on parle normes prudentielles ne s'alarment-ils pas publiquement sur les risques que font courir les plans d'austérité budgétaire sur la croissance économique ?

Le scénario du pire

La crainte d'une récession des économies - scénario du "double plongeon" [double dip] - s'exprime de plus en plus. Or c'est dans cette phase critique où se joue l'avenir du cycle de la conjoncture que les marchés semblent vouloir en toute irrationalité imposer aux politiques totalement dépassés par les événements des plans d'austérité budgétaire pour cause de dette publique trop élevée. Une démarche totalement incohérente. Car des restrictions budgétaires imposées partout et au même moment n'aurait comme effet que d'aggraver le ralentissement économique et peut-être même d'engendrer une récession. Récession qui aura pour conséquence d'augmenter les risques bancaires et donc de provoquer un resserrement du crédit [credit crunch]. Les études du FMI indiquent qu'une réduction de 1 % du déficit budgétaire a pour effet de réduire de 0,67 % le PIB. De tels chiffres montrent qu'il faut mener

"Ne faisons pas de 2012 l'année de l'austérité généralisée dans le monde. Aucun pays n'en sortira indemne"

prudemment une politique de redressement budgétaire. Je ne dis pas qu'il ne faut pas réduire la dette à terme et qu'il faut renoncer à ce que les Etats apprennent à vivre avec des moyens [un peu] plus limités. Je dis qu'il faut savoir gérer les séquences. Ne refaisons pas l'erreur historique des années 30 lorsque les autorités américaines, en resserrant prématurément le robinet monétaire, avaient fait replonger l'économie dans ce qui est devenue la Grande Dépression. A l'époque, la responsabilité de cette rechute incombait à l'erreur de pilotage de la Réserve fédérale. Il ne faut pas que les Etats, pour complaire aux marchés, commettent la même erreur dramatique en orchestrant une austérité générale. Ou que l'irrationalité des marchés pousse à une hausse d'intérêt qui serait tout aussi ravageuse. Toutefois, aujourd'hui, le pire à craindre sont des plans d'excessive austérité - il n'y a qu'à voir les chutes impressionnantes du PIB en Grèce, Irlande ou Portugal. Sans compter les risques de décohésion de la cohésion sociale comme on peut le voir au Royaume-Uni. Dans de telles circonstances, il faut savoir donner du temps au temps. Ne faisons pas de 2012 l'année de l'austérité généralisée dans le monde ; aucun pays n'en sortira indemne.

Les mauvais augures

Les agences de notation ont-elles un rôle dans la crise ? Vouloir tuer le messenger qui apporte la mauvaise nouvelle n'a jamais changé la réalité des choses. Il est toutefois vrai que les agences de notation américaines ont un vrai problème de conflit d'intérêt et qu'il est probablement essentiel qu'à terme on puisse avoir d'autres d'agences indépendantes non américaines, voire une agence européenne. La

"Vouloir tuer le messenger qui apporte la mauvaise nouvelle n'a jamais changé la réalité des choses"

mécanique même de la notation pose problème. La Grèce était notée triple C juste avant son défaut partiel acté par l'accord européen du 21 juillet. Quant aux Etats-Unis, la simple dégradation d'un cran de son triple A a ouvert le champ aux spéculations sur un possible défaut américain. Le jugement des Chinois - directement concernés par l'évaluation des risques car la Chine est l'un des premiers créanciers du monde - mérite d'être examiné car ils disposent de leur propre agence de notation (Dagong). Celle-ci a commencé à exprimer des doutes sur la solidité des Etats-Unis en attribuant un A simple aux titres publics américains. Quant aux titres français, ils ont la note A + chez Dagong... A méditer.

Fonction du politique

Le politique doit reprendre la main et affirmer son leadership de toute urgence. Laisser faire encore plus longtemps la "main invisible" des marchés ne peut que nous conduire dans l'impasse tant les marchés dysfonctionnent, ce que Michel Camdessus appelle à juste titre "market failure". La main invisible du marché a perdu tout re-



"Cessons ces réunions européennes "au sommet" qui, en retard sur l'événement, n'accouchent en réalité que de souris et souvent de remèdes pires que le mal."

père ; elle tremble dans le noir. C'est aux politiques de guider fermement les marchés et de les amener sur la voie souhaitable. Malheureusement, pour l'heure, les politiques, loin de rassurer, ajoutent à leur schizophrénie. La cacophonie européenne autour du sauvetage de la Grèce et l'impuissance américaine illustrée par le compromis rafistolé obtenu en extremis sur le plafond de la dette sont déstabilisantes. Je ne défends aucunement les marchés mais la responsabilité première de la situation incombe au premier chef aux politiques qui n'assument pas leur rôle.

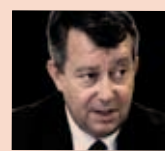
C'est le rôle du politique, avec un grand P, de donner la direction, de rassurer lorsque la confiance n'est plus là. Le calendrier électoral dans lequel sont inscrits des scrutins majeurs aux Etats-Unis, en France, et en Espagne en 2012, en Allemagne et en Italie en 2013, n'arrange rien tant il est vrai que ces périodes préélectorales sont rarement favorables aux discours vérité. Le désaccord entre la France et l'Allemagne sur l'évolution de la zone euro et le degré d'intégration nécessaire ne fait qu'ajouter au trouble. Cessons ces réunions au "sommet" qui, en retard sur l'événement, n'accouchent en réalité que de souris et de remèdes souvent pires que le mal. Certes, la tâche des politiques n'est pas facile face à des marchés qui sont devenus une sorte de magma insaisissable : on est tué sur les marchés comme à la guerre, par des gens qu'on ne voit pas et qu'on ne connaît même pas. Une certitude : on ne peut plus croire à l'efficacité spontanée des marchés. La pure spéculation est difficile à

"La main invisible du marché a perdu tout repère ; elle tremble dans le noir. C'est aux politiques de guider fermement les marchés"

combattre tant il est vrai que les mesures d'encadrement qui la visent sont immédiatement contournées, on l'a bien vu avec l'utilisation des ETF qui a suivi l'interdiction des ventes à découvert sur les bancaires. Au point où nous en sommes, il me semble qu'il ne faut plus épargner ceux qui ne veulent pas respecter un minimum de règles du jeu collectif. L'instauration d'une taxe sur les transactions financières est le début de la bonne solution - y compris sur les opérations de trading à haute fréquence. Cela ferait perdre instantanément à ces activités automatisées génératrices de nouveaux risques systémiques tout intérêt. Mais pourquoi attendre 2014, comme je l'entends parfois, pour la mettre en œuvre ? Pourquoi attendre aussi plus longtemps pour interdire aux banques de financer l'effet de levier du shadow banking qu'il utilise pour intervenir sur les marchés ? Il faut imposer des principes simples. Cessons cette régulation qui en se perdant dans les détails monte des usines à gaz dans lesquelles seul le lobby bancaire ne se perd pas. La Commission européenne vient de publier une proposition de directive d'application de Bâle 3, dite CRD4, de plusieurs centaines de pages. Le politique doit exiger la simplification de ce qui est compliqué. Il y a urgence à revenir à des schémas de base simples et compréhensibles par tous servant l'intérêt de l'économie réelle et de la société. Il faut imposer aux banques l'accélération de la mise en place de ratios de liquidité à court terme (LCR) prévus dans la régulation de Bâle 3 et obtenir de certaines d'entre elles qu'elles réduisent suffisamment la taille de leurs activités de marchés en dollars à New York. Celles-ci n'ont aucune utilité économique et légitimité sociale

(*) Frère d'Henri Nijdam, directeur de la publication & rédaction du *Nouvel Economiste*.

Bio express Un insider



Avec un parcours professionnel qui l'a fait régulièrement osciller de Paris à New York, **Christophe Nijdam** (Sciences Po Paris, New York University) est sans doute l'un des experts les plus au fait des univers bancaires français et anglo-saxons. Il est passé par plusieurs grands établissements - Crédit du Nord, Crédit commercial de France, Crédit Lyonnais... - et a séjourné plusieurs années au cœur des activités de marché à New York et à Paris. Christophe Nijdam est depuis 2008 analyste secteur bancaire chez Alpha Value, leader européen de la recherche indépendante sur les actions européennes.