

Lettre n° 62

Octobre 2012

L'hégémonie du collatéral : un choc équivalent à 20% du PNB de la zone Euro entre 2010 et 2012.

- S'il était besoin de le rappeler, la réglementation est sans doute l'outil de politique économique le plus puissant qui existe, au delà de la politique fiscale et certainement au delà de la politique monétaire. Lorsque cette réglementation touche aux systèmes financiers, elle est d'ailleurs partie intégrante de cette dernière: à ce titre les banques centrales s'échinent encore aujourd'hui à compenser le choc du tour de vis réglementaire de 2008.

La publication des recommandations de la **commission Liikanen** mardi 2 octobre est venue rappeler que, si la crise économique et financière déroule chaque jour sous nos yeux ses péripéties petites et grandes, dans les coulisses, la machine réglementaire poursuit sa route à petit pas.

Les conséquences économiques des évolutions réglementaires sont au moins aussi grandes que celles prises au grand jour par les banquiers centraux et les gouvernements, même si au jour le jour elles ne provoquent guère de volatilité et donc de spectacle susceptible de nourrir l'actualité.

Les travaux de la **commission Liikanen** portaient ni plus ni moins sur la question de savoir s'il fallait séparer en Europe les activités de banques de détail des celles de banques d'investissement, sorte de **Glass Steagall act** à l'europpéenne.

D'autres pays avaient déjà pris parti sur le sujet. Le plus tranché d'entre eux, le Royaume-Uni, faisant suite aux recommandations de la commission présidée par **John Vickers**, a décidé qu'un isolement des banques de détail était nécessaire. Outre-Atlantique où le **Glass Steagall act** aura prévalu pendant 66 années de 1933 à 1999, **Paul Volker** a renoncé à un complet retour aux anciennes lois et a préféré réglementer ponctuellement certaines activités de la banque comme le **trading pour compte propre**, la **titrisation** ou l'investissement dans des **fonds de capital investissement**. Tout n'est d'ailleurs pas encore inscrit dans le marbre.

L'Europe a choisi une troisième voie puisque selon les termes même de Monsieur Liikanen, **le modèle traditionnel de banque universelle demeure inchangé**. Les banques devront isoler leurs **activités de trading pour compte propre** ainsi que certaines autres activités de marché « risquées » lorsque celle-ci dépasseront une certaine taille dans l'activité globale. Cet isolement pourrait prendre la forme d'une séparation dans une entité non garantie par celle portant les dépôts, ou de la constitution d'un capital supplémentaire. Le choix de séparer ou non les activités reviendrait alors aux autorités de contrôle et pourrait dépendre de la robustesse des plans à mettre en œuvre en cas de faillite.

La commission a par ailleurs fait 4 autres propositions :

- la constitution de plans de résolution,
- celle de stock d'instruments de dettes convertibles dans le cadre de la constitution de capital réglementaire,
- l'alourdissement de la pondération des actifs risqués et plus de consistance dans l'utilisation de modèles internes - Il reviendra à la commission de décider si les capitaux alloués à la banque de dépôts et aux activités des trading sont suffisants -,

(iv) le renforcement des règles de gouvernance, incluant la supervision, la reconnaissance des fonctions de contrôle des risques, l'encadrement strict des rémunérations et des pouvoirs de sanctions plus grands.

Les décrets d'application de ces mesures restent encore à écrire. Elles sont pourtant sentées être des déclinaisons des règles édictées par le comité de Bâle dans le cadre du dispositif dit Bâle III, il y a plus de deux ans. Si l'économie a horreur de l'incertitude, celle qui affecte le secteur financier suffirait à elle seule à entraver la croissance si celle-ci existait encore.

Bâles III n'a toujours pas fini de dérouler ses règles et pourtant il est clair aujourd'hui que la révolution qui est en marche dans ce secteur est sans doute au moins aussi grande et aussi influente au plan macro-économique que celle qui touche aujourd'hui aux finances publiques en Europe. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si dans un grand nombre de pays, **ce sont les difficultés des banques qui ont mis à mal les finances des Etats**.

Ce n'est pas non plus un hasard si l'essentiel des initiatives prises par la BCE a pour objet **d'assouplir en quelque sorte cette nouvelle réglementation, ou de faciliter sa mise en place**.

Car la réelle révolution à l'œuvre est celle de la sécurisation des transactions et donc celle du **collatéral**. Si bien peu de gens en parlent, ce dernier est cependant au cœur du processus de transformation en cours, processus qu'il a initié et qu'il nourrit. De la même façon que l'essentiel de la réglementation bancaire touchait aux mouvements de cash, à travers la gestion des comptes de dépôts et des comptes de crédit, celle en cours touche aux mouvements des titres.

Lorsque la BCE change ses **règles de qualité de collatéral** lors de ses opérations de prise en pension, elle influence autant la « liquidité » des marchés que si elle touchait au taux d'intérêt.

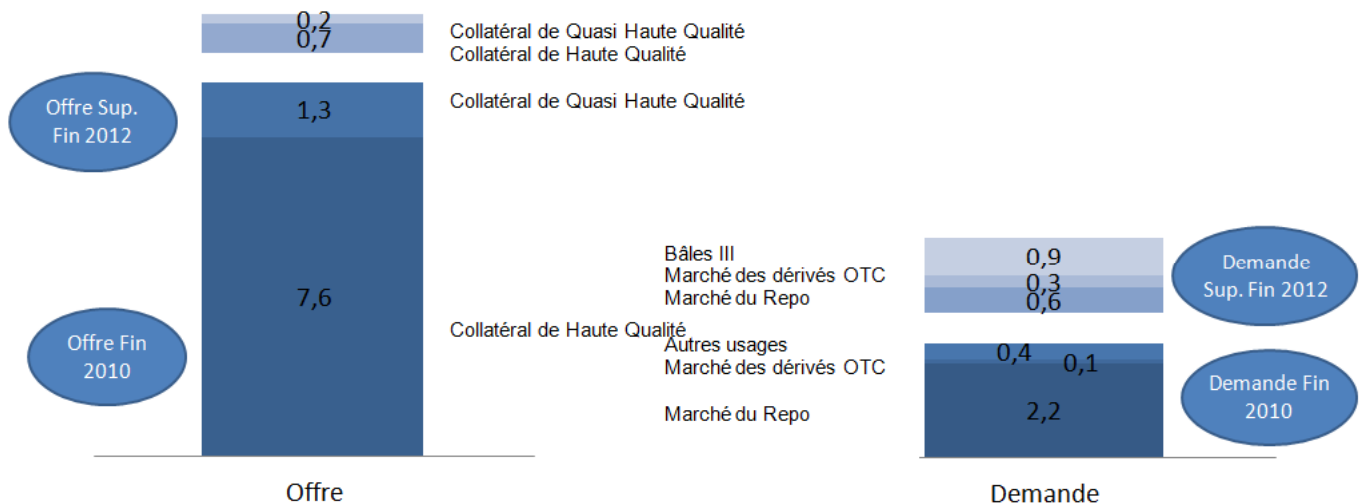
De la même façon, lorsque Bâle III impose la détention de titres de **Haute Qualité** en lieu et place de capital, ou pour se conformer aux règles relatives à la liquidité, elle impacte très fortement la capacité des banques à **financer l'économie** ainsi que le prix des titres éligibles et donc **le niveau des taux d'intérêt**.

Enfin, lorsque la réglementation européenne **EMIR** impose la compensation des dérivées de gré à gré, de la même façon ici, il est demandé aux acteurs de ces marchés de détenir en contrepartie de leurs opérations du cash ou des titres qu'il leur faut donc aller acheter dans le marché, immobilisant là encore des ressources qui ne seront plus disponibles pour financer l'économie.

Ce phénomène est bien illustré par une étude très détaillée publiée en début d'année par la **banque centrale des Pays-Bas (DNB)** à propos de l'éventuelle **raréfaction du collatéral** et le risque que cette raréfaction pouvait faire courir à l'économie dans son ensemble.

des notations aurait dû justifier (**graphique relatif aux évolutions comparées des rendements des Bonos et des obligations corporate BBB**). Elles ont donc contribué à aggraver la crise de façon significative.

Collatéral de Qualité : Offre Demande (trillion EUR)



La DNB démontre ainsi plusieurs vérités importantes :

--**la première** est que la collatéralisation existait bien avant la crise. Elle était en particulier la règle sur toutes les opérations de marché entre grands établissements bancaires mais aussi entre les banques et leurs clients. Cette situation a cependant été poussée à l'extrême avec la disparition pure et simple du marché monétaire en blanc, et l'implication essentielle des banques centrales dans le fonctionnement de ce marché monétaire.

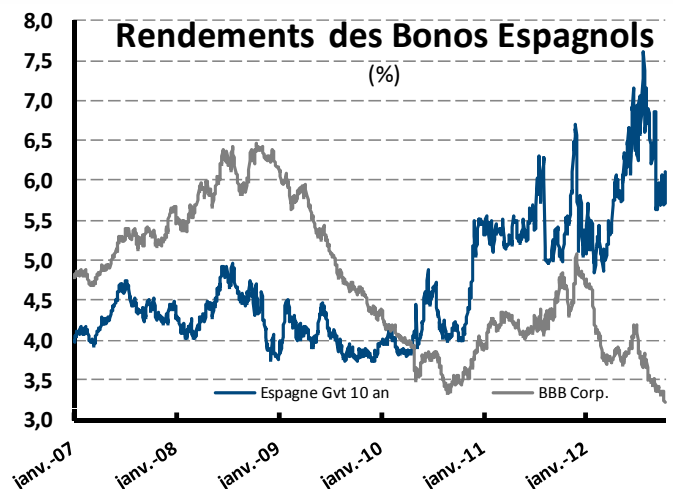
--**la deuxième** est que le HQC ou collatéral de haute qualité existe aujourd'hui en grande quantité, en particulier –et paradoxalement– car les états sont très endettés : 8,9 trilliards de dollars à la fin de 2010 pour une demande de 2,7 trilliards.

--**la troisième** est que les dérives de l'offre et de la demande militent en faveur d'un renchérissement important de ce collatéral : l'accroissement de l'offre de ces deux dernières années est estimé à 900 milliards d'euros tandis que l'accroissement de la demande aurait été double, soit de 1800 milliards (**voir schéma**)

Ces évolutions sont en grande partie les conséquences d'ajustements structurels à un environnement réglementaire nouveau. Elles ne représentent pas une tendance. Elles ont cependant joué un grand rôle dans l'**élargissement des écarts de taux d'intérêt entre états européens**, au delà de ce que l'évolution

A l'inverse, la fin de l' « effet stock » pourrait jouer en faveur des titres délaissés jusque là, et les resserrements récents des spreads pourraient être une première manifestation de ce phénomène.

Il est vraisemblable que les changements réglementaires intervenus à l'issue de la crise de 2008 (crise des sub-prime et faillite de Lehman) ont joué un rôle majeur dans le déclenchement de celle de 2010 (crise de la dette européenne), les établissements bancaires européens ne pouvant supporter le choc systémique représenté par la nécessité d'accumuler près de 1800 milliards d'euros de collatéral en deux ans soit près de 20% du PNB de la Zone Euro.



Source : Banques Centrales - Agata Capital