

Banques et marchés, des alternatives pour le financement de l'économie ?

Par Laurent GRILLET-AUBERT et Pierre-Emmanuel DARPEIX*
Autorité des marchés financiers (AMF)

Par opposition au crédit bancaire, les marchés permettent, en principe, l'allocation désintermédiée de l'épargne à l'investissement. Les politiques d'après-crise – Union des marchés de capitaux (CMU), réforme de la titrisation, politiques monétaires expansives, etc. – favorisent les financements de marché, notamment de dettes, tout en interrogeant sur l'allocation optimale du financement et la résilience du système financier. Pour autant, le clivage entre banques et marchés – vu comme « non-banques » – est réducteur. Une vision globale sur les différentes sources de financement (y compris par actions) ainsi qu'une prise en compte précise des réseaux d'interconnexion et de chaînes d'intermédiation entre banques et non-banques sont nécessaires pour accroître l'efficacité dudit système et améliorer la gestion des risques.

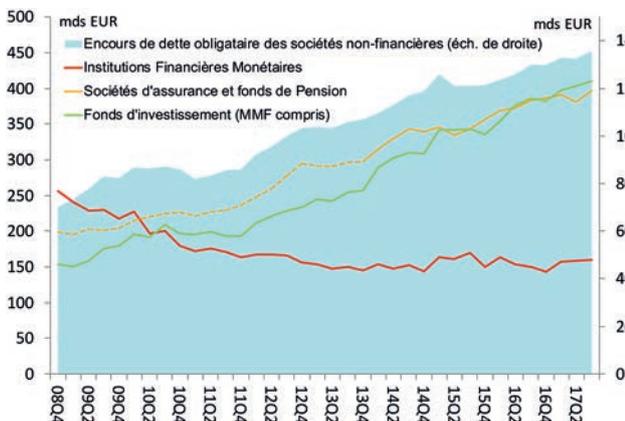
Une forte croissance des marchés, en particulier des marchés de dettes d'entreprise

La croissance des marchés est notamment attestée par l'essor des émissions d'obligations des sociétés non financières (SNF). Leur croissance, depuis 2008, excède celle du crédit bancaire. Ces émissions nettes ont en partie compensé la contraction du crédit bancaire accordé aux SNF en zone euro (en 2012). Depuis deux ans, elles sont d'un ordre de grandeur identique à celui de l'octroi de crédit à ces sociétés.

Dettes bancaires et dettes de marché ne sont que partiellement substituables : elles ne visent pas toujours les mêmes cibles. Les émetteurs de titres de créance sont surtout de grandes entreprises ou des sociétés de taille intermédiaire, plus rarement des PME. Les évolutions en cours (titrisation, origination de crédit par les fonds, CMU) pourraient cependant modifier ce constat. La structure du passif des sociétés non financières en zone euro révèle aussi une cer-

* Ce texte n'engage que ses auteurs.

Encours et détention de la dette de marché des SNF
(zone euro, en milliards d'euros)



Structure des dettes des SNF
(zone euro, composition changeante, en %)

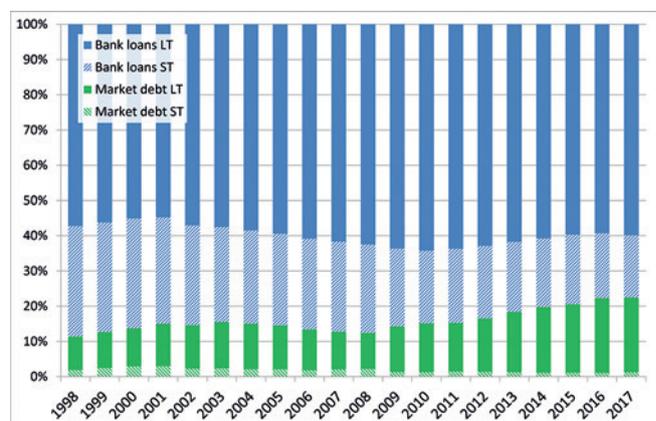


Illustration1.

Source : BCE, Securities issues database et MFI aggregated balance sheet database, calculs AMF.

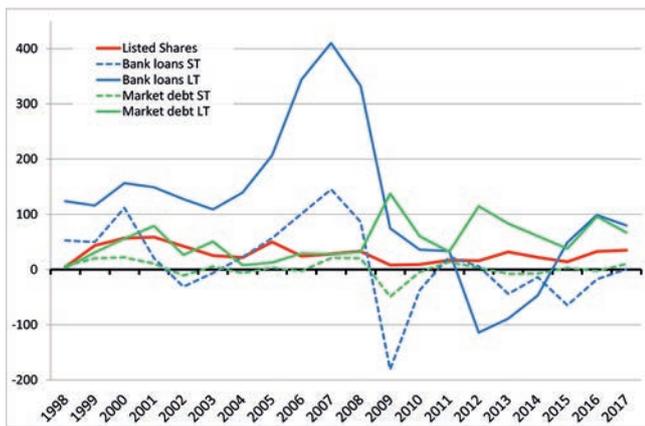


Illustration 2 : Émissions nettes de titres et de crédits contractés par les SNF (zone euro, composition changeante, milliards d'euros).

Source : BCE, Securities issues database et MFI aggregated balance sheet database.

taine complémentarité entre eux des financements de marché et des financements bancaires. Pour sa part, le financement par actions (cotées) reste en général fiscalement pénalisé. Pourtant, une neutralité entre financement par dette et financement par actions (Modigliani-Miller) pourrait également contribuer à la résilience du système financier en incitant les entreprises à renforcer leurs fonds propres et à réduire leur levier, les investisseurs à privilégier les placements en actions et les banques à accroître leur capital réglementaire (Fonds monétaire international, 2016⁽¹⁾).

Enfin, la hausse des encours concerne également la dette souveraine, laquelle contribue en partie à satisfaire une demande « endogène » d'actifs sûrs du système financier en garantie de transactions sur produits dérivés et de prêts (prêt de titres sécurisés, pensions livrées).

Complémentaires, les financements bancaires et les financements de marché sont aussi difficiles à distinguer

Les réformes post-crise⁽²⁾ n'ont pas établi de séparation complète entre activités bancaires et activités de marché⁽³⁾. À l'inverse, le modèle *originate to distribute* de transfert des crédits bancaires sur les marchés a été réhabilité, en Europe, à travers, par exemple, l'adoption d'un nouveau régime de titrisations simples, transparentes et standardisées (règlement STS).

Le Conseil de stabilité financière (FSB) assure un suivi global des activités de crédit⁽⁴⁾ menées par les entités non bancaires (*shadow banking*) mettant en évidence la croissance de leurs bilans, notamment ceux des fonds d'investissement⁽⁵⁾. L'analyse est affectée par le caractère résiduel que revêt la catégorie des « autres institutions financières⁽⁶⁾ » de la comptabilité nationale et par des lacunes dans l'appréhension de l'activité de certaines entités⁽⁷⁾. Mais elle révèle surtout l'importance d'évaluer les risques liés à ces activités des entités non bancaires, notamment en termes de levier et de liquidité.

Les taux d'intermédiation financière élevés⁽⁸⁾, l'interpénétration croissante des activités bancaires et non bancaires, et l'allongement des chaînes d'intermédiation limitent signifi-

tivement l'intérêt d'une analyse traitant séparément risques bancaires et risques non bancaires. Cetorelli *et al.* (2014), Chernobaiy *et al.* (2016) ou Flood *et al.* (2017) mettent en lumière la forte croissance des holdings bancaires, tant en taille qu'en complexité, et montrent que leurs nombreuses filiales couvrent l'ensemble du spectre du secteur financier. Cetorelli (2014) note aussi que des conglomérats similaires sont formés par des entités non bancaires.

Évaluer l'optimalité des financements par le marché interroge, au-delà des émissions primaires, sur la détention finale des titres en circulation (qui finance qui ?). La gestion d'actifs, surtout institutionnelle, joue désormais un rôle central dans l'allocation de l'épargne. Elle permet aux épargnants exposés aux marchés de bénéficier d'une diversification et d'économies d'échelle, tout en allouant les fonds nécessaires au financement des entreprises, y compris quand leur accès au crédit est limité (projets d'investissements risqués ou à long terme, etc.).

L'examen des chaînes d'intermédiation soulève cependant des difficultés pratiques d'identification des investisseurs finaux. Rendre « transparente » l'intermédiation financière (à l'instar de Boutillier *et al.* (2007)) reste difficile et constitue un frein à l'évaluation des encours agrégés (FMI, 2014 ; Zucman, 2013). Approfondir l'analyse est de nature à permettre au régulateur de mieux évaluer les transferts de risques, les enjeux de gouvernance (Azar *et al.*, 2017) et l'efficacité de l'intermédiation.

La résilience du système financier exige d'avoir non seulement une vue globale et intégrée, mais aussi spécifique des risques de marché

Les réformes structurelles et macroprudentielles ont renforcé la résilience du système bancaire et des infrastruc-

(1) La référence souligne notamment le biais en faveur de la dette lié à la déductibilité fiscale des coupons obligataires.

(2) Sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI) et du Comité de Bâle.

(3) Le 24 octobre 2017, la Commission européenne, suite à diverses initiatives nationales et européennes, a retiré un projet de séparation des activités bancaires (rapport Liikanen). Le Glass Steagall de 1930, qui instaurait une séparation stricte aux États-Unis, a été abrogé en 1999.

(4) L'ambition initiale est de couvrir un vaste champ d'activités (cast the net wide), puis de se centrer sur les plus risquées.

(5) Pour une discussion sur la nature systémique des entités non bancaires, voir FSB (2015a) ; FSB (2015b) et FSB (2017).

(6) « Autres institutions financières » (S.12) constitue une catégorie résiduelle après l'exclusion des institutions financières monétaires (S. 121 et S.122), des sociétés d'assurance et des fonds de pension (S.128 et S.129). Abstraction faite des « Auxiliaires financiers » et des « Institutions financières captives » (S.126 et S.127), les entités du shadow banking comprennent les fonds d'investissement monétaires (S.123), non monétaires (S.124) et certains « Autres intermédiaires financiers » (S.125) (dealers, véhicules de titrisation, sociétés financières de prêt/spécialisées (leasing, etc.)). D'autres entités, les CCP par exemple, sont toutefois exclues du champ considéré.

(7) Goksu E. B. et Heath R. M. (2017) proposent une revue des data gaps et des pistes pour les combler (en Europe, voir Grillet-Aubert L., Haquin J.-B., Jackson C. et Weistroffer C. (2016) ; AGRISTI A.M. & BRENCE R. (2017)).

(8) Compris entre 70 et 90 % dans la plupart des pays développés sous revue, selon Boutillier *et al.* (2007).

tures de (post-)marché (notamment les CCP⁽⁹⁾). Le renforcement des exigences prudentielles a eu des effets sensibles sur l'octroi par les banques de crédits, favorisant donc l'intermédiation de marché. En parallèle, les régimes des prestataires de services d'investissement ont évolué en Europe par le biais de différentes réglementations⁽¹⁰⁾ précisant les modalités de gestion des risques au regard des spécificités des activités concernées. Enfin, l'introduction d'outils contra-cycliques vise à limiter l'occurrence ou les effets des bulles spéculatives de crédit. Pour tenir compte de ces évolutions sectorielles, un cadre global d'évaluation du risque systémique moins centré sur le crédit bancaire apparaît nécessaire (Adrian, 2018 ; D'Hoir et Ophèle, 2018).

Il importe, en particulier, de mesurer de manière adéquate la liquidité et le levier des intermédiaires de marché, et les risques afférents ; or, les indicateurs bancaires ne sont pas directement transposables. La liquidité de marché mesure des coûts instantanés (fourchettes de cotation), les quantités offertes (profondeur) et les impacts des transactions sur les prix d'actifs. Mais des indicateurs synthétiques agrégeant ces multiples dimensions et permettant des comparaisons intersectorielles restent à construire (Idier *et al.*, 2009⁽¹¹⁾). Concernant le levier d'endettement, l'évaluation des expositions hors bilan ou liées à l'usage de financements sécurisés et dérivés – des expositions « synthétiques » typiques des fonds d'investissement – est en cours⁽¹²⁾. L'usage macro-prudentiel d'un indicateur de levier des fonds d'investissement resterait à examiner sur ces bases⁽¹³⁾.

L'analyse par entité et activité doit, pour sa part, s'enrichir de l'examen de réseaux complets. FSB (2018) évalue les expositions sectorielles bilatérales des banques et des non-banques. Les banques sont en général exposées aux OFI à moins de 10 % de leur passif, et à moins de 5 % de leur actif. L'exposition des OFI vis-à-vis des banques est plus importante (le plus souvent de 10 à 20 %, à l'actif comme au passif). Au-delà, il est nécessaire de considérer la spécificité des réseaux des fonds d'investissement (Benhami *et al.*, 2018). Les analyses se heurtent en général à trois écueils : 1) la qualité ou granularité des données (par exemple, sur le passif des fonds d'investissement) ; 2) la modélisation des chocs de liquidité au-delà de la seule solvabilité (cascades de défauts d'Eisenberg, Noe (2001), Acemoglu *et al.* (2013), etc.), et 3) la prise en compte des expositions transfrontières⁽¹⁴⁾ et celles liées aux dérivés et financements sécurisés (levier, *hedging*).

Une évaluation globale des risques macroprudentiels doit tenir compte des spécificités des activités de marché. Elle pourrait, par exemple, explorer l'intérêt de la réalisation de macrostress tests fondés sur l'analyse fine des interconnexions et des vulnérabilités (HCSF, 2018 ; Grillet-Aubert, 2018). Le recours à des instruments permettant de gérer *ex ante*, voire de façon contra-cyclique, les risques de liquidité et de levier des marchés et fonds d'investissement reste cependant une perspective de long terme. Les politiques macroprudentielles se fondent donc, à court terme, plutôt sur un usage flexible d'outils structurels *ex post* (coupe-circuits sur les marchés, outils permettant aux gérants de limiter les rachats de parts de fonds⁽¹⁵⁾, etc.).

Conclusion

Les financements de marché se développent, en particulier celui de la dette d'entreprises non financières. S'ils sont en partie substituables au crédit bancaire, ils leur sont surtout complémentaires et s'adressent avant tout aux grandes entreprises. De surcroît, l'octroi de crédit par des intermédiaires non bancaires et les évolutions de l'intermédiation financière rendent floue la distinction traditionnelle entre banques et marchés. Dans ce contexte, juger de l'optimalité – notamment en termes d'efficacité, de gestion des risques, d'alignement d'intérêts, de gouvernance – du mode de financement de l'économie requiert d'abord de mieux comprendre qui finance qui, puis de caractériser précisément les maillons des chaînes d'intermédiation. Assurer la résilience du système requiert alors de développer des outils sectoriels adaptés à la nature des risques (émergents), tout en développant une vision d'ensemble de la capacité du système financier, et des secteurs qui le composent à porter et à allouer les risques, y compris systémiques.

Bibliographie

ABAD J., D'ERRICO M., KILLEEN N., LUZ V., PELTONEN T., PORTES R. & URBANO T. (2017), "Mapping the interconnectedness between EU banks and shadow banking Entities", NBER Working Paper 23280.

ACEMOGLU D., OZDAGLAR A. & TAHBAZ-SALEHI A. (2013), "Systemic risk and stability in financial networks", NBER Working Paper 18727.

ADRIAN T. (2018), "Shadow banking and market-based finance", in *Shadow banking: Financial intermediation beyond banks*, SUERF-The European Money and Finance Forum, 2018/1 ed., by JOKIVUOLLE E.

(9) Bignon V. et Vuillemeys G. (2017) examinent un cas de faillite de CCP. Selon Farhi E. et Tirole J. (2017), "prudential supervision of banking goes hand in hand with (...) incentivized migration to CCPs (...)".

(10) Citons, en particulier, les directives MIFID II sur les marchés d'instruments financiers et AIFM sur la gestion alternative, les règlements EMIR sur les produits dérivés et la compensation centrale, SFTR sur les opérations sur titres ou CSDR sur les dépositaires centraux.

(11) L'identification par EBA (2013) de catégories d'actifs liquides illustre les difficultés d'une analyse à travers les classes d'actifs.

(12) Pozsar Z. (2014) souligne : "(...) developments should be systematically captured in a new set of Flow of Collateral, Flow of Risk and Flow of Eurodollar satellite accounts to supplement the Financial Accounts".

(13) Mandaté par le Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board – FSB) (2017), l'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) est en train de procéder à un examen de cette question. En Europe, l'ESRB (European Systemic Risk Board) (2018) a mandaté l'ESMA – l'Autorité européenne des marchés financiers – pour mettre en œuvre les dispositions de l'article 25 de l'AIFMD, qui prévoit la possibilité pour les autorités de limiter le levier que représentent les fonds alternatifs.

(14) Abad J., D'Errico M., Killeen N., Luz V., Peltonen T., Portes R. et Urbano T. (2017) montrent cependant l'importance de ces expositions : "EU banks have significant exposures to shadow banking entities globally and, in particular, to entities domiciled in the US, which represent approximately 27% of the total exposures".

(15) Voir les recommandations récemment formulées par l'IOSCO (2018a, b) et l'ESRB (2018).

- AGRESTI A. M. & BRENCE R. (2017), "Statistical work on shadow banking: development of new datasets and indicators for shadow banking", presented at BIS IFC conference on Data needs and Statistics compilation for macro-prudential analysis, 11 december 2017.
- BENHAMI K., LE MOIGN C., SALAKHOVA D. & VINEL A. (2018), « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actif français et le reste du système financier français » ; Haut Conseil de la stabilité financière, juin.
- BIGNON V. & VUILLEMEY G. (2017), "The failure of a clearinghouse: Empirical evidence", Banque de France, Working paper 638.
- BIS BCBS (2017), "Identification and management of step-in risk", Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, October.
- BORIO C., DREHMAN M. & TSATSARONIS K. (2012), "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", Bank for International Settlements Working Paper 380.
- BOUTILLIER M., LÉVY N. & OHEIX V. (2007), "Financial intermediation in developed countries-Heterogeneity, lengthening and risk transfer", Working Paper EcoX 22.
- BOUVERET A. (2017), "Liquidity stress tests for investment funds: A practical guide", International Monetary Fund Working Paper 17 226.
- BREUER P. (2000), "Measuring off-balance sheet leverage", International Monetary Fund Working Paper 00-202.
- CETORELLI N. (2014), "Hybrid intermediaries", FRBNY Staff Research 705, in CETORELLI N., McANDREWS J. & TRAINA J. (2014), *Evolution in bank complexity*, Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, December.
- CHERNOBAI A., OZDAGLIZ A. K. & WANG J. (2016), "Business complexity and risk management evidence from operational risk events in US bank holding companies", Working Paper.
- CLAESSENS S. & RATNOVSKI L. (2014), "What is shadow banking?", International Monetary Fund Working Paper 1425.
- CNIS (2010), "Rapport sur les statistiques sur les groupes financiers".
- CRISÓSTOMO R. & PERALTA G. (2017), "Financial contagion with spillover effects: A multiplex network approach", ESRB Working Paper 32.
- DAVANNE O. (1998), « Instabilité du système financier international », rapport du Conseil d'analyse économique.
- DE MOOIJ M., KEEN M. & ORIHARA M. (2013), "Taxation, bank leverage, and financial crises", IMF Working Paper 13, 48.
- D'HOIR J. & OPHÈLE R. (2018), « Comment dépasser le concept de *shadow banking* ? », *Revue de la Stabilité financière*, Banque de France, avril.
- EBA (2013), "Report on appropriate uniform definitions of extremely high quality liquid assets (extremely HQLA) and high quality liquid assets (HQLA) and on operational requirements for liquid assets under Article 509(3) and (5) CRR", December.
- EBA (2015), "Guidelines on limits on exposures to shadow banking", December.
- EISENBERG L. & NOE Th. (2001), "Systemic risk in financial systems", *Management Science* 47-2.
- ESRB (2018), "Recommendation on leverage and liquidity in investment funds", February.
- FARHI E. & TIROLE J. (2017), "Shadow Banking and the Four Pillars of Traditional Financial Intermediation", NBER WP 23930.
- FLOOD M. D., KENETT D. Y., LUMSDAINE R. L. & SIMON J. (2017), "Complexity of Bank Holding Companies", OFR Working Paper 2017-03.
- FMI (2014), *Global Financial Stability Review*, Chapter 2, table 2.1, April.
- FMI (2016), "Tax Policy, Leverage and Macroeconomic Stability", October.
- FSB (2015a), "Assessment methodologies for identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions (NBNI G-SIFIs)".
- FSB (2015b), "Next Steps on the NBNI G-SIFI Assessment Methodologies".
- FSB (2017), "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", January.
- FSB (2018), "Global shadow banking monitoring report 2017", March.
- GOKSU E. B. & HEATH R. M. (2017), "Financial Stability Analysis: What are the Data Needs", IMF Working Paper 17153, July.
- GOODHART (2008), "The boundary problem in financial regulation", *National Institute Economic Review* 206, October.
- GRILLET-AUBERT L., HAQUIN J.-B., JACKSON C. & WEISTROFFER C. (2016), "Assessing shadow banking in the EU", ESRB Occasional Paper 10, July.
- IDIER J., JARDET C. & LE FOL G. (2009), "How Liquid are Markets; An Application to Stock Markets", *Bankers, Markets and Investors* 103, November-December.
- IOSCO (2018a), "Recommendations for liquidity risk management for Collective Investment Schemes", February.
- IOSCO (2018b), "Open-ended fund liquidity and risk management – Good practices and issues for consideration", February.
- LANGEDIJK S., NICODEME G., PAGANO A. & ROSSI A. (2015), "The corporate debt bias and the cost of banking crises", CEPR Discussion Paper 10616, July.

STANLEY M. & WYMAN O. (2010), "The Outlook for Global Wholesale and Investment Banking", March.

POZSAR T. (2014), "Shadow Banking: The Money View", OFR Working Paper 2014-04, July.

ROE M. & TROEGE M. (2017), "Containing systemic risk by taxing banks properly", ECGI Law WP317/2016, November.

The Economist (2015), "The great distortion – Tax-free debt", May 16.

TURNER A. (2014), "Escaping debt addiction", Presentation at Goethe Universität, Center for Financial Studies, Frankfurt-am-Main, 10 February.

ZUCMAN G. (2013), "The missing wealth of nations: Are Europe and the U.S. net debtors or net creditors?", *Quarterly Journal of Economics* 128-3, August.