

Demande-à-un-banquier :

Le système bancaire parallèle : des banques comme les autres... ou presque.

Par Matt Levine¹

Quelques mots du traducteur :

Ce texte écrit par un ancien banquier est un des rares textes qui explique avec clarté le fonctionnement du « shadow banking », cet ensemble d'institutions non bancaires qui ont pris une part de plus en plus importante dans le financement de nombreuses économies au cours des trente dernières années. Il permet de bien voir l'origine de ces activités de financement et en quoi celui-ci se différencie du secteur bancaire traditionnel.

Question : Pouvez-vous expliquer ce que sont les "repo tripartites" et les "billets de trésorerie" (« commercial papers ») et pourquoi ils sont si importants ?

Réponse Commençons par répondre à la seconde partie de la question : "pourquoi sont-ils importants ?", car il y a des chances que personne ou presque ne s'intéresse aux « repos tripartites » alors que derrière ces termes abscons se cachent des questions fascinantes... Les repo et les billets de trésorerie sont en effet des rouages essentiels du système bancaire parallèle (*shadow banking*). Ce système joue en fait un rôle similaire à celui des banques, ou presque... ce qui n'est pas peu dire. Pour le voir, commençons par un petit détour en rappelant quel est le rôle des banques.

Les banques reçoivent vos « économies », les prêtent à quelqu'un et vous les rendent quand vous le voulez... Mais pourquoi mettre mon argent à la Société Générale pour que mon voisin l'emprunte, alors que je pourrais simplement le lui prêter directement ? Trois raisons sont

¹ Texte original : <http://www.npr.org/blogs/money/2013/03/04/173479432/ask-a-banker-shadow-banking-is-like-banking-only-shadier>.

généralement avancées² :

1. *L'intermédiation bancaire*. Les banques décident de qui a droit à un prêt. Difficile pour moi de savoir si mon voisin me remboursera l'argent que je lui ai prêté. La banque, elle, a le « savoir-faire » pour évaluer ce genre de chose (en tout cas, espérons-le !)

2. *La diversification*. Même si mon voisin s'avère être quelqu'un de « confiance », il peut arriver qu'il ne puisse pas rembourser. Imaginons qu'il soit renversé par un bus (c'est malheureux pour lui, mais là n'est pas la question...) Les banques collectent l'argent d'un grand nombre de déposants et le donnent à un grand nombre d'emprunteurs, donc si un des emprunteurs fait défaut, aucun des épargnants ne sera trop durement touché.

3. *La transformation de l'« échéance »*. Mon voisin veut rembourser son hypothèque sur 30 ans ; je veux pouvoir récupérer mon épargne n'importe quand. Les banques résolvent ce dilemme grâce à une seconde sorte de diversification : elles s'appuient sur le fait que même si tout le monde *peut* en principe récupérer son argent à n'importe quel moment, peu le font en même temps. Les banques n'ont donc pas besoin de conserver tout l'argent qui leur est confié en permanence. Ce « truc » fonctionne généralement assez bien, mais dès que les gens cherchent à récupérer leur argent plus rapidement que la banque ne peut le leur fournir, elle va avoir un problème. C'est ce qu'on appelle une « ruée au guichet » et ça a des conséquences redoutables – tellement que le système bancaire moderne est en grande partie structuré pour s'en prémunir.

Voilà grosso modo les raisons avancées dans les manuels pour expliquer pourquoi les gens déposent leur épargne dans une banque plutôt que de la prêter à quelqu'un d'autre. Mais, dans le monde réel, il y a aussi de bonnes raisons de *ne pas* mettre votre argent dans une banque. Par exemple, les banques ne font pas toujours si bien leur boulot. Vous vous en êtes peut-être rendu compte... Confiriez-vous tout votre argent à une banque chypriote ?

En fait, pour monsieur tout le monde la vraie raison pour laquelle vous déposez votre argent sans trop vous en soucier s'appelle la garantie des dépôts : si une banque fait faillite avec toutes vos économies, l'Etat se charge de vous les rembourser. L'Etat fait payer les banques pour ce service et par ailleurs s'assure par des lois que les banques vont rester sages ou au moins qu'elles ne vont pas prendre trop de risques avec votre argent.

Aux Etats-Unis, la «garantie de dépôts» s'élève à [250 000\\$](#) (NdT : En France, la garantie s'élève à [100 000 euros](#)). C'est largement suffisant pour la plupart d'entre nous. Mais si vous êtes, disons,

² On peut trouver une explication amusante et pointue du rôle des banques, [dans cet excellent post de Interfluidity](#). Il y a aussi [ceci](#), plus classique mais aussi bon.

une grande entreprise avec un important besoin de trésorerie notamment pour payer vos employés, vous aurez généralement besoin de plus que 250 000 dollars disponibles en permanence. Vous pouvez toujours mettre cela dans un dépôt sans être assuré, mais ça peut s'avérer plutôt risqué.

Et puis il y a la question de l'intérêt... Il existe différents placements à court terme qui proposent différents taux d'intérêt. Si vous avez beaucoup de liquidités à placer, vous allez chercher un endroit où le rendement est plus élevé que dans votre petite banque de quartier.

Les investisseurs qui cherchent des rendements ou des garanties que les banques ne peuvent promettre se tournent vers le système bancaire parallèle : des institutions qui proposent les mêmes fonctions d'intermédiation, de diversification et de transformation de l'échéance mais sans être considérées comme des banques. Et donc sans être réglementées comme elles.

Imaginons que vous soyez comptable dans une entreprise et que vous ayez en permanence besoin de disposer de 50 millions pour payer les factures. C'est ce qu'on appelle la trésorerie des entreprises. Vous pouvez conserver cet argent en espèces – des liasses de 5 millions de billets de 10 dollars dans le coffre fort – mais personne ne fait cela pour d'évidentes raisons pratiques.

Une autre possibilité est de laisser cet argent en dépôt dans votre banque, mais il y a alors le risque que votre banque fasse faillite. Sans compter que le rendement est 0,00%... Bref, ce n'est pas très engageant.

Mais que diriez-vous si quelqu'un – un *hedge fund* ou une banque d'investissement – vous proposait de vous emprunter les 50 millions en vous laissant la possibilité de les récupérer avec un seul jour de préavis ? Mouais... C'est le même genre de proposition que votre banque vous fait, à ceci près que prêter à un *hedge funds* ou à une banque d'investissement est plus risqué.

A moins que l'emprunteur vous offre une contrepartie ! Et vous recevrez un intérêt ! Là, ça devient plus tentant car c'est à la fois plus sûr et plus lucratif que de déposer votre argent dans une banque. Voici donc ce que propose l'emprunteur :

1. Aujourd'hui, vous me donnez 50 millions et en échange je vous fournis des titres très sûrs d'une valeur de, disons, 55 millions.
2. Demain, vous me rendez mes titres, je vous rends vos 50 millions avec, en plus, un (petit) intérêt³.

³ Les taux de repo pour les collatéraux « standards » (general collateral ou GC repo rate) en vigueur sont autour de 0,2 - 0,25% par an. Donc, dans l'exemple donné dans ce texte, je vous rembourse 50,000,273.97\$ (50mm + [50mm x .002 x 1/365]). Ce qui vous fait 273.97\$ d'intérêt sur vos \$50 million! Mais vous pourrez recommencer demain :

Plus important encore, les recours en cas de problème pour récupérer les 50 millions :

1. Comme dans le premier cas, vous me donnez 50 millions et en échange je vous offre des actifs très sûrs d'une valeur de 55 millions.
2. Mais, le lendemain, je fais banqueroute ou je « fais le mort ».
3. Vous revendez mes titres pour, disons, 54 millions, et vous récupérez vos fonds avec un gain⁴.
4. Pas mal !

C'est ce qu'on appelle un "repo", raccourci pour "repurchase" qui signifie rachat, rétrocession. Mais mieux vaut le voir comme un prêt « garanti » – un prêt qui a pour contrepartie le transfert de titres (obligations, actions, etc.) – que comme une opération d'achat avec rétrocession.

Techniquement, pourtant, l'opération consiste en une vente d'actifs pour 50 millions, suivie d'une opération de rachat pour 50 millions plus les intérêts, donc le terme "rachat" se comprend.

Ces contreparties jouent le même rôle dans le système bancaire parallèle que la garantie de l'Etat dans le « vrai » système bancaire : il protège la personne qui cherche un placement pour ses liquidités. Même si l'assurance n'est pas aussi bonne que celle que procure l'Etat, car il est toujours possible que les titres servant de garantie perdent de leur valeur avant que vous n'ayez pu les vendre (votre prêteur se retrouve souvent ruiné justement au moment où les marchés dégringolent, les 55 millions pouvant alors rapidement se réduire à 45). Mais ça reste une bonne affaire, en particulier si, comme c'est souvent le cas, ce sont des Bons du Trésor qui vous sont proposés en contrepartie. Dans un sens, détenir des bons du trésor pour vos prêts est aussi sûr que la garantie de l'Etat⁵.

Dans tous les cas, les titres servant de garantie seront d'une valeur supérieure à ce que vous prêtez. La différence est appelée un « haircut », que l'on peut traduire par « décote » ou par

plus de 300 milliards de repo DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation, une des plus grandes entreprises dans le marché des « compensations » - clearing) GCF (General Collateral Finance) sont échangés chaque jour...

⁴ Et vous me rendez les 3,999,726.03 de dollars qu'il vous reste après avoir vendu les titres et récupéré votre cash avec les intérêts, en théorie. En pratique, nous nous attaquons en justice l'un l'autre jusqu'à la nuit des temps...

⁵ Dans un sens particulier qui affirme que le « risque de taux » est nul, mais cela n'a grande importance. Par ailleurs, cette idée que les collatéraux ont le même rôle dans le système monétaire parallèle que les fonds de garantie des dépôts dans le secteur bancaire traditionnel est basée sur les [travaux](#) de [Zoltan Pozsar](#), parmi d'autres.

« écrêtement », et c'est à cause d'elle que les opérations de repo semblent sûres. [La décote habituelle](#) va de 2% pour des bons du trésor à 15% pour des actions.

Les opérations de repo peuvent être bilatérales, ce sont alors des gens qui ont de l'argent – en grande partie des grandes banques de Wall Street – qui le prêtent *directement* à des gens qui ont des titres – d'autres banques et des hedge funds. Elles peuvent aussi être « tripartites », ce qui signifie qu'elles passent par un marché coordonné par deux banques - J. P. Morgan Chase et La Banque de New York Mellon, par exemple.

Sur ces marchés, beaucoup de ceux qui cherchent à placer leurs liquidités sont des *fonds du marché monétaire*⁶ (sur lesquels nous reviendrons dessus par la suite), alors que les emprunteurs sont principalement des banques de Wall Street ou des gros « hedge funds ». Ces opérations sont appelées tripartites car, entre le prêteur et l'emprunteur, JPMorgan ou BoNY joue le rôle du « dépositaire », [ce qui veut dire](#) que c'est eux qui se chargent de récupérer ce qui est dû aux deux parties et qui enregistrent et conservent la trace de chaque opération.

Dans un certain sens, le marché des repo "tripartites" n'est qu'une immense succession de lignes d'écritures codées, inscrites dans des bases de données informatiques de la banque de New York ou de JP Morgan. La valeur des contrats en cours est d'environ [2 millier de milliards de dollars](#) (2 « trillions » de dollars). Sur les marchés financiers, c'est un peu le pain quotidien : pour les banques et les hedge funds, c'est une solution simple pour financer leurs investissements par des emprunts à court terme et pour les fonds du marché monétaire et tous ceux qui ont des capacités de financement, c'est un moyen commode de placer leur argent.

Il existe aussi, pour les fonds, des alternatives, comme les « billets de trésorerie » (*commercial papers*) qui sont la contrepartie à une opération très banale : un prêt à une entreprise pour une très courte période. Pour les entreprises, c'est un peu comme émettre une obligation à taux fixe, mais au lieu de faire courir l'emprunt sur 5 - 10 ans c'est, par exemple, sur une semaine.

Les firmes qui émettent des billets de trésorerie sont en grande majorité des banques et des institutions financières. Les « entreprises non financières » – les entreprises qui s'occupent d'autre chose que de dette et de crédit – comptent pour [moins de 20%](#) des plus de [1000 milliards](#) de billets de trésoreries émis actuellement.

Les billets de trésorerie ne sont donc rien d'autre que d'immenses banques de dépôts. La différence, c'est qu'au lieu de mettre 200 dollars dans une banque et de pouvoir les retirer

⁶Ndt : En anglais, Money Market Funds, ils se caractérisent par le fait qu'ils émettent des titres dont la valeur faciale est de 1 dollar, qu'elles s'engagent à rembourser au moins à cette valeur, à tout moment (équivalent français : les "fonds en euros"). Ce sont surtout ces deux conditions qui justifient le rapprochement avec des dépôts bancaires que fait l'auteur par la suite.

quand vous voulez, vous mettez 20 millions et vous ne pouvez les récupérer – avec des intérêts – qu'une semaine plus tard.

Pourquoi acheter des billets de trésorerie si vous faites moyennement confiance aux banques ? En réalité, vous ne le faites pas, mais les « fonds du marché monétaire » le font pour vous. Vous n'investissez probablement pas vos économies dans des repos tripartites ou des bons de trésorerie, pas plus que la plupart des trésoriers d'entreprise. Mais, comme eux, vous placez vos économies dans des fonds du marché monétaire. Si vous avez un compte assurance vie, dont une partie est disponible à tout moment, il y a des chances qu'en fait, elle soit investie dans des fonds du marché monétaire.

Les fonds du marché monétaire sont une des portes d'entrée du système bancaire parallèle. Ce sont des fonds mutuels – fonds réunissant l'argent de nombreuses personnes – qui sont investis à court terme dans des titres qui ont pratiquement les mêmes avantages que la monnaie. Certains fonds se limitent aux obligations d'Etat mais d'autres investissent dans les titres dont nous avons parlé, tels les bons de trésorerie, ou bien ils font des prêts avec contrepartie (repo). Ainsi, dans cet [inventaire du portefeuille d'un fonds du marché monétaire](#) on peut remarquer la prépondérance des opérations de type « Repurchase Agreements » (repo) et « Financial Company Commercial Paper » (bons de trésorerie).

Les fonds du marché monétaire sont des genres de comptes en banque, mais avec un rendement plus élevés et la garantie qu'offre la diversification : au lieu de mettre tout votre argent dans une banque qui peut faire faillite du jour au lendemain, vous le mettez dans un fond qui va acheter des bons de trésorerie de beaucoup d'entreprises ou leur prêter sous la forme de repo, qui ont peu de chance de toutes faire faillites en même temps.

Sur ce marché bancaire parallèle, les épargnants – les gens qui mettent leur argent dans des fonds du marché monétaire comme notre trésorier – prêtent en fait leur argent aux hedge funds et aux banques qui financent ainsi leur investissement de long terme (les prêts, les achats d'actions et d'obligations...). Les épargnants ont un accès rapide à leur épargne et n'ont pas à se préoccuper d'où il est effectivement placé. Les intermédiaires – les fonds du marché monétaire, les hedge funds, les banques, etc. – sont ceux qui prennent la décision d'investir. De leur côté, les emprunteurs – les entreprises, les ménages qui achètent des maisons - ont accès à des financements à long terme.

Bref, un ou deux étages ont été ajoutés à la fusée mais, le système bancaire parallèle fonctionne comme l'autre.

Une différence notable tout de même : le système bancaire est une bête qu'on calme grâce à tout un paquet de lois. Le système bancaire parallèle ne subit pas de telles contraintes. Les récentes propositions de durcir la réglementation des fonds du marché monétaire ont été

accueillies par des vagues de protestations. Et pourtant les opérations des fonds du marché monétaire sont déjà parmi les plus codifiées dans le système bancaire parallèle.

On comprend ainsi pourquoi les institutions qui en ont la possibilité placent leur argent dans ce système bancaire parallèle plutôt que dans le secteur bancaire traditionnel. Les possibilités offertes dans le premier sont beaucoup plus excitantes : des rendements plus élevés, une plus grande sécurité et, en règle générale, moins de contraintes légales que dans le « vrai » système bancaire. Seulement, quand les choses commencent à se gâter dans le système bancaire parallèle, vu qu'il n'existe pas de « fonds de garantie », ni aucune autre protection, cela a tendance à vite tourner au vinaigre... bien plus en tout cas que dans le secteur traditionnel.

Cela laisse entrevoir une limite à la réglementation bancaire. Si vous cherchez à la renforcer,

vous ne pouvez vous [contenter de vous demander « est-ce une bonne idée ? »](#), vous devez aussi ajouter « est-ce que cela ne va pas pousser plus de monde encore dans les bras du système bancaire parallèle et, si c'est le cas, est-ce que cela ne va pas rendre l'ensemble du système *plus*, et non moins, risqué ? » Si votre réponse à cette question est oui, peut-être conclurez-vous avec étonnement que vous préférez votre banque telle qu'elle est – aussi imparfaite soit-elle – à cet obscur système qui pourrait la remplacer !