



LES NOTES



Antoine de Cabanes

Doctorant en sciences politiques à l'Université catholique de Louvain



Frédéric Lemaire

Économiste



Dominique Plihon

Professeur émérite d'économie à l'université Paris Nord



Aurélie Trouvé

Économiste et députée LFI-NUPES

Après la faillite de la Silicon Valley Bank : un capitalisme financier sous perfusion

Les États prisonniers des marchés

Table des matières

Introduction	3
<hr/>	
1. Silicon Valley Bank et Credit Suisse : premières victimes de la hausse inconsidérée des taux d'intérêt et d'une régulation lacunaire	4
1.1. SVB : un modèle atypique emporté par la hausse des taux d'intérêt	4
1.2. Credit Suisse : le coup de grâce pour une banque malade	5
1.3. Les défaillances bancaires ne tombent pas du ciel	5
<hr/>	
2. Une réponse massive des autorités sous forme de fuite en avant	7
2.1. Des réponses d'ampleur qui préparent les conditions des prochaines crises	7
2.2. Les conséquences de cette crise commencent à peine à se faire sentir	10
<hr/>	
3. Les grandes leçons de la crise	14
3.1. Le marché ne peut pas s'auto-réguler : la réglementation est insuffisante	14
3.2. Le pouvoir des grandes banques s'accroît de crise en crise	15
3.3. La puissance publique peut réorienter l'argent vers les secteurs d'avenir	16
<hr/>	
Conclusion	18

Introduction

Une chute de 15 % du cours pour l'indice des banques européennes, plus de 16 % pour BNP Paribas, 20 % pour Deutsche Bank : en mars 2023, les grandes banques internationales ont essuyé une véritable tempête boursière, à la suite de l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB) et du Credit Suisse.

Ces deux banques ne sont que les premières victimes de la remontée des taux d'intérêt et mettent en lumière les fragilités du système bancaire (1).

Les banques centrales et les autorités font feu de tout bois pour empêcher la faillite de

mastodontes, qui mettrait en péril la stabilité financière mondiale, quitte à renforcer le risque d'une crise majeure à l'avenir. Si l'étincelle de la faillite de la SVB n'a pas déclenché d'incendie incontrôlable, les braises sont loin d'être éteintes (2).

Cette crise confirme une fois de plus l'impasse dans laquelle nous plonge le fonctionnement actuel des marchés financiers et invite à reprendre le contrôle de la sphère financière et à la transformer pour la mettre au service du bien commun (3).

1. Silicon Valley Bank et Credit Suisse : premières victimes de la hausse inconsidérée des taux d'intérêt et d'une régulation lacunaire

1. Les réglementations dites prudentielles sont les règles et ratios visant à imposer aux banques de détenir un certain niveau de fonds propres, c'est-à-dire de ressources, par rapport aux crédits qu'elles accordent. Ces règles visent à limiter le risque pris par les banques et à les rendre plus résistantes.
2. Quand une banque centrale fournit des liquidités, cela veut dire qu'elle offre à des conditions avantageuses soit du cash, soit des actifs facilement revendables. Cette offre se fait généralement sur le marché interbancaire sous forme de prêts de court terme mais, en situation de crise, les banques centrales ont tendance à étendre cette offre de liquidité à d'autres acteurs financiers et avec des maturités plus longues.
3. Parmi celles étant financées par du capital-risque (investissements dans les start-ups à fort potentiel par des prises de participation) et cotées en bourse.
4. Reuters, « New SVB CEO urges top venture capital clients to move deposits back », 15 mars 2023. En ligne : <https://www.reuters.com/business/finance/new-svb-ceo-urges-top-venture-capital-clients-move-deposits-back-2023-03-14/>
5. Quand les taux augmentent, la valeur des obligations déjà émises baisse, car les opérateurs de marché préfèrent acheter les obligations nouvellement émises (au taux plus élevé) et vendent donc les obligations plus anciennes (faisant baisser leur valeur de marché).
6. La plupart sont de gros déposants dont les sommes placées dans la banque dépassent le montant garanti de \$250 000.
7. Deux autres banques très exposées aux crypto-actifs (bulle qui a explosé en 2022, avec notamment la faillite de la place de marché de cryptomonnaie FTX en novembre) se sont également effondrées cette semaine-là : Silvergate Bank le 8 mars, et surtout Signature Bank (\$110 Mds d'actifs fin 2022, 29e banque étasunienne) fermée le 12 mars par les autorités de régulation, également suite à des retraits massifs.
8. Les tests de résistance, ou *stress tests*, sont des tests menés par les banques centrales qui consistent à simuler certains paramètres économiques et financiers pour en mesurer l'impact sur les banques, et donc leur capacité à surmonter ces événements.

À écouter certains commentateurs, SVB et Credit Suisse seraient de simples cas isolés : leur effondrement serait seulement dû aux errements de leurs gestionnaires. Il ne remettrait pas en cause la solidité du système financier dans son ensemble.

Il n'en est rien. Les deux banques présentaient certes des particularités et des faiblesses qui permettent de les considérer comme des « canards boiteux ». Mais leur chute précipitée n'est pas un coup de tonnerre dans un ciel serein. Elle témoigne des dangers qui planent sur le

secteur financier : tensions liées à la hausse des taux des banques centrales, relâchement des réglementations prudentielles¹ dans certaines régions, risque de contagion entre les différents acteurs...

Après une période de liquidités² abondantes, conséquence des politiques très accommodantes des banques centrales à la suite des crises financière et sanitaire, la question de la solidité des bilans bancaires se pose avec une acuité nouvelle.

1.1. SVB : un modèle atypique emporté par la hausse des taux d'intérêt

La Silicon Valley Bank est un établissement bancaire particulier : elle combine une dépendance majeure à un secteur économique soudainement privé de liquidités et un portefeuille composé en grande partie de bons du Trésor étasuniens à long terme, très exposés à la hausse des taux d'intérêt.

Le dégonflement, à l'hiver 2022-2023, de la bulle financière du secteur des technologies aux États-Unis a tari les levées de fonds de ces entreprises, jusque-là mirobolantes et décorréées de toute perspective réelle de rentabilité.

Confrontées dès lors à de forts besoins de trésorerie, **un grand nombre d'entreprises du secteur ont retiré les fonds** qu'elles avaient déposés auprès des banques. Or, la Silicon Valley Bank (212 milliards de dollars d'actifs, seizième banque étasunienne) est un établissement très exposé à ce secteur. Près de la moitié des start-ups étasuniennes de technologies et de biotechnologies³ étaient clientes de la SVB⁴. Cette dernière a donc fait face à des demandes de retraits particulièrement importants de la part de ses clients.

Pour accéder aux demandes de retraits, la SVB a alors dû vendre certains des actifs qu'elle détenait. Or, la SVB a fait une erreur de gestion en 2020-2021 en plaçant ses liquidités excédentaires en bons du trésor étasunien à long terme, dont la valeur a ensuite fortement baissé au fur et à mesure que la Fed relevait ses taux⁵, sans diversifier ses actifs, ni couvrir le risque de hausse des taux. Le 8 mars 2023, la SVB annonce avoir réalisé une perte de 1,8 milliard de dollars en vendant 21 milliards de titres financiers, principalement des bons du Trésor.

Les opérateurs de marché, aveugles jusqu'ici face au risque pourtant évident, questionnent alors la santé de l'établissement. L'agence de notation Moody's dégrade la note de la SVB le 8 mars : l'action SVB chute de 60 % le 9 mars. Les clients de la SVB⁶ paniquent et la banque fait face à 42 milliards de retraits, soit un quart du total des dépôts de la banque. **Le 10 mars, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), chargée de garantir les dépôts bancaires américains, annonce la fermeture de la banque et prend le contrôle de ses actifs pour rassurer les marchés.**

La chute de la SVB engendre un mécanisme de panique bancaire⁷ dans les banques régionales étasuniennes, soit des établissements de taille moyenne (en dessous de \$100 milliards d'actifs sous gestion). Elles n'étaient jusqu'ici soumises ni à des tests de résistance (*stress tests*⁸) ni à une surveillance renforcée de la Fed : il existe par conséquent un risque plus fort que leurs bilans soient douteux. Ces banques détiennent également de nombreux bons du Trésor, dont la valeur a sévèrement baissé.

Leurs dépôts ne sont pas garantis au-delà de \$250 000, ce qui a fait craindre des pertes et des licenciements massifs pour les entreprises déposantes. Ces banques ont fait l'objet de retraits en masse des dépôts par leurs clients, tandis que la dégringolade des cours de bourse frappait l'ensemble du secteur bancaire, quelle que soit la taille des établissements. Face aux retraits massifs de cash de leurs clients, ces banques doivent aussi vendre ces bons du Trésor et réaliser des pertes.

1.2. Credit Suisse : le coup de grâce pour une banque malade

À la suite de la chute de la SVB et de Signature Bank, spécialiste des cryptomonnaies, la chute des cours boursiers des banques s'intensifie des deux côtés de l'Atlantique.

En Europe, **elle touche tout particulièrement Credit Suisse**. Deuxième banque suisse avec 530 milliards de francs suisses d'actifs, Credit Suisse a accumulé les pertes ces dernières années, notamment à cause de son implication dans plusieurs scandales financiers⁹, témoignant de la gestion irresponsable des dirigeants de la sphère financière.

Victime à son tour de retraits massifs, Credit Suisse annonce le 14 mars des pertes de 7,4 milliards de francs suisses pour l'année 2022. Le 15 mars, l'action Credit Suisse dévise de 24,2 % et continue sa chute jusqu'au vendredi. Au cours de cette semaine, Credit Suisse a dû faire

face à 10 milliards de francs suisses par jour de retraits de dépôts par ses clients.

Samedi 18 mars, la Banque nationale suisse et l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Finma) annoncent qu'elles ont engagé des discussions avec UBS, la première banque suisse, afin que celle-ci rachète Credit Suisse et évite ainsi sa très probable faillite à la prochaine ouverture des marchés.

Le rachat est acté le dimanche soir : **UBS achète sa rivale pour 3 milliards de francs suisses**, avec des soutiens publics conséquents, créant ainsi un groupe bancaire gigantesque qui se place sur le podium européen. Les conditions de ce rachat hâtif et opaque ont donné lieu à l'ouverture d'une enquête par le parquet fédéral suisse sur d'éventuelles infractions au droit pénal¹⁰.

1.3. Les défaillances bancaires ne tombent pas du ciel

Les banques centrales, à commencer par la Fed aux États-Unis, ont une part de responsabilité non négligeable dans le déclenchement de la crise bancaire du mois dernier. Ces dernières ont en effet mis en œuvre, depuis 2022, de fortes hausses des taux d'intérêt pour « lutter contre l'inflation ». Ainsi, les taux directeurs de la Fed sont passés de 0 % à 5 % en un an. Le taux de « facilité de prêt marginal » de la BCE, qui rémunère les emprunts de court terme effectués auprès de la banque centrale, est passé de 0,25 % en juillet 2022 à 3,75 % en mars 2023.

Cette décision de durcir la politique monétaire en vue « d'endiguer l'inflation » est un choix contestable pour deux raisons. En premier lieu, les causes de l'inflation récente ne sont absolument pas monétaires, mais bien structurelles : crise de l'énergie, guerre en Ukraine, augmentation des prix par les entreprises pour maintenir, voire augmenter, leurs profits¹¹.

En second lieu, en entraînant inévitablement une forte baisse des cours des titres obligataires¹², **il était prévisible que la hausse des taux affecte le bilan de banques exposées à ces titres** : pourtant, avant de remonter leur taux, les banques centrales n'ont absolument pas mesuré la sensibilité des établissements.

Ainsi, **les autorités monétaires ont une fois de plus sous-estimé l'influence de la poli-**

tique monétaire sur la stabilité financière, sans avoir tiré les leçons de la crise de 2008 qui avait été en partie déclenchée par une hausse brutale des taux d'intérêt décidée par la Fed¹³.

Cette remontée est d'autant plus déstabilisatrice pour les marchés financiers qu'elle intervient **après une ère de taux très bas et une création massive de liquidités** par les banques centrales pour faire face aux crises financière et sanitaire. Cette abondance de liquidités non ciblées n'a pas bénéficié à l'économie réelle. Elle a au contraire nourri la spéculation boursière, la prise de risque des acteurs financiers et la création d'une bulle immobilière¹⁴, autant de facteurs de risques d'une crise financière.

Cette fragilisation des banques, combinée à l'insuffisance et l'affaiblissement de leur régulation, forme un cocktail explosif. Depuis les années 1980, la déréglementation financière et la libéralisation des mouvements de capitaux ont fait exploser le nombre de crises financières et leur coût pour la puissance publique.

Les autorités étasuniennes sont en particulier responsables d'avoir **allégé la réglementation bancaire**, notamment les règles mises en place suite à la crise financière de 2007-2009 par la loi Dodd-Frank. C'est ainsi qu'en 2018, l'administration Trump et le Congrès ont décidé

9. Chute du *hedge fund* Archegos, faillite de Greenshill Capital, affaire de corruption des « tuna bonds » au Mozambique, etc.
10. *L'Écho*, « La justice enquête sur la fusion entre UBS et Credit Suisse », 2 avril 2023. En ligne : <https://www.lecho.be/economie-politique/international/general/la-justice-enquete-sur-la-fusion-entre-ubs-et-credit-suisse/10458149.html>
11. Éric Berr, Sylvain Billot, Jonathan Marie, Raul Sampognaro, Aurélie Trouvé. *Inflation : la lutte des classes par les prix*. Institut La Boétie, 5 décembre 2022. En ligne : <https://institutlaboetie.fr/2022/12/05/inflation-la-lutte-des-classes-par-les-prix/>
12. Parmi les titres obligataires se trouvent les obligations souveraines, c'est-à-dire les titres de dette des États, dont les bons du Trésor étasunien.
13. Sur ce sujet, Jean-Marie Harribey, Esther Jeffers, Pierre Khalfa, Dominique Plihon, Nicolas Thirion, *Les banques centrales, apprentis sorciers à la manœuvre*, Éditions du Croquant, Les partis pris de la fondation Copernic, 2023.
14. *Alternatives Économiques*, « FTX, SVB, Credit Suisse : les crises financières se suivent mais ne se ressemblent pas, 20 mars 2023 ». En ligne : <https://www.alternatives-economiques.fr/robert-boyer/ftx-svb-credit-suisse-crises-financieres-se-suivent-ne-se-ressemblent/00106306>

de remonter, de 50 à 250 milliards de dollars, le seuil de bilan à partir duquel une banque est considérée comme *too big to fail*¹⁵ et est donc soumise à une surveillance renforcée et à des *stress tests*. Ce qui explique pourquoi la SVB, premier maillon dans la chaîne des défaillances bancaires, qui se situait en dessous de ce seuil de 250 milliards, a échappé à une véritable surveillance de la Fed et des autorités bancaires.

Il ne faudrait pas pour autant croire que l'Europe est à l'abri. Les niveaux de fonds propres exigés sont ajustés au risque porté

par chaque banque, risque calculé... par les banques elles-mêmes ! En se penchant sur le ratio fonds propre sur total d'actifs, chiffre plus facilement comparable, **les banques européennes ne peuvent absorber que 5 % de pertes en moyenne**, contre 6 % aux États-Unis¹⁶.

En résumé, la hausse rapide des taux fragilise les marchés et vient agir comme un révélateur des fragilités sous-jacentes : manque de régulation, bulles dans la tech et les crypto-monnaies, concentration des investissements dans des bons du Trésor à long terme, etc.

15. Ces banques, également dites « systémiques », font courir, par leur taille et leur importance au sein de la sphère financière, le risque d'un effondrement du système bancaire en cas de faillite.

16. Jézabel Coupey-Soubeyran, « Le discours ambiant qui oppose la régulation bancaire européenne à la dérégulation américaine n'est pas sérieux », in : *Le Monde*, 24 mars 2023.
En ligne : https://www.lemonde.fr/idees/article/2023/03/24/le-discours-ambiant-qui-oppose-la-regulation-bancaire-europeenne-a-la-deregulation-americaine-n-est-pas-serieux_6166831_3232.html

2. Une réponse massive des autorités sous forme de fuite en avant

Face à l'effondrement de SVB aux États-Unis comme de Credit Suisse en Europe, les réponses des autorités ont été rapides et massives. Si elles ont permis de contenir l'incendie à court terme, elles pourraient cependant préparer les crises financières à venir.

En effet, les garanties considérables apportées aux acteurs financiers favorisent les prises

de risques, alors que le coût des sauvetages finira par reposer sur la population dans son ensemble. Et la contradiction entre les politiques de hausse des taux des banques centrales et la stabilité financière demeure : dans un contexte de taux élevés, les difficultés vont se multiplier pour de nombreux acteurs (banques, assurances, *hedge funds*¹⁷...) et contribuer au ralentissement de l'économie.

2.1. Des réponses d'ampleur qui préparent les conditions des prochaines crises

Aux États-Unis, protéger les entreprises et annuler les pertes des banques

Aux États-Unis, la faillite de SVB a généré de très fortes inquiétudes, non pour les particuliers mais pour les entreprises déposantes, dont le lobbying a été intense pour obtenir un sauvetage.

En particulier, le secteur de la tech encourait des pertes massives avec la chute de la SVB : 90 % des \$89 milliards de dépôts qui étaient encore dans la SVB lors de sa fermeture administrative se situaient en effet au-dessus du seuil de garantie de \$250 000. Ces 80 milliards de pertes potentielles auraient principalement frappé des start-ups et entreprises de la Silicon Valley, faisant courir le risque d'un effondrement d'un segment clé de l'économie étasunienne.

Le 12 mars, le Trésor décide en réponse d'invoquer l'exception relative au risque systémique pour que le FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) **garantisse l'intégralité des dépôts bancaires** de SVB et Signature Bank, et non seulement jusqu'à 250 000 dollars, comme le prévoit la régulation ordinaire.

Par ailleurs, **la Fed met en place un mécanisme exceptionnel pour contenir le risque de pertes pour les banques** liées à la dépréciation de la valeur des obligations, engendrée par la hausse des taux.

Le 12 mars, la *Federal Reserve* annonce en effet la création d'une nouvelle facilité de liquidité, le *Bank Term Funding Program* (BTFFP), qui offre aux banques des prêts d'une durée allant jusqu'à un an, en échange d'un « collatéral », c'est-à-dire d'un actif déposé en garantie. La particularité de cette facilité réside dans la valorisation du collatéral : contrairement aux règles en vigueur aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, la Fed déterminera la valeur du collatéral

à partir de sa valeur d'achat (valeur faciale), et non de sa valeur actuelle sur le marché.

Concrètement, cette règle permet aux banques étasuniennes d'échanger leurs bons du Trésor contre du cash auprès de la Fed, selon leur valeur au moment de l'achat. Elles peuvent ainsi éviter de devoir vendre leurs bons du Trésor à perte pour lever du cash, puisque ces derniers ont perdu en valeur avec la remontée des taux depuis mars 2022.

Avec cette facilité, la Fed stabilise donc le secteur bancaire en l'empêchant de réaliser des pertes sur ses bons du Trésor, quitte à encourager la prise de risque du secteur bancaire et à ce que la banque centrale assume elle des pertes¹⁸.

Les montants publics engagés sont énormes : au cours des trois dernières semaines de mars, la Fed a prêté chaque semaine aux banques étasuniennes aux alentours de \$160 milliards¹⁹. Les montants prêtés par la Fed au secteur bancaire étasunien au cours de ces semaines sont proches de ceux que la banque centrale avait injectés dans le secteur bancaire étasunien à l'automne 2008, lors de la faillite de Lehman Brothers. Le rachat de la SVB par First Citizens vient acter la faillite la plus onéreuse de l'histoire pour le FDIC : 20 milliards de dollars²⁰.

La Fed et le Trésor ont également organisé une réponse privée, pour éviter la chute de la banque First Republic (quatorzième banque du pays, avec 212 milliards d'actifs), laquelle n'a échappé à l'effondrement le 16 mars que grâce à une injection de \$30 milliards de liquidités apportées par les onze plus grandes banques étasuniennes.

17. Les *hedge funds* sont des fonds d'investissement peu réglementés qui utilisent des produits financiers spéculatifs et des montages risqués pour dégager un rendement élevé.

18. En cas d'éventuelles pertes sur cette facilité, le Trésor étasunien a mis \$25 milliards à disposition de la Fed. C'est donc à un sauvetage sur fonds publics du secteur bancaire auquel on assiste.

19. Immédiatement après la faillite de SVB, ces sommes étaient davantage empruntées via la fenêtre d'escompte (*discount window*), qui est le canal normal d'accès aux liquidités d'urgence de la Fed. À noter que les conditions d'accès à cette facilité ont également été assouplies le 12 mars. Progressivement, l'usage de la fenêtre d'escompte décline en volume, au fur et à mesure que les banques utilisent davantage le BTFFP (aux conditions plus avantageuses en termes de traitement du collatéral, accepté à sa valeur faciale). Voir ING, « Rates Spark: Banking stresses ease, inflation stresses won't do so easily », 31 mars 2023. En ligne : <https://think.ing.com/articles/rates-spark-pce-inflation/>

20. Le FDIC a vendu la plus grande partie des actifs de SVB à la banque First Citizen le 27 mars (à l'exception des titres obligataires ayant perdu en valeur, et d'autres actifs risqués, d'où proviendront l'essentiel des pertes pour le FDIC). Avec ce rachat, First Citizen double presque le montant de ses actifs et devient la 16^e banque étasunienne.

Cette intervention n'a stabilisé la situation de la First Republic Bank que temporairement. Le 24 avril, la banque publie ses résultats trimestriels, qui indiquent des retraits de près de 100 milliards de dollars en mars. Dans la foulée de ces annonces, son cours en bourse dévise encore davantage : l'action de First

Republic Bank a baissé de 93 % sur les douze derniers mois. Structurellement fragilisée par ces retraits massifs de dépôts, et vulnérable du fait de son effondrement en bourse, la banque ne survivra vraisemblablement pas et sera probablement soit rachetée par un concurrent, soit fermée puis démantelée par la FDIC.

En Europe, éviter la crise bancaire systémique

Dans le cas de Credit Suisse, la Banque nationale suisse (BNS) a annoncé le 15 mars qu'elle mettait à disposition de l'établissement une ligne de crédit d'un montant allant jusqu'à 50 milliards de francs suisses, laquelle n'a pourtant pas permis d'éviter la chute de Credit Suisse.

Pour éviter une faillite retentissante et la contagion au reste du secteur financier et bancaire (suisse comme européen), le gouvernement suisse, l'Autorité fédérale suisse de surveillance des marchés (Finma) et la BNS ont organisé et, pour partie, négocié le rachat de Credit Suisse par UBS. En contrepartie, la BNS a mis à disposition d'UBS une ligne de crédit de 100 milliards de francs suisses sans demander de collatéral en contrepartie, allant encore plus loin que la réponse américaine.

Le gouvernement suisse garantit les éventuelles pertes liées au rachat de Credit Suisse

à hauteur de 9 milliards de francs, ce qui pourrait réserver de mauvaises surprises aux finances publiques. Avec le rachat, 26 000 à 35 000 employés, dont 11 000 en Suisse, sont menacés de licenciement dans les prochaines années²¹.

Enfin, le 19 mars, la Fed a annoncé le renforcement de ses « *swap lines* »²² avec les banques centrales des principales économies occidentales (Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne, Banque du Japon, BNS, Banque du Canada). Notamment utilisées pendant la crise financière de 2007-2009, mais aussi pendant la crise de la zone euro et celle du Covid, ces lignes de swap permettent aux banques centrales d'avoir accès à de la liquidité en dollar à faible coût et en quantité élevée auprès de la Fed, pour ensuite la fournir à leurs secteurs bancaires respectifs. Les opérations de swap, jusque-là hebdomadaires, deviennent quotidiennes.

Une réponse qui aggrave les maux structurels

La réponse des autorités de régulation à cette crise bancaire est, contrairement à la crise financière de 2007-2009, rapide et massive. De même que lors de la crise financière et de celle du Covid, elle repose principalement sur l'action des banques centrales²³.

Rapide, car les autorités de régulation sont intervenues dès les premières défaillances de banques et ont organisé leur liquidation, évitant ainsi des faillites et limitant donc la contagion.

Massive également par l'ampleur de l'entreprise de stabilisation : l'intervention de la Fed ne cible pas uniquement les établissements en difficulté mais vise à stabiliser l'ensemble du marché bancaire étasunien (avec le BTFP), ainsi qu'à sécuriser l'approvisionnement en liquidité en dollars de l'ensemble des systèmes bancaires du « Nord » (avec les *swap lines*).

Ces politiques de sauvetage des banques présentent néanmoins d'importantes limites et ont des effets contre-productifs. Si le renflouement systématique des banques par les autorités monétaires, par crainte d'une contagion systémique, enrayer à court terme la contagion, il prépare les prochaines crises bancaires. En effet, ces politiques sont porteuses d'un risque appelé aléa moral.

En effet, sachant qu'elles seront secourues, les banques systémiques, *too big too fail*, prendront à nouveau des risques excessifs dès la fin de la crise²⁴. Les mauvais parieurs des marchés savent qu'ils seront couverts et ne subiront pas de sanctions liées à leurs erreurs d'anticipation.

Cette crise marque le franchissement d'un cap supplémentaire. Dans le cas de Credit Suisse, les autorités de régulation ont dérogé aux règles des faillites bancaires et ont versé des sommes massives aux actionnaires, tandis que

21. Agefi, « Licenciement massif chez UBS et survie de la marque Credit Suisse dans la revue de presse dominicale », 2 avril 2023. En ligne : <https://agefi.com/actualites/entreprises/licenciement-massif-chez-ubs-et-survie-de-la-marque-credit-suisse-dans-la-revue-de-presse-dominicale>

22. Les lignes de swap (*swap lines*) sont des accords d'échange de devises entre banques centrales, afin que les banques de chaque pays puissent accéder à la devise de l'autre pays. Une banque centrale qui a une ligne de swap avec la Fed peut ainsi avoir accès de la liquidité en dollars et la transmettre à son secteur bancaire.

23. Peter Dietsch, François Claveau et Clément Fontan, *Les banques centrales servent-elles nos intérêts ?* Raisons d'agir, 2019.

24. Aneta Hryckiewicz, « What do we know about the impact of government interventions in the banking sector? An assessment of various bailout programs on bank behavior », *Journal of Banking & Finance*, vol. 46, 246-265, 2014

certaines créanciers de la banque perdaient beaucoup²⁵. Cette fois, les autorités américaines ont accordé une garantie illimitée des dépôts, jusque-là réservée aux banques *too big too fail*, à une banque moyenne. Le risque est donc effacé pour tous les établissements.

L'intervention publique se fait sans contrepartie, au seul profit de riches acteurs privés : les dix plus gros déposants de la SVB, dont les dépôts ont finalement été garantis en intégralité, détenaient un total de \$13,3 milliards.

La liquidation de SVB sera facturée aux banques étasuniennes (via le renflouement du FDIC), lesquelles s'empresseront de répercuter ce coût à leurs usagers. **D'une manière ou d'une autre, les contribuables et les usagers des banques paieront une lourde note au bout du compte.**

De même, avec le *Bank Term Funding Program* (BTFP), la Fed a effacé le risque de taux pour les banques et permet à celles-ci de lever de l'argent frais sans subir les pertes causées par la dévalorisation de leur bons du Trésor.

Le secteur bancaire étasunien est donc en quelque sorte protégé contre les conséquences négatives de la hausse des taux d'intérêt, aux frais du contribuable : en cas d'éventuelles pertes sur cette facilité, le Trésor étasunien a mis \$25 milliards à disposition de la Fed. Celle-ci réactive donc la planche à billet pour les investisseurs et banques qui bénéficient une fois de plus de leur caractère *too big to fail*. **Les riches pourront donc continuer à s'enrichir sur les marchés et les pauvres à s'enfoncer dans des difficultés économiques inextricables.**

Face à cette crise, les banques centrales sont prises dans une contradiction fondamentale entre lutte contre l'inflation et garantie de la stabilité financière.

D'un côté, elles cherchent, selon la théorie orthodoxe, à lutter contre l'inflation en relevant les taux d'intérêt. De l'autre, elles constatent que la hausse des taux fragilise les banques et menace la stabilité financière.

Pour le moment, les principales banques centrales ont décidé de continuer la hausse de leurs taux directeurs, sans doute pour envoyer un signal aux marchés de la capacité des banques à y résister, malgré le risque supplémentaire que cela génère.

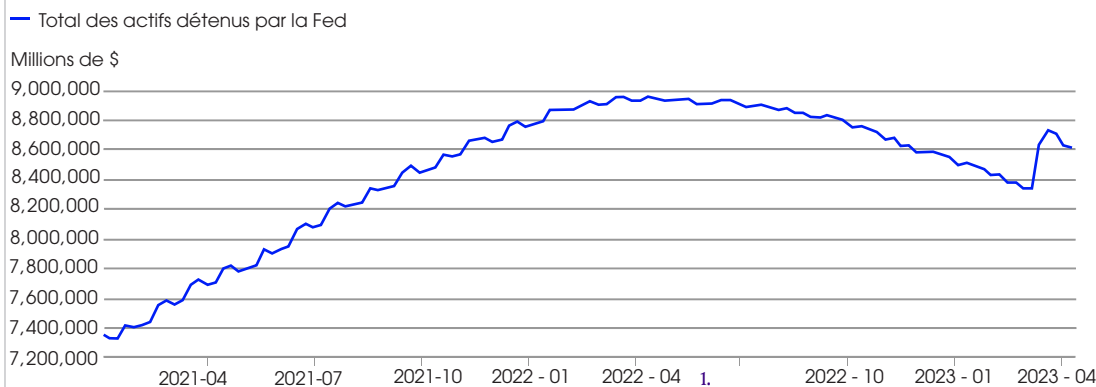
En effet, malgré le déclenchement de cette panique bancaire, la BCE a relevé son taux directeur de 0,5 point à 3 % le 16 mars, tandis que la Fed a relevé ses taux directeurs de 0,25 point à 5 % le 22 mars.

Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales tentent aussi de réduire la masse monétaire en circulation en réduisant leur bilan (*quantitative tightening*), mais le sauvetage des banques rompt la tendance. Dans le cas de la banque centrale étasunienne, son bilan a augmenté de \$360 milliards sous l'effet des prêts accordés au secteur bancaire. La BCE a cependant bien engagé la réduction de son bilan depuis le 1er mars 2023, à raison de 15 milliards d'euros par mois, et n'a pas dévié de cette ligne alors même que le *quantitative tightening* contribue à resserrer le crédit et amplifie les effets des hausses de taux²⁶.

25. Les porteurs d'obligations ATI de Credit Suisse (16 milliards de francs suisses) ont vu la valeur de leurs créances passer à zéro tandis que les actionnaires ont reçu trois milliards de francs suisses, alors que dans la hiérarchie des faillites, les actionnaires sont censés passer après les créanciers. Cette inversion de la hiérarchie montre que les règles bancaires censées être protectrices peuvent être altérées en situation d'urgence, selon les intérêts valorisés par les autorités de régulation (comme avec le seuil de \$250 000 du FDIC dans le cas SVB). Un groupe des créanciers obligataires de Credit Suisse a d'ores et déjà annoncé son intention de porter plainte.

26. Le *quantitative tightening* de la BCE concerne seulement son principal programme de rachat de titres (Asset Purchase Programme - APP lancé en 2015) tandis que dans le cadre de son programme « pandémie » de rachat de titres (Pandemic Emergency Purchase Programme), elle s'est contentée, depuis décembre 2022, de stabiliser le volume de titres détenus.

Graphique 1 : Évolution du total d'actifs détenus par la Fed



Source : Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bank of St. Louis.

27. *Les Échos*, « Hausses de taux : les banques centrales proches du pic, 11 avril 2023 ». En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/hausses-de-taux-les-banques-centrales-proches-du-pic-1933894>

28. *John Cochrane's blog*, « How many banks are in danger? » 14 mars 2023. En ligne : <https://johnhcochrane.blogspot.com/2023/03/how-many-banks-are-in-danger.html?spref=tw>

29. *Forexlive*, « "Held to maturity" bonds are about to be a big problem », 10 mars 2023. En ligne : <https://www.forexlive.com/news/held-to-maturity-bonds-are-about-to-be-a-big-problem-20230310/>

30. D'une part, l'augmentation des taux d'intérêt rend le crédit plus cher, et donc moins accessible. Cela conduit donc à limiter les transactions immobilières, donc à baisser les prix. D'autre part, les intérêts des crédits à taux variable augmentent, ce qui augmente le nombre d'emprunteurs ne pouvant plus faire face à leurs remboursements. La conjonction des deux conduit les prêteurs insolubles à ne pas pouvoir rembourser le crédit même en vendant le bien, car celui-ci a perdu en valeur du fait de la spirale baissière du marché. Le marché devient alors illiquide : les ventes forcées alimentent la spirale baissière, tandis que les créances douteuses se traduisent en pertes sur les bilans des établissements très exposés au secteur immobilier. Ce mécanisme a été au cœur de l'explosion de la bulle des subprimes, en 2006-7 aux États-Unis.

31. *Forbes*, « Why Commercial Real Estate Could Cause The Next Bank Failures », 30 mars 2023. En ligne : <https://www.forbes.com/sites/richardmcahey/2023/03/30/why-commercial-real-estate-could-cause-the-next-bank-failures/>

32. Banque centrale européenne, *The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations*, 2023. En ligne : https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202304_1~4a07638376.en.html

33. *Financial Times*, « The financial turmoil is not over », 2 Avril 2023. En ligne : <https://www.ft.com/content/8951f7fe-43af-49d9-8641-a0d79bbd5bda>

Les économistes sondés par Bloomberg estiment qu'à l'échelle mondiale, le pic de taux d'intérêts sera atteint cet été²⁷. **La prochaine remontée des taux de la Fed pourrait être la**

dernière, tandis que la BCE devrait continuer d'augmenter ses taux au vu de la dynamique de l'inflation sous-jacente, ce qui accroîtra les fragilités des banques européennes.

2.2. Les conséquences de cette crise commencent à peine à se faire sentir

Les difficultés des banques ne sont pas terminées

Si la situation s'est quelque peu apaisée et que les cours de bourse sont remontés, **les difficultés des banques vont mécaniquement s'aggraver en cas de nouvelles augmentations de taux des grandes banques centrales.**

Selon une étude de cinq chercheurs universitaires américains²⁸, « la valeur des actifs du système bancaire américain est inférieure de 2 000 milliards de dollars » à ce qui est affiché dans ses livres. Les grandes banques étasuniennes cumulent 300 milliards de dollars de pertes latentes sur les seules obligations, dont 116 milliards pour la seule Bank of America, soit 43 % de ses capitaux propres²⁹.

Pour l'instant, le BTFP empêche ces pertes de se réaliser, cependant il n'a été créé que pour une durée d'un an et n'est accessible qu'aux banques basées aux États-Unis.

Les répercussions sur l'économie de la hausse des taux directeurs par les banques centrales ne font que commencer. Le secteur

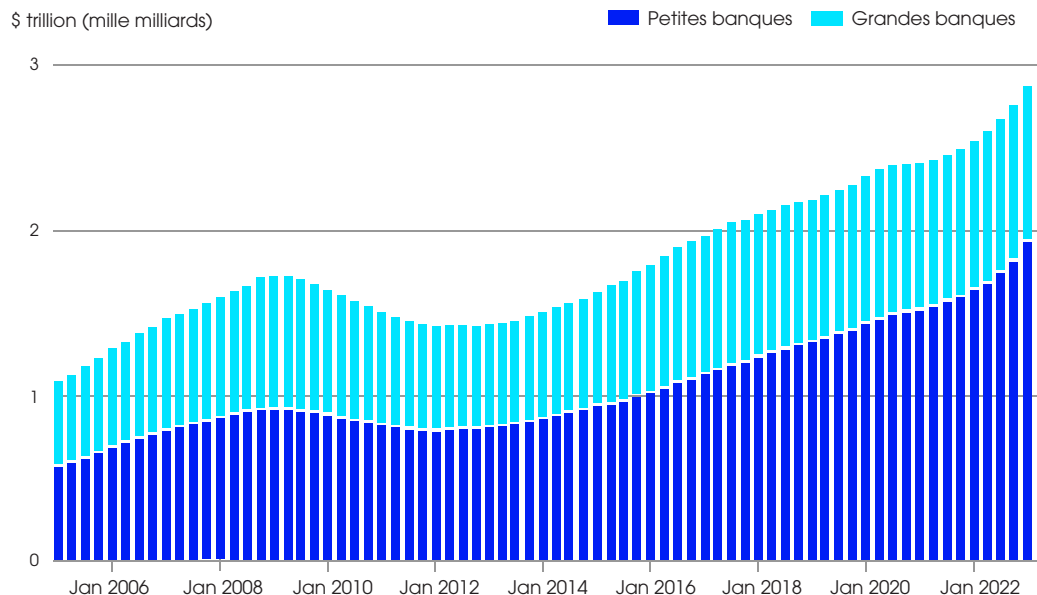
immobilier présente en particulier un risque potentiel pour les secteurs bancaires étasunien et européen, et plus particulièrement le secteur de l'immobilier commercial.

La hausse des taux d'intérêt pourrait en effet faire baisser fortement les prix de l'immobilier commercial³⁰, causant des pertes pour les acteurs bancaires très exposés à ce secteur.

Aux États-Unis, les banques de petite et moyenne taille concentrent une large part du marché des prêts finançant le secteur de l'immobilier commercial ; or ce sont ces établissements qui ont été les plus affectés par les retraits massifs de dépôts en mars, lesquels ont déjà fragilisé leurs bilans³¹.

Dans la zone euro, la BCE a alerté le 3 avril sur les risques d'illiquidité du secteur de l'immobilier commercial en cas de chute des prix³², alors que 1 400 milliards d'euros de dette d'immobilier commercial arrivent à échéance dans les prochaines années.

Graphique 2 : Exposition des banques américaines à l'immobilier commercial



Source : *Financial Times*³³

Échaudés par les défaillances en série, **les marchés guettent les faiblesses des banques les plus fragiles. Certaines sont des banques systémiques qui pourraient alors entraîner l'ensemble du système dans leur sillage.**

Deutsche Bank, première banque allemande avec 1 337 milliards d'actifs et cible récurrente des marchés en raison de ses scandales répétés, a ainsi accusé une forte chute de son cours de bourse entre le 22 et le 24 mars. La fragilité des banques commerciales, chroniquement sous-estimée, fait que les périodes de brusque

resserrement monétaire, après une période d'expansion, sont propices au déclenchement d'une crise financière d'ampleur.

Si les réponses massives des autorités ont circonscrit temporairement l'incendie, la sphère financière n'est pas purgée de ses déséquilibres, bien au contraire. **De nouvelles turbulences bancaires et financières pourraient survenir, en particulier si les taux d'intérêt continuent à progresser.**

La poudrière du shadow banking

Depuis la crise financière de 2007-2009, quelques améliorations, insuffisantes, ont été apportées. Les banques européennes ont légèrement amélioré leurs fondamentaux en matière de capitalisation, de solvabilité et de liquidité depuis quinze ans. Par ailleurs, le système bancaire mondial est plus fragmenté, avec moins d'exposition des banques les unes par rapport aux autres.

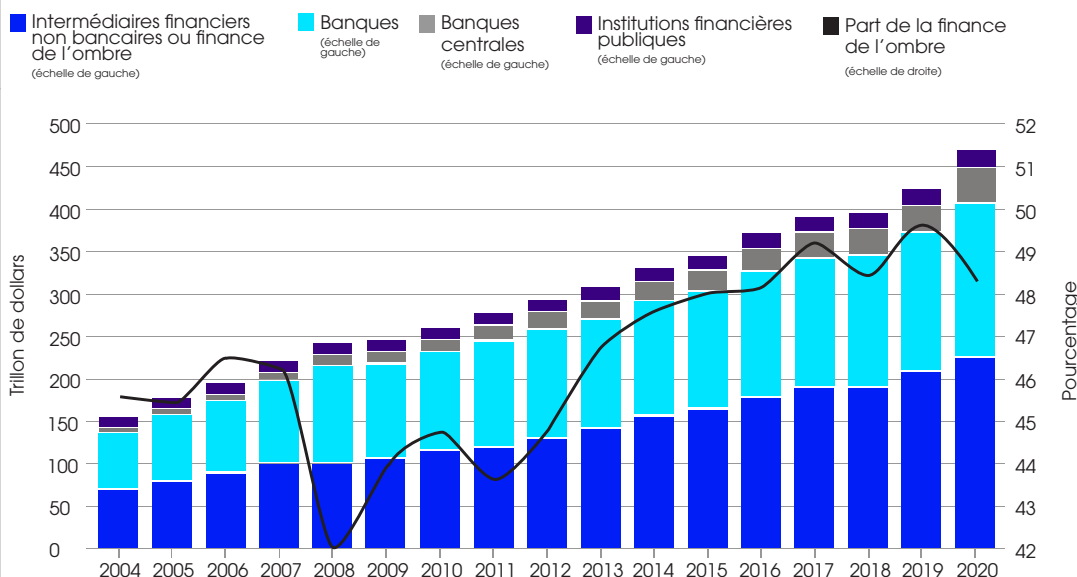
Pour autant, plusieurs facteurs de risque de crises financières se sont accumulés ces quinze dernières années. La timide régulation mise en place à la suite de la crise de 2007-2009 ne porte pour l'essentiel que sur le secteur bancaire : **le secteur financier non bancaire³⁴ (le « shadow banking » ou encore « finance de l'ombre ») échappe à la supervision et n'est pas encadré par des règles rigoureuses**

en matière de liquidité, de capitalisation et de solvabilité.

C'est cette partie du secteur financier qui s'est d'ailleurs massivement développée depuis 2008, comme en témoigne la croissance exponentielle des gestionnaires d'actifs BlackRock ou Vanguard. D'après le Conseil de stabilité financière, le shadow banking correspond à 49,2 % des actifs financiers à l'échelle mondiale en 2021 (contre 42 % en 2008)³⁵.

Par ailleurs, le *shadow banking* avait déjà joué un rôle majeur dans la crise financière de 2007-9 et contribué à la transformation d'un retournement du marché immobilier étasunien en une crise mondiale d'une ampleur inégalée depuis la Grande Récession des années 1930.

Graphique 3 : Actifs financiers par type de détenteur



Source : Financial Stability Board³⁶.

34. Le *shadow banking* ou intermédiaires financiers non bancaires désignent les activités et les sociétés qui financent l'économie sans être des banques, comme les fonds de pensions, les gestionnaires d'actifs, les compagnies d'assurances, etc. Voir Cornel Ban, Daniela Gabor, *The political economy of shadow banking*, *Review of International Political Economy*, 23:6, 901-914, 2016.

35. Financial Stability Board, *Non-Bank Financial Intermediation*, 2023. En ligne : <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/non-bank-financial-intermediation/>

36. Financial Stability Board (Conseil de stabilité financière), *op.cit.*

37. *Les Échos*, « Le FMI alerte sur les risques liés à la hausse des taux dans la finance non bancaire », 5 avril 2023. En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/le-fmi-alerte-sur-les-risques-lies-a-la-hausse-des-taux-dans-la-finance-non-bancaire-1926126>.

38. *Ibid.*

39. Banque centrale européenne, *The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations*, 2023. En ligne : https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202304_1~4a07638376.en.html

40. RTS, « Le rôle de la finance de l'ombre dans la débâcle de Credit Suisse », 31 mars 2023. En ligne : <https://www.rts.ch/info/economie/13907030-le-role-de-la-finance-de-lombre-dans-la-debacle-de-credit-suisse.html>

41. *Les Échos*, Les placements financiers des assureurs ont plongé de 438 milliards l'an dernier, 12 avril 2023. En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/les-placements-financiers-des-assureurs-ont-plonge-de-438-milliards-lan-dernier-1933983>

42. *Les Échos*, « SVB, Credit Suisse : l'onde de choc de la crise bancaire atteint les assureurs », 16 mars 2023. En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/svb-credit-suisse-londe-de-choc-de-la-crise-bancaire-atteint-les-assureurs-1916478>

43. *Les Échos*, « En Italie, la liquidité de l'assurance-vie donne des sueurs froides aux autorités », 30 mars 2023. En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/en-italie-la-liquidite-de-lassurance-vie-donne-des-sueurs-froides-aux-autorites-1920456>

44. *Les Échos*, « Charles Schwab, géant de Wall Street emporté par la crise bancaire », 29 mars 2023. En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/charles-schwab-geant-de-wall-street-emporte-par-la-crise-bancaire-1920272>

45. *Les Échos*, « SVB, Credit Suisse : malgré l'intervention des autorités, les marchés restent fébriles », 16 mars 2023. En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/svb-credit-suisse-malgre-lintervention-des-autorites-les-marches-restent-febriles-1916582>

46. Le taux réel est calculé à partir du taux dit nominal, celui auquel le Trésor emprunte, en retranchant le taux d'inflation.

Comme le secteur bancaire, la « finance de l'ombre » détient de grandes quantités de titres obligataires. Elle est donc vulnérable, au même titre que l'étaient les banques début mars, à commencer par les fonds spéculatifs de type *hedge funds*.

Dans un rapport publié le 4 avril, le Fonds monétaire international (FMI) alerte sur l'exposition de la « finance de l'ombre » à la chute de la valeur des titres obligataires, et sur le risque systémique qu'une déstabilisation de ce secteur ferait peser à l'échelle mondiale³⁷.

Selon la Banque de France, en septembre 2022, les banques françaises étaient exposées au secteur de la « finance de l'ombre » à hauteur de 400 milliards d'euros, soit une hausse d'un tiers en trois ans seulement³⁸. La BCE alerte également sur la menace pour la stabilité financière que représentent les fonds immobiliers³⁹. Les *hedge funds* ont d'ailleurs contribué à la chute de Credit Suisse en vendant massivement les titres qu'ils détenaient de cette banque, alimentant la panique bancaire chez les clients⁴⁰.

Les acteurs financiers non bancaires ont commencé à faire les frais de la hausse des taux. La valeur des encours des assureurs a

ainsi chuté de 438 milliards d'euros en 2022, soit 18,4 % du total, dont 235 milliards d'euros pour les seules obligations d'État⁴¹. Sous l'effet de la hausse des taux, les capitaux propres d'AXA ont fondu de 36 % en 2022, ce qui augmente le risque d'insolvabilité⁴².

L'assurance-vie est particulièrement affectée par la hausse des taux car les clients peuvent anticiper le déblocage de leur pécule pour trouver des placements mieux rémunérés. En Italie, la compagnie d'assurance-vie Eurovita, en crise de solvabilité, a été placée sous tutelle publique. Pour l'agence de notation Fitch, ce cas met en évidence « les risques qu'une hausse rapide des taux d'intérêt peut faire peser sur les assureurs-vie les plus faibles »⁴³.

Le grand courtier étasunien Charles Schwab, qui possède 7 000 milliards de dollars d'actifs, a lui aussi été mis en difficulté. Son cours de bourse a perdu 30 % en mars⁴⁴, alors que sa filiale bancaire est la dixième banque la plus importante du pays. Son cas illustre le mélange des genres en vogue dans la sphère financière.

En résumé, la hausse brutale des taux fragilise donc l'ensemble de la sphère financière dont les différents types d'acteurs sont de plus en plus interdépendants.

Vers un ralentissement économique ?

Même sans faillite supplémentaire d'établissements financiers, les errements de la sphère financière vont une nouvelle fois avoir des conséquences très concrètes sur l'économie réelle.

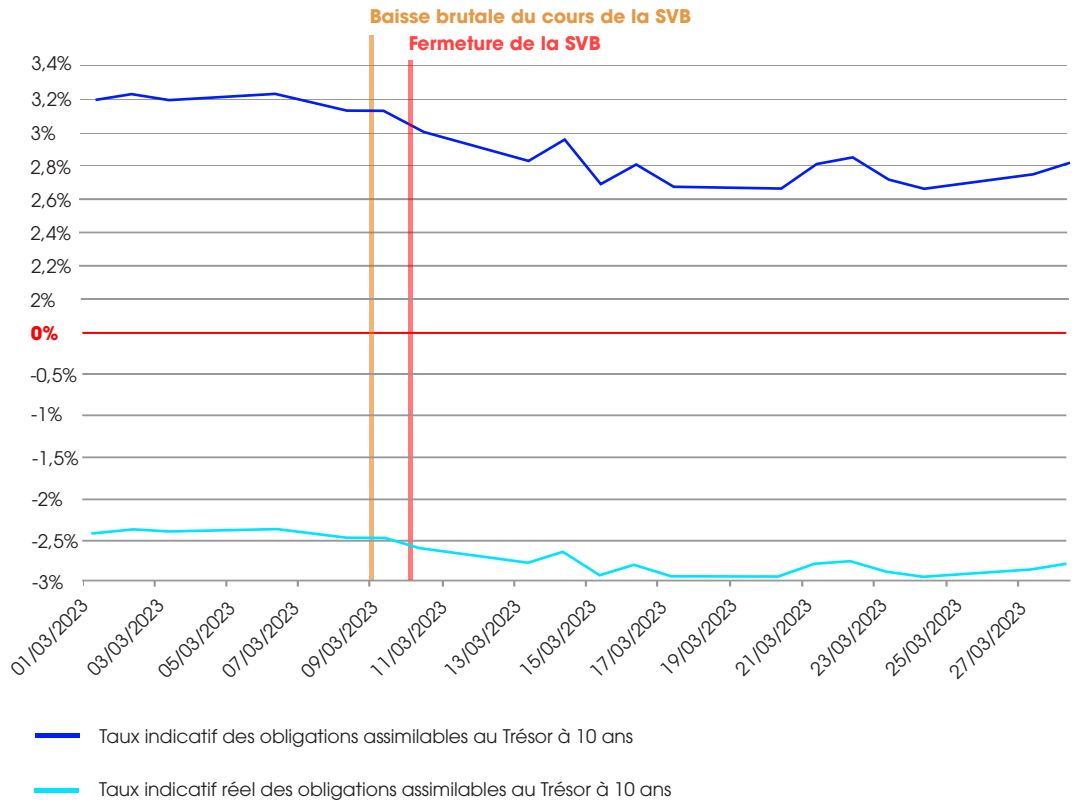
Dans l'œil du cyclone, les banques vont voir leur coût de financement augmenter car les investisseurs exigeront une prime de risque plus élevée. Par conséquent, le coût du crédit va suivre la même tendance et le volume d'argent prêté aux entreprises et aux ménages va continuer à se contracter, alors que le mouvement était déjà en cours avec la hausse des taux directeurs.

Les risques de repli de l'activité se font pressants, par exemple en France où l'INSEE ne table actuellement que sur 0,1 % puis 0,2 % de croissance sur les deux premiers trimestres de 2023. Les jeunes entreprises ayant de forts besoins de financements seront particulièrement touchées.

Aux États-Unis, la fragilisation des bilans des banques régionales pourrait les conduire à ralentir leur activité de crédit. En pâtiront principalement le marché immobilier, résidentiel comme commercial, et les PME, ce qui ralentirait l'économie entière. Selon Goldman Sachs, « une réduction de leur activité de prêt, combinée à des conditions de crédit plus sévères, retirerait 0,3 point de croissance aux États-Unis en 2023 »⁴⁵. **La probabilité de récession dans les douze prochains mois est supérieure à un tiers.**

Les États bénéficient en revanche d'une diminution du coût de leur endettement malgré la nouvelle hausse des taux directeurs, les obligations souveraines étant une valeur refuge en cas de crise. Contrairement à ce que tente de faire croire Emmanuel Macron, les conditions de financement de l'État français restent donc favorables, notamment avec des taux réels⁴⁶ largement négatifs, qui font progressivement diminuer le poids de la dette

Graphique 4 : Évolution des taux indicatifs nominal et réel des obligations assimilables au Trésor à 10 ans



Source : Banque de France, Insee.

3. Les grandes leçons de la crise

La fuite en avant des autorités, face aux crises bancaires du mois de mars, ne résout pas les contradictions profondes à l'origine de l'instabilité financière.

Pire : elle accroît les risques, à travers l'aléa moral et la concentration qui s'opère par le rachat des banques fragiles.

Il est urgent et nécessaire de tirer les leçons de cette nouvelle crise. Cela suppose de mettre en œuvre une réduction ordonnée du poids du secteur financier, conjuguée à une refonte de son fonctionnement, une réglementation drastique des activités bancaires et financières ainsi qu'une réorientation de l'intervention publique en direction du bien commun.

3.1. Le marché ne peut pas s'auto-réguler : la réglementation est insuffisante

À chaque crise le même constat : la réglementation n'est pas suffisante et la sphère financière est structurellement instable.

Les règles de Bâle III⁴⁷, brandies en parangon de la réglementation bancaire, ne sont que des recommandations que les États transposent ensuite ou non. **Aux États-Unis, par exemple, elles ne s'appliquent qu'aux seules banques systémiques, dites *too big too fail*. En Europe, les banques peuvent utiliser leurs propres modèles pour déterminer le niveau de fonds propres... qu'elles s'appliquent ensuite.**

Au sein de l'Union européenne, la fin du calcul du risque qui détermine le niveau de fonds propres exigés à partir de modèles internes aux banques n'interviendra qu'en 2025. Les banques ont exigé et obtenu un report de deux ans, et le calendrier de mise en œuvre s'étend jusqu'en 2030. Un superviseur allemand voit dans ces règles une forme de victoire pour le secteur bancaire, tant elles sont modestes⁴⁸. La BCE, l'Autorité bancaire européenne (ABE) et le Mécanisme de supervision unique (MSU) ont officiellement demandé aux institutions européennes de transposer les règles de Bâle III sans dilution ni émoussement⁴⁹.

Surtout, ces règles restent peu ambitieuses. Selon les calculs de la Commission, cette finalisation de la réforme de Bâle III devrait conduire à une augmentation des exigences de fonds propres des banques de l'UE « de moins de 9 % en moyenne » à l'horizon 2030⁵⁰.

Main dans la main avec le lobby bancaire⁵¹, le gouvernement français contribue à ce manque d'ambition : selon Thierry Philipponnat, chef économiste de l'organisation non gouvernementale Finance Watch, « la France est à la manœuvre pour que les accords soient les moins exigeants possibles »⁵². Quant à la réforme Bâle IV, décidée en 2017 et dont l'objet

est de renforcer les exigences prudentielles⁵³, elle devait initialement s'appliquer en 2023. Sa mise en œuvre a été différée à l'horizon 2025, là encore sous la pression du lobby bancaire.

En dehors de ces réglementations prudentielles insuffisantes, la réglementation des marchés financiers est plus que laxiste. C'est la loi de la jungle qui règne et les superviseurs sont dépassés.

Après le décrochage boursier de la Deutsche Bank, les superviseurs européens ont semblé découvrir que le marché des *credit default swaps*⁵⁴ (CDS) était opaque et déstabilisateur. Le patron de la supervision bancaire au sein de la Banque centrale européenne (BCE) a avoué son incapacité à connaître le fonctionnement réel de ce marché tant il est complexe⁵⁵, **ce qui montre l'absurdité des discours visant à rassurer sur l'efficacité de la réglementation actuelle.**

Le système financier est toujours aussi opaque et les acteurs ont intérêt à dissimuler les risques pour s'enrichir au maximum. Les grandes banques étasuniennes ont ainsi organisé des levées de fonds pour la SVB sans faire état des risques évidents qui pesaient sur son activité.

Un premier niveau de réponse, qui resterait assez modeste, serait de renforcer la supervision et la réglementation prudentielle, par exemple en accroissant les exigences de fonds propres et de liquidité, en sus d'une transposition stricte et d'une application inflexible des réformes de Bâle III et IV.

Une autre piste serait d'étendre les *stress tests* du Mécanisme de supervision unique (MSU) aux banques de taille moyenne et de muscler la prise en compte des risques, notamment du risque de taux⁵⁶, en cause aujourd'hui.

47. Le comité de Bâle est un forum composé de représentants des banques centrales et des autorités de régulation qui propose des réglementations internationales. Bâle III constitue la troisième série d'accords de ce groupe, qui visent à mieux réguler le système financier après la grande crise de 2007-2009.

48. *Le Monde*, « L'Europe engage le durcissement de sa réglementation bancaire anticrise », 28 octobre 2021. En ligne : https://www.lemonde.fr/economie/article/2021/10/28/l-europe-engage-le-durcissement-de-sa-reglementation-bancaire-anticrise_6100190_3234.html

49. Banque centrale européenne, *Strong rules, strong banks: let's stick to our commitments*, 4 novembre 2022. En ligne : <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221104~34240c3770.en.html>

50. *Le Monde*, op. cit.

51. *Social Europe*, « How the banking lobby diluted EU regulation », 28 février 2023. En ligne : <https://www.socialeurope.eu/how-the-banking-lobby-diluted-eu-regulation>

52. *Le Monde*, « Les cas SVB et Credit Suisse, illustration des défauts de la réglementation bancaire », 31 mars 2023. En ligne : https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/03/31/les-cas-svb-et-credit-suisse-illustration-des-defauts-de-la-reglementation-bancaire_6167685_3234.html

53. Voir note de bas de page n°1.

54. Les CDS sont des titres permettant pour un prêteur de s'assurer face au défaut de paiement de l'emprunteur.

55. *Les Échos*, « Les dérivés de crédit dans le collimateur de la BCE », 28 mars 2023. En ligne : <https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/les-derives-de-credit-dans-le-collimateur-de-la-bce-1920037>

56. Évaluer l'exposition d'une banque au risque de taux consiste à simuler l'effet d'une hausse rapide des taux d'intérêt et en observer les conséquences sur la banque.

Le déplaçonnement des amendes, que le superviseur européen peut infliger aux banques en cas de manquement à la réglementation et à leurs obligations (en matière de liquidité et de fonds propres notamment), contribuerait à une application plus efficace des règles prudentielles.

Enfin, l'interdiction de la vente à découvert et du recours aux produits dérivés (dont les fameux *credit default swaps*), combinée avec la mise en place d'une réelle taxe sur les transactions financières, permettrait de **limiter les mécanismes de spéculation à l'œuvre dans les séquences de paniques bancaires**, tout en endiguant la financiarisation.

Les politiques actuelles de régulation laissent de côté des enjeux majeurs pour la solidité des banques et la stabilisation des marchés financiers. L'interconnexion croissante entre banques et finance de l'ombre, est un de ces sujets laissés de côté, sur lequel alerte la Banque de France elle-même⁵⁷.

Pour éviter que les banques soient à la merci des fluctuations des marchés, comme dans le cas du fonds Archegos qui a fait perdre des milliards à Credit Suisse, les possibilités de prêt aux fonds spéculatifs doivent être réduites, voire interdites pour les banques de détail. Enfin, il convient d'étendre aux acteurs financiers

non bancaires les contraintes prudentielles qui régissent les établissements bancaires.

Aux États-Unis, des mesures sont débattues dans le sillage de la crise. L'administration Biden propose de revenir sur les assouplissements de la régulation bancaire mis en œuvre sous Trump (et notamment d'abaisser à \$100 milliards d'actifs le seuil au-dessus duquel une banque fait l'objet d'une surveillance renforcée par la Fed, et est soumise à des stress tests réguliers)⁵⁸.

De plus, le sénateur Bernie Sanders a déposé une proposition de loi pour interdire aux PDG de banques privées de siéger dans les conseils d'administration des branches régionales de la Fed, pour ainsi limiter les risques de « capture » du régulateur par les entités qu'il est censé réguler⁵⁹.

Enfin, la sénatrice Elizabeth Warren a mis en débat une proposition de loi pour renforcer le contrôle parlementaire sur la Fed, via la création d'un poste d'inspecteur général de la banque centrale, qui serait nommé par le président et confirmé par le Sénat⁶⁰.

Inquiet de son potentiel déstabilisateur, le régulateur boursier américain, appelle également à une supervision plus stricte de la finance de l'ombre, et particulièrement des *hedge funds*⁶¹.

3.2. Le pouvoir des grandes banques s'accroît de crise en crise

Loin de l'ambition de limiter le nombre d'établissements *too big too fail*, **nous assistons à une véritable fuite en avant du risque systémique.**

La politique consistant à encourager l'absorption des banques en difficulté par des établissements de taille similaire ou supérieure, du type UBS-Credit Suisse, contribue à accroître la taille et le poids, financier et politique, des grandes banques systémiques.

Cela conduit à une structure du marché bancaire oligopolistique, où règnent quelques grands groupes systémiques, ce qui va à l'encontre des intérêts des usagers des banques. Les paniques bancaires poussent les entreprises déposantes des petites banques plus fragiles à transférer leurs fonds vers des banques systémiques⁶². Ce phénomène accroît la concentration des actifs au sein des quelques

banques *too big too fail*, pour lesquelles c'est le secteur public, et donc le contribuable, qui prennent en charge le risque.

Le pouvoir de contrainte de la sphère financière envers les États et les banques centrales ne cesse de s'accroître. La financiarisation de l'économie la rend dépendante de la santé des établissements financiers. La puissance publique est obligée de déroger aux lois du marché pour sauver les banques en difficulté.

Les États se sont eux-mêmes mis dans les griffes des marchés financiers à la fois pour leur propre financement – en renonçant, pour se financer, à des circuits du Trésor⁶³ régulés au profit de mécanismes de marché – et pour l'économie réelle, rendue dépendante des fluctuations des marchés financiers.

57. *Le Figaro*, « Finance de l'ombre : la Banque de France tire la sonnette d'alarme », 20 décembre 2022. En ligne : <https://www.lefigaro.fr/flash-eco/finance-de-l-ombre-la-banque-de-france-tire-la-sonnette-d-alar-me-20221220>

58. *CNBC*, « Biden calls for stricter banking regulations in the wake of SVB, Signature Bank failures », 30 mars 2023. En ligne : <https://www.cnb.com/2023/03/30/silicon-valley-bank-joe-biden-calls-for-new-banking-regulations.html>

59. *The Hill*, « Sanders introduces bill to block bank execs from serving on Fed boards », 23 mars 2023. En ligne : <https://thehill.com/business/3914414-sanders-introduces-bill-to-block-bank-exec-s-from-serving-on-fed-boards/>

60. *The Hill*, « Sens. Rick Scott, Elizabeth Warren join forces for Federal Reserve oversight bill », 22 mars 2023. En ligne : <https://thehill.com/homenews/senate/3912446-sens-rick-scott-elizabeth-warren-join-forces-for-federal-reserve-oversight-bill/>

61. *Reuters*, « US regulator calls for greater scrutiny of hedge funds after bond turmoil-FT », 17 avril 2023. En ligne : <https://www.reuters.com/markets/us/us-regulator-calls-greater-scrutiny-hedge-funds-after-bond-turmoil-ft-2023-04-15/>

62. Ainsi que vers des acteurs du *shadow banking* moins réglementés, notamment les *money market funds*. Voir *Investopedia*, « Money Market Funds Attract \$300 Billion in Four Weeks, Fastest Pace Since 2020 », 24 mars 2023. En ligne : <https://www.investopedia.com/money-market-fund-assets-under-management-hit-record-5-1-trillion-7371120>

63. Mécanismes de financement des États consistant à s'appuyer sur les ressources des banques, par exemple en mettant à contribution les dépôts, ou en imposant la détention de bons du Trésor aux banques.

Les banques centrales ont largement nourri ce phénomène⁶⁴ et continuent de faire bénéficier les banques privées de leurs largesses. En relevant ses taux, la BCE augmente la rémunération des réserves obligatoires⁶⁵ que les banques doivent déposer à la BCE, ce qui coûtera 129 milliards d'euros sur un an à la banque centrale⁶⁶. Cela pèse sur le résultat des banques centrales, et par conséquent sur les dividendes conséquents qu'elles versent aux États. La Banque de France a décidé, hors de tout contrôle démocratique, de ne pas en verser cette année.

Le problème qui se pose est donc le suivant : puisqu'une crise bancaire systémique mettrait l'économie à genoux, il faut à tout prix l'empêcher. Or, les interventions publiques mobilisent des ressources publiques pour combler les errements du privé, et créent un sentiment d'impunité qui pousse à prendre toujours plus de risques. Deux voies peuvent alors être explorées concomitamment.

D'une part, **faire payer aux banques elles-mêmes les faillites de leurs pairs**. C'est le sens des fonds publics de garantie en cas de défaillances bancaires, comme le Fonds de résolution unique (FRU) à l'échelle européenne et le Fonds de garantie des dépôts et de résolution (FGDR) à l'échelle française. Leur montant pourrait être rehaussé, en augmentant la participation des banques et en mettant à contribution des acteurs financiers non bancaires, qui font eux aussi courir des risques d'instabilité financière.

D'autre part, il faut **éviter qu'une faillite de banque puisse entraîner une crise systémique** et obliger la puissance publique à payer les pots cassés. Cette crise doit être l'occasion de mener une véritable réforme

bancaire visant à réduire le nombre d'acteurs systémiques, réforme qui n'a pas eu lieu après la crise financière globale de 2008.

Une des mesures principales doit être **la séparation des activités de banque de détail et de banque d'investissement**. Cette mesure, que le lobby bancaire a toujours combattue, a prouvé son efficacité dans le passé : les historiens de la finance ont montré que le *Glass-Steagall Act* (1933), mis en œuvre à la suite de la crise de 1929, a contribué à la stabilité du système bancaire étasunien dans les décennies qui ont suivi⁶⁷. La France avait également institué en 1945 une séparation des activités de dépôt, de crédit à moyen et long terme et d'investissement, qui a elle aussi été synonyme de stabilité lors de l'après-guerre.

La séparation des activités d'affaires et de détail des grandes banques universelles systémiques françaises **ouvrirait alors la voie à la socialisation d'une partie du secteur bancaire**, afin de créer une alternative au secteur bancaire capitaliste et financiarisé tel qu'il existe aujourd'hui.

En effet, **les plus grandes banques de détail nées de cette séparation pourraient être nationalisées et ensuite regroupées dans un pôle public bancaire**, avec les établissements existants qui sont déjà – partiellement ou intégralement – sous contrôle public (la Banque postale, CNP Assurances, Bpifrance).

Ce pôle public bancaire serait doté d'une gestion associant l'État, les collectivités publiques, les usagers, ainsi que les salariés, et pourrait constituer la base d'un circuit du Trésor modernisé grâce auquel l'État ne serait plus soumis aux marchés financiers.

3.3. La puissance publique peut réorienter l'argent vers les secteurs d'avenir

Le rôle clé joué par les banques centrales dans la stabilisation du secteur bancaire suite à la faillite de SVB, comme l'ampleur de leurs interventions, est problématique, et ce à deux titres.

D'une part, **ces mesures de sauvetage échappent à tout réel contrôle parlementaire et démocratique** : l'indépendance des banques centrales ne les contraint qu'à rendre des comptes à titre purement informatif devant les parlements.

D'autre part, **les mesures de stabilisation du secteur bancaire ne s'accompagnent d'aucune conditionnalité** : les banques bénéficient d'un soutien quasi illimité des banques centrales, sans pour autant devoir modifier leurs pratiques, ni orienter le crédit prioritairement vers les secteurs de l'économie écologiquement et socialement utiles.

En effet, depuis la crise financière de 2007-2009, **les banques centrales ont arrosé de liquidités les entreprises sans faire de distinction entre une major pétrolière et**

64. Benjamin Braun, Daniela Gabor, « Central Banking, Shadow Banking, and Infrastructural Power », in P. Mader, D. Mertens, N. van der Zwan (dir), *The Routledge International Handbook of Financialization*, 2020.

65. Les banques de la zone euro doivent constituer des réserves obligatoires déposées sur un compte auprès de leur banque centrale nationale.

66. Center for Economic Policy Research, *Monetary policies with fewer subsidies for banks: A two-tier system of minimum reserve requirements*, 13 mars 2023. En ligne : <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policies-fewer-subsidies-banks-two-tier-system-minimum-reserve-requirements>

67. Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, *This time is different : Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press, 2011. En ligne : <https://press.princeton.edu/books/paperback/9780691152646/this-time-is-different>

un producteur d'énergie renouvelable⁶⁸. Le verdissement de l'action des banques centrales se fait à pas pour le moins feutrés. La BCE a annoncé orienter davantage ses rachats de titres vers des entreprises ayant une meilleure performance climatique, sans assumer une rupture réelle avec sa neutralité de marché. Le président de la Fed a quant à lui déclaré que la banque centrale ne devait pas être « un décideur climatique »⁶⁹.

La réponse massive à cette crise est **une nouvelle preuve des marges de manœuvre des banques centrales pour orienter les flux financiers**. Les banques centrales pourraient modifier leur politique de collatéral, pour pénaliser financièrement l'usage de titres d'entreprises polluantes ou émettrices comme collatéral dans l'accès à la liquidité et, inversement, couvrir le risque associé aux titres « verts ».

La BCE pourrait également conditionner les taux préférentiels de ses opérations ciblées de refinancement à plus long terme (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO*)⁷⁰ aux banques qui remplissent un objectif de prêts en conformité avec des objectifs climatiques et environnementaux (*green TLTROs*)⁷¹.

Enfin, les banques centrales pourraient modifier les règles portant sur les réserves obligatoires que les banques privées déposent

auprès des banques centrales, afin de moduler la rémunération de ces réserves selon le degré de conformité des prêts accordés par les banques avec des objectifs climatiques et environnementaux.

L'inaction climatique des banques centrales est un choix politique qu'il est possible d'inverser afin de canaliser les flux financiers vers des investissements verts.

Ce verdissement de la politique monétaire est nécessaire sans être une solution miracle. Il doit s'accompagner d'une refonte de la taxonomie classifiant les titres financiers selon leur empreinte environnementale, pour éviter les phénomènes de *greenwashing*. Or, cette définition doit découler de choix politiques et démocratiques.

De plus, la politique monétaire doit s'inscrire dans un *policy mix*⁷², en coordination avec les politiques budgétaire et fiscale, afin de viser une planification écologique. Pour ce faire, **il est indispensable de mettre fin à l'indépendance des banques centrales et de renforcer les contrôles parlementaires sur leur action.** Ces contrôles permettraient également aux autorités démocratiquement élues de superviser les opérations de sauvetage des secteurs bancaire et financier, et d'imposer des contreparties à ces sauvetages.

68. Voir Anne-Laure Delatte, *L'État droit dans le mur*, Fayard, avril 2023.

69. *Libération*, « Le patron de la Banque centrale américaine ne veut pas être « un décideur climatique », 10 janvier 2023. En ligne : https://www.liberation.fr/economie/le-patron-de-la-banque-centrale-americaine-ne-veut-pas-etre-un-decideur-climatique-20230110_TICYXMERPJBWDBETMBQST5DIPA/

70. Les TLTRO sont des prêts d'une durée de plusieurs années, que la BCE accordait aux banques de 2014 à 2021. Leurs taux très bas étaient conditionnés à des objectifs de prêts : les banques ne pouvaient bénéficier de ces prêts à très faible coût que si elles accordaient un certain volume de prêts aux ménages et aux entreprises. L'idée des *green TLTRO* est d'ajouter au critère de volume de prêts un critère écologique, donc de prêter à des projets écologiquement soutenables.

71. Jens van 't Klooster, Rens van Tilburg, *Targeting a sustainable recovery with Green TLTROs*, September 2020. En ligne : <https://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2020/09/Green-TLTROs.pdf>

72. Combinaison de politique monétaire et budgétaire.

Conclusion

Cette crise est révélatrice de la dépendance actuelle du modèle d'accumulation du capital à l'intervention de la puissance publique. Les entreprises sont maintenues depuis plusieurs années sous perfusion constante via des aides massives, des mesures budgétaires compensatoires de la faiblesse des salaires, et l'argent déversé par les banques centrales.

Cet épisode rappelle que cette dépendance concerne aussi les banques et les marchés financiers, dont la santé financière pour les

unes, et la stabilité pour les autres, ne peuvent se passer d'interventions massives de la puissance publique.

Le néolibéralisme met tous les moyens publics à sa disposition au chevet des marchés financiers. Cette crise bancaire doit être l'occasion de réorienter l'intervention publique vers le bien commun et non de concourir la survie d'un système économique néfaste et à bout de souffle.



LES NOTES

L'Institut La Boétie, créé à l'initiative de La France insoumise, se donne l'ambition d'être à la fois un lieu d'élaboration intellectuelle de haut niveau et un outil d'éducation populaire. Interface permanente, souple et ambitieuse entre mondes intellectuel, universitaire et culturel et combat politique, l'Institut aborde les grands problèmes politiques contemporains grâce à un travail intellectuel exigeant et méthodique, nourri par les sciences sociales, les avancées scientifiques et l'observation attentive des mouvements de la société. Espace de liberté intellectuelle et de débat, il fonde sa démarche sur un socle idéologique commun : humanisme global, planification écologique et critique du capitalisme.

Les notes de l'Institut La Boétie fournissent sur des sujets très divers les éclairages d'universitaires, d'intellectuels, de praticiens ou d'artistes. Elles permettent la diffusion d'un savoir nécessaire non seulement pour comprendre le monde mais surtout pour le transformer. À ce titre, elles sont une contribution libre de leurs auteurs à la fois pour la formation intellectuelle et pour la bataille culturelle.

Les notes sont coordonnées par les départements de l'Institut La Boétie (philosophie, économie, sociologie, histoire, géographie, planification écologique, relations internationales et jeunesse). Elles sont consultables en ligne, sur notre site internet : www.institutlaboetie.fr.
