LES CAHIERS

Les enjeux d'une réorientation vers les marchés des systèmes financiers européens

N° 58

Michel Fried

novembre 2018

LES ENJEUX D'UNE RÉORIENTATION VERS LES MARCHÉS DES SYSTÈMES FINANCIERS EUROPÉENS

SOMMAIRE

Synthèse

1- Les systèmes financiers d'Europe continentale en chemin vers le modèle anglo-saxon

1-1 L'existence aux États Unis d'un système financier orienté marché résulte d'une démarche volontariste des Pouvoirs Publics

1-2 En Europe continentale, les systèmes financiers restent orientés banque mais leur nature est modifiée

1-3 La redéfinition des politiques financières a été un facteur important de l'évolution du système financier européen

2- L'apparition d'un nouveau business model bancaire en Europe Continentale

2-1 La contestation du business model traditionnel

2-2 Le nouveau business model bancaire

3- Les composantes, plus ou moins bien répertoriées, des systèmes financiers

3-1 Une description de la finance de l'ombre cohérente avec les besoins de gestion des risques par les régulateurs

3-2 Les fortes interconnexions entre les banques et la finance de l'ombre ne plaident-elles pas pour une régulation unifiée des deux composantes de l'intermédiation financière ?

4- La rigueur accrue de la réglementation bancaire

4-1 La difficile mise en œuvre d'une régulation bancaire à vocation mondiale par des instances nationales

4-2 La « séparation », une réforme structurelle fondamentale, remise en cause aux Etats unis et au Royaume-Uni, et inaboutie dans la zone euro

4-3 Vers l' «'Union bancaire » en Europe, ou la difficile introduction d'une dose de solidarité entre pays

5- La finance de l'ombre est mieux régulée depuis la crise de 2008, mais toujours moins strictement que les banques

5-1 Les organismes européens de surveillance et de réglementation des marchés

5-2 L'amélioration de la gestion des risques concernant les marchés les plus sensibles

5-3 Vers une « Union des Marchés de Capitaux »

6- Les enjeux de la réorientation vers les marchés des systèmes financiers européens

6-1 Les réformes financières réalisées depuis 2008 constituent-elles le socle permissif d'une réorientation vers les marchés des systèmes financiers ?

6-2 L'endettement des entreprises peut-il s'accroître encore?

6-3 La finance directe est-elle en mesure d'offrir aux PME le surcroît de financement que les banques ne peuvent plus leur offrir ?

6-4 Est-il possible et souhaitable d'accroître l'épargne financière des ménages ?

CONCLUSION

ANNEXE

Les enjeux d'une réorientation vers les marchés des systèmes financiers européens

SYNTHESE

En 2015, les Etats de l'UE ont décidé collectivement d'accentuer la place et le rôle des marchés financiers dans l'espoir de retrouver ainsi les rythmes de croissance constatés avant la grande crise de 2008. Cette décision ne devrait pas être considérée comme une simple évolution des techniques de financement des économies mais comme un changement de la nature même des systèmes financiers européens qui n'est pas sans conséquences sur les caractéristiques de notre modèle social.

La décision des Etats européens parachève la mutation de nos systèmes financiers, telle qu'engagée dans les années 1960, mutation qui a butée sur la grande crise de 2008. Dans un pays comme la France où le financement des entreprises était réalisé essentiellement par deux types d'acteurs, les banques proprement dites[1] et un secteur financier semi-public spécialisé dans les crédits à moyen et long terme et où les financements de marché, surtout destinées aux grandes entreprises, étaient cantonnés à la réalisation d'opérations de financement parfois importantes, mais ponctuelles. Les banques inscrivaient leurs relations avec les entreprises dans le long terme et leur action, très largement affranchie des influences du cycle économique, était complétée par l'action du secteur semi-public qui soutenait les priorités publiques définies par les gouvernements. Le mode de fonctionnement du système financier, loin d'être procyclique, était donc clairement contracyclique.

Dans les années 1980, la prégnance affirmée des thèses libérales, a conduit à considérer que cette conception de la finance était devenue inefficace et qu'il fallait accentuer l'adossement du financement des entreprises sur les marchés. Les verrous qui bloquaient les innovations financières ont été levés, le monopole bancaire supprimé. Ces réformes ont accéléré le développement des intermédiaires financiers non-bancaire, connus sous le nom de banque de l'ombre, en raison de la faiblesse de leur régulation. Les banques se sont adaptées à ce nouveau contexte car les marchés, en leur donnant la possibilité d'optimiser leur rentabilité en titrisant leurs crédits, les ont incités à changer leur business model qui désormais n'inscrit plus la relation banque-entreprise dans le long terme. Banques de l'ombre et banques de dépôt ont alors nouées des relations complexes, mélange de concurrence pour leurs activités de financement et de complémentarité entraînant l'interconnexion de leurs bilans. Le mode de fonctionnement des systèmes financiers est ainsi devenu procyclique, et mal régulé et les décisions de financement sont plus le produit d'arbitrages réglementaires que d'analyses des risques de défaut des débiteurs.

La crise de 2008 a révélé l'instabilité des systèmes financiers ainsi construits. Contrairement à ce qu'enseignait la doctrine dominante, les réformes n'avaient pas réduit les risques mais les avaient déplacé vers les composantes les moins régulées des systèmes financiers. La brutalité de cette crise non anticipée, car jugée inconcevable ; a été telle que les Etats ont été contraints d'intervenir dans l'urgence pour éviter l'effondrement des banques et des économies, et, en dépit de la prégnance des idées libérales, les gouvernements ont dû admettre que l'une des causes de la crise provenait de l'insuffisance de la régulation et de la surveillance non seulement des banques, mais aussi de la finance de l'ombre. La période qui s'ouvre alors est caractérisée par un renforcement considérable de la régulation des banques, mais celle dela finance de l'ombre reste timide, car son rôle était pratiquement méconnu des régulateurs (d'où son nom).

En 2015, il est admis que, malgré quelques mises en garde sur la persistance des fragilités du système financier, sa résilience pouvait être considérée comme durablement restaurée, sans pour autant qu'il soit jugé nécessaire d'accéder immédiatement aux demandes d'allégement des contraintes prudentielles

[1] Dans cette note, le terme « banque » (ou «banques de dépôt ») désigne les établissements financiers, dont les activités de crédit créent de la monnaie ; ils se financent surtout en collectant des dépôts couverts par une garantie publique au moins partielle et bénéficient du soutien des banques centrales. Cette définition correspond au terme anglais de «commercial bank», les autres

formulées par les lobbies bancaires demandes qui inquiètent les grandes organisations internationales, la FMI et la BRI en particulier. Les Etats Européens décident alors, sur la proposition de la Commission Européenne, que le moment est venu d'amplifier le poids des marchés.

Les débats sur les contraintes résultant du rôle accru de la finance de marché sont restés assez limités et surtout discrets ; la logique court-termiste qui imprègne le comportement des acteurs financiers est considérée comme un inconvénient avec lequel les entreprises doivent composer, car elle serait la contrepartie des avantages provenant des réformes entreprises. Un aspect de ces réformes aurait dû être mieux pris en compte, concernant le fait que, si les crédits bancaires suscitent ex post les dépôts, il n'en va pas de même pour les financements de marché, qui ne peuvent être réalisés que s'ils mobilisent une épargne constituée préalablement, alors que les caractéristiques macroéconomiques de la période actuelle ne permettent pas d'anticiper une croissance spontanée de l'épargne financière des ménages. Pour résoudre cette difficulté non-dite, la solution envisagée sera d'inciter les ménages à accroître la part de leur épargne destinée à pallier la réduction délibérée de d'efficacité du système de protection sociale et plus particulièrement de la couverture des risques travail, santé et vieillesse. L'épargne constituée dans ce but, surtout réalisée dans le cadre de l'entreprise, devrait être complétée ultérieurement par le développement de dispositifs individuels. La transformation ainsi envisagée de nos systèmes financiers repose donc sur l'affaiblissement des dispositifs de couverture socialisée des risques de l'existence au profit de dispositifs individualisés, ce qu'illustre clairement le développement envisagé des retraites par capitalisation. La réorientation des systèmes financiers vers la finance de marché n'est donc qu'une étape de la construction d'un nouveau capitalisme moins protecteur et très décentralisé, étape qui aurait mérité de faire l'objet d'un débat politique public et non d'un débat technique de spécialistes.

1 LES SYSTÈMES FINANCIERS D'EUROPE CONTINENTALE EN CHEMIN VERS LE MODÈLE ANGLO-SAXON

La place occupée par les financements de marché différencie les systèmes financiers contemporains. Ce critère oppose les systèmes financiers anglo-saxons, américains en particulier, aux systèmes d'Europe continentale, mais les évolutions actuelles atténuent la portée de cette différence.

1-1 *L'existence d'un système financier orienté marché aux Etats-Unis, est le résultat de l'abrogation de la régulation des établissements de crédit instaurée en réponse à la crise de 1929*

La mise en place d'un système financier américain fortement orienté marché, où les crédits bancaires n'occupent plus aujourd'hui qu'une place réduite dans le financement des entreprises non financières, résulte de la suppression progressive de la réglementation bancaire instaurée pour l'essentiel pour faire face aux conséquences sur les banques américaines de la « grande dépression », consécutive à la crise boursière de 1929 qui avait provoqué la disparition de près de la moitié des établissements bancaires [2]. Les principales dispositions instaurées alors, puis supprimées progressivement, ont été :

- *Le Mac Fadden Act, créé en 1929, qui interdisait aux banques de dépôt d'être présentes dans plus de deux Etats américains*
- *la réglementation Q*, qui limitait la rémunération des dépôts ; elle avait été instaurée dans les années 1930 dans le but d'éviter une concurrence interbancaire dangereuse pour la stabilité financière globale. Dans le contexte des taux d'intérêt élevés des années 1970, les déposants se sont reportés massivement sur les fonds communs de placements mieux rémunérés, contraignant les banques, dont le taux créditeurs n'était plus concurrentiel, à réduire leur offre de crédit ou à consentir des prêts plus risqués. Cette réglementation n'a été totalement abrogée qu'en 1980.
- *Le Glass Steagal Act* qui avait été créé en 1933 n'a été totalement abrogé qu'en 1991. Il séparait très strictement dans un premier temps, les banques commerciales régulées par la FED, des banques d'investissement régulées par la SEC (Securities and Exchange Corp.).
- Par ailleurs *le refinancement en dernier ressort des banques*, était assuré par une institution spécifique créée en 1932, la RCC (Reconstruction Finance Corp.) ; celle-ci avait non seulement pour fonction de refinancer les banques solvables (ainsi que les collectivités territoriales), mais aussi, à partir de 1933, de refinancer également les banques défaillantes par des prêts et des fonds propres que les banques devaient rembourser au pair en cas de retour à meilleur fortune.

La stricte régulation de la banque américaine est, dans les années 1970, fortement critiquée ; il lui est notamment reproché d'avoir empêché la constitution de grandes banques universelles comme celles qui se créaient en Europe Continentale et d'avoir été un obstacle à la constitution d'une offre de crédit compétitive du fait du plafonnement de la rémunération des dépôts.

Le démantèlement de la réglementation financière instaurée en réponse à la crise de 1929 fera émerger des produits et des techniques financières qui seront les piliers de la « finance de l'ombre » (voir ci-après), permettant ainsi la mise en place d'un système financier fortement orienté marché ; on soulignera en particulier trois réformes qui ont eu un rôle important dans cette transformation :

- *Le développement des fonds d'investissement* dont les performances surpasseront aisément celles des dépôts bancaires et inciteront les ménages à accroître leur épargne

[2] Pour une analyse plus détaillée, cf notamment : Dominique Lacoue-Labarthe, « L'invention de la régulation bancaire dans les années 1930, aux Etats Unis », Revue d'économie financière 2012/1 et Esther Jeffers et Jean Paul Pollin « Déréglementation bancaire des années 1980 et crise financière » Revue d'économie financière 2012/1.

- *La réforme des retraites d'entreprises par* la loi ERISA (Employee Retirement Income Security Act), dont le développement a été soutenu par une agence publique protégeant ces retraites des conséquences de la faillite de l'entreprise cotisante et, au début des années 1980, par la création des fonds à cotisations définies (fonds 401K) qui affranchissaient les employeurs des risques de marché désormais supportés par les salariés ; la création de ce nouveau type de fonds de pension a entraîné le déclin des fonds à prestations définies, mais elle a permis aux entreprises de conserver la gestion des retraites de leurs salariés, tout en maîtrisant ce poste de coût.

- Toujours dans les années 1980, *la titrisation des crédits hypothécaires consentis par les banques* a été facilitée par le rôle nouveau donné aux agences quasi-publiques dites GSE (Government Sponsored Enterprises) créées dans les années 1930 pour faciliter le financement du logement des ménages : les deux grandes GSE non seulement assuraient la liquidité du marchés secondaires des ces crédits titrisés, mais elles en rachetaient une part significative. Le soutien des agences fédérales, a incité les banques à accorder des crédits hypothécaires à des ménages insolvables, les fameux crédits subprimes, qui, après avoir alimenté une énorme bulle financière, seront à l'origine de la crise de 2OO8.

1-2 En Europe continentale, les systèmes financiers restent orientés banque, mais changent de nature

Dans les années 1980, le modèle financier américain va devenir une référence significative des réformes financières européennes. La réorientation libérale des systèmes financiers a été réalisée méthodiquement, d'abord par la création les nouveaux marchés ouvrant la voie à une vague de nouveaux produits financiers, condition nécessaire de l'efficacité des nouvelles politiques monétaires. La France est probablement le pays où l'action de ces trois facteurs a été la plus visible.

- *Le développement de la finance de marché*

Les réformes marquantes du système financier français ont été réalisées dans la seconde moitié des années 1980, mais elles ont été parachevées jusqu'aux années 2000. L'objectif était de constituer un continuum de marchés organisés et décloisonnés, ouverts à tous les agents afin d'assurer la répercussion sur les taux longs des impulsions données par la banque centrale sur le marché monétaire (interbancaire) et de créer un environnement favorable aux développement des innovations financières ; les établissements financiers ont alors eu la possibilité de proposer à leurs clients des montages financiers audacieux dont les promoteurs assuraient qu'ils abolissaient en grande partie les risques inhérents aux techniques traditionnelles employées auparavant. La désillusion sera terrible en 2008.

Ainsi ont été créés de nouveaux titres financiers et de nouveaux marchés :

- *La création de nouveaux titres financiers négociables sur les marchés*

Ces nouveaux titres visaient à développer, à côté du marché interbancaire, un vaste marché monétaire ouverts à tous, où s'échange des titres financiers spécifiques, dont la maturité allait de 10 jours à 7 ans : certificats de dépôts émis par les banques (1985), bons des institutions financières spécialisée émis par ces institutions (1985), billets de trésorerie émis par les entreprises non financières (1985), bons du trésor négociables émis par le Trésor Public (1986).

D'autres titres ont été créés afin de permettre aux entreprises d'émettre un continuum de fonds propres intermédiaires entre les fonds propres stricto sensu et la dette : actions à dividende prioritaire (1978), titres participatifs (1983), obligations à bons de souscription (1983).

- *La création de nouveaux marchés organisés*

En 1983, le Second Marché est créé, il s'agit d'une Bourse de valeurs à contraintes allégées destinées aux entreprises de taille moyenne. En 1986, les marchés de dérivés deviennent des marchés organisés avec la création du MATIF (Marché à Terme d'Instruments Financiers) pour les contrats à terme couvrant les

risques de taux, et en 1987, la création du MONEP (Marché des Options Négociables de Paris) permettant de couvrir les risques de fluctuations de cours des valeurs cotées[3].

En 1986, le monopole des agents de change concernant les transactions de valeurs mobilières publiques est ébréché par la désignation de 13 banques commerciales françaises et étrangères, chargées d'exercer les fonctions de SVT (Spécialistes en Valeurs du Trésor), consistant principalement à exercer un rôle de market maker sur les marchés des titres publics (ils participent aux adjudications et assurent la liquidité du marché secondaire) ; l'année suivante le monopole des agents de change est supprimé et la plupart de charges sont transformées en sociétés de bourse, souvent rachetées par des banques.

1-3 La redéfinition des politiques de financement de l'économie

Dans les années 1970, le financement de l'économie de presque tous les pays de l'Union Européenne reposait sur l'encadrement du crédit et le maniement des réserves obligatoires. La France a été probablement le pays qui a le plus accompagné cette orientation de mesures sélectives fortes au profit de financements longs, souvent bonifiés, bénéficiant à des secteurs ou des catégories d'entreprises spécifiques ; ces crédits étaient distribués soit par les banques de dépôt, mais refinancés de façon privilégiée par la Banque de France (moyen terme réescomptable des banques), soit par le canal d'établissements spécialisés semi-publics se finançant sur les marchés obligataires à des conditions proche de celles de l'Etat.

Ce type de politique a été abandonné progressivement dans les années 1980, afin de renforcer la concurrence interbancaire, et ainsi de réduire le coût des crédits aux entreprises. L'encadrement du crédit est officiellement abandonné dès 1987, puis, en 2006, les crédits bonifiés sont supprimés et, la même année, une nouvelle politique privilégiant l'action sur les taux d'intérêt via les interventions des banques centrales sur les marchés monétaires (open market) est adoptée.

La crise de 2008 sera l'occasion d'un choc idéologique et d'une nouvelle transformation en profondeur de l'action des banques centrales. En effet, cette crise née aux Etats Unis puis devenue mondiale, a démontré que la généralisation des taux de change flexibles dans les pays développés n'abritait pas ces derniers de la propagation des crises financières et que la mission des banques centrales ne pouvait être limitée à l'objectif du contrôle de l'inflation en agissant sur les taux d'intérêt à court terme, mais qu'elles devait aussi se préoccuper de la résilience du système financier. Alan Greenspan, qui fut président de la FED de 1987 à 2006, lors de son audition, le 23 octobre 2008, par la Commission chargée du contrôle de l'action gouvernementale, a concédé que cette crise a questionné sa croyance dans la supériorité du système de « free market », ajoutant «cela m'a plongé dans un grand désarroi » et qu'il avait eu tort de penser que « le comportement des banquiers, guidés par la défense de leurs intérêt constituait la meilleure protection [du système financier] qui soit », précisant qu'en conséquence, il avait eu « partiellement tort de s'opposer à la réglementation des marchés de dérivés »[4].

La crise de 2008 a nécessité une nouvelle transformation des politiques monétaires : trois objectifs sont désormais assignés aux banques centrales, obtenir une hausse des prix de 2% environ pour contenir le risque de déflation (abandon de l'objectif principal de stabilité des prix), allégement des coûts de financement de l'économie réelle[5] et surveillance du risque macroprudentiel en sus du risque microprudentiel.

---

[3] Voir la note 36 ci-après pour une définition des dérivés.

[4] En tant que président de la FED, il avait aussi, en 1999, contribué à l'abrogation de la séparation des banques de dépôt et des banques d'investissement instaurée dans les années 1930 par le Glass Steagall Act.

[5] Pour atteindre ces nouveaux objectifs, la Banque Centrale Européenne (BCE) procède, depuis mars 2016, à des achats, non seulement sur le marché secondaire, mais aussi sur le marché primaire, de titres obligataires bien notés (investment grade) émis par les entreprises non financières, (procédure CSPP, Corporate Sector Purchase Programme) ; elle s'éloignait donc encore un peu plus de son rôle traditionnel. En janvier 2018, la BCE avait ainsi acquis 150 Md€ des titres éligibles soit 18% de leur encours ; selon les analyses publiées dans le bulletin de la BCE, l'objectif aurait été atteint : l'écart entre le taux sans risque et le taux des obligations éligibles a été réduit de 25 pb et par effet de contagion de 20 pb pour les émissions non éligibles.

Ces réformes, n'ont pas permis jusqu'à aujourd'hui à la finance de marché d'occuper une place comparable à celle qu'elle détient aux Etats-Unis ; comme le rappelle dans son bulletin la BCE, aux Etats Unis, elle finance 70% des besoins de financement des entreprises, alors qu'en zone euro, ce sont les banques qui financent 70% des besoins des entreprises, argument utilisé par nombre de commentateurs pour rendre compte du différentiel de croissance entre les deux zones.

2 L'APPARITION D'UN NOUVEAU BUSINESS MODEL BANCAIRE EUROPÉEN

La mutation des politiques financières s'est accompagnée sur un plan idéologique de la remise en cause des analyses qui fondaient la thèse de la supériorité conceptuelle de la banque de dépôt, sur la finance de marché, ce qui, en retour, a facilité la transformation du business model bancaire.

2-1 La contestation de la supériorité de l'intermédiation bancaire sur la finance de marché

Ce débat se déroule non seulement au plan microéconomique, celui de la nature de la firme bancaire, mais aussi, au plan macroéconomique, celui de la capacité des systèmes financiers ainsi redéfinis à produire les financements permettant de satisfaire les besoins de l'économie réelle.

L'analyse traditionnelle de la firme bancaire s'inscrit dans le prolongement des travaux de Ronald Coase sur les fondements théoriques du concept d'entreprise[6] . L'efficacité de la firme bancaire résultait de sa capacité à réduire l'asymétrie d'information[7] entre elle et ses clients, mieux que ne peuvent le faire les marchés, car sa relation avec ses clients s'inscrivait dans la durée et s'accompagnait de services multiples qui enrichissait l'information de la banque sur ses clients. Celles-ci bénéficiaient donc d'une information privative spécifique, alors que les marchés devaient se contenter d'une information publique de médiocre qualité. Toutefois les tenants de la finance de marché faisaient observer que la production de cette information était coûteuse, et que ce coût était répercuté sur le coût des financements bancaires. Cette thèse semble contestable, car elle néglige le fait que la qualité de l'information détenue par les banques sur leurs clients permet aux banques de réduire la prime de risque payée par les emprunteurs mieux que clients, ce à quoi les tenants de la finance de marché objectent que la situation de dépendance des emprunteurs vis-à-vis de leur banque est un facteur d'alourdissement des coûts d'intermédiation.

L'érosion du triple monopole dont bénéficiaient les banques a nourri la contestation de leur efficacité sur la finance de marché. Les banques avaient le monopole de

- l'accès aux refinancements de la banque centrale, monopole qui s'est érodé notamment avec la mise en place des mesures de quantitative easing
- l'accès aux dépôts des ménages et des entreprises, peu ou pas rémunérés, contrepartie de la garantie plafonnée[8], dont ces dépôts bénéficient.
- le monopole de l'offre de crédit, caractéristique qui a pratiquement disparu aujourd'hui (encadré 1 ci-dessous)

[6] Ronald Coase s'interroge sur l'efficacité comparée de l'allocation des ressources par l'entreprise et par le marché. Il défend la thèse que l'entreprise est mieux à même que les marchés de minimiser les coûts de transaction. L'article fondateur de cette théorie de l'entreprise date de 1937, mais son intérêt ne fut véritablement reconnu qu'en 1993, lorsque Coase a reçu le « prix Nobel » d'économie, alors même que la thèse de la supériorité inhérente de l'allocation des ressources par le marché était devenue largement dominante….

[7] Plus précisément, on constate une asymétrie d'information sur un marché quand certains opérateurs détiennent une information particulière dont les autres opérateurs ne bénéficient pas ; les prix qui s'établissent sur lesmarché, ne reflètent donc pas toute l'information existante, ce qui est un obstacle au comportement «efficient» des opérateurs.

Encadré 1

L'érosion du monopole bancaire et la création des plates-formes numériques, le cas de la France

En France, le monopole bancaire a été instauré par les lois des 13 et 17/06/1941, reprises par le code monétaire et financier (article L511-5) qui stipule qu' « il est interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit ou une société financière d'effectuer des opérations de crédit à titre habituel. Il est en outre interdit à toute personne autre qu'un établissement de crédit de recevoir à titre habituel des fonds remboursables du public ou de fournir des services bancaires de paiement ». La jurisprudence a renforcé cette définition pourtant extrêmement stricte en considérant que, dès la deuxième opération de crédit, cette opération devient habituelle et contrevient donc au monopole bancaire.

Les autres pays européens ont instauré une législation moins stricte du monopole bancaire : il ne concerne pas les crédits mais seulement les dépôts dont ils donnent une définition restrictive, puisque les établissements non bancaires peuvent recevoir des dépôts dès lors qu'ils résultent d'une activité «accessoire et non principale ». En France, le monopole bancaire traduisait la volonté des Pouvoirs Publics d'assurer l'efficacité de l'encadrement du crédit qui était alors un instrument essentiel de la politique monétaire. Cet instrument n'étant plus utilisé, un espace était ainsi créé, favorable au développement de la finance de marché. Le code monétaire et financier a alors introduit (article 511-6 et 7) un nombre croissant d'exceptions concernant les crédits intra-groupe, les crédits interentreprises définis plus largement que les crédits commerciaux, le financement des PME par les assurances puis par les mutuelles et les instituts de prévoyance et enfin par les particuliers et les entreprises dont les comptes sont certifiés, le crowdfunding. Ces dernières années les exceptions se sont encore multipliées du fait de la mise en œuvre d'une abondante réglementation européenne concernant notamment les fonds d'investissement à long terme, les applications de paiement mobile (type Paypal), les transferts d'argent de compte à compte lors des paiements internationaux. La définition extensive adoptée par la France est l'une des raisons qui explique le développement tardif des fonds de titrisation car la jurisprudence (Cass. Crim 20/02/1984) considérait que, quelle que soit l'origine des financements, le transfert de créances non échues était une opération de crédit, et donc inaccessible aux fonds d'investissement*. La création des minibons, accessibles aux personnes morales à la différence des bons de caisse, a facilité la création des premières plates formes de crowdfunding** mettant en relation des agents recherchant des financements avec des investisseurs potentiels. Ces plateformes font l'objet d'une réglementation très réduite ayant pour but de protéger les investisseurs : depuis octobre 2016, les plates-formes intervenant en capital doivent prendre le statut de CIP (Conseiller en Investissement Participatif) sous le contrôle de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) et celles intervenant en crédits rémunérés ne font l'objet d'aucun contrôle lors de leur création, mais peuvent être inspectées à tout moment par l'ACPR , (voir ci-après).

---

* Sur cet aspect du monopole bancaire, cf Sophie Vermeille, « Règles de droit et d'attractivité des modes de financement alternatifs au crédit bancaire », CAE n°104, 2012

**Les bons de caisse sont des titres anonymes non négociables émis par des entreprises en contrepartie de l'octroi d'un crédit de moins de cinq ans octroyé par une personne physique. Pour une présentation détaillée du lien entre les bons de caisse, considérés comme désuets et la création des plateformes de *crowfunding* : cf Héloïse Berkowitz et Antoine Souchaud, « Stratégies et conquête d'un nouvel espace de marché : la structuration du crowfunding » Revue gérer et comprendre, n°131, mars 2018.

Ces caractéristiques institutionnelles assuraient aux banques de dépôt des ressources bon marché et des marges d'intermédiation confortables, les abritant en principe à l'abri du risque d'insolvabilité et limitant les risques d'un retrait brutal et massif des dépôts[9].

[9] En France, un fonds unique de garantie des dépôts a été créé en juin 1999, en remplacement des régimes de garantie spécialisés propres à chaque catégorie de banques (AFB, mutualistes, etc.). En application d'une directive européenne de 2009, le montant de la garantie est fixé à 100 000€ depuis 2010, au lieu de 70 000€ auparavant Ce fonds unique est alimenté par une contribution des banques assise sur le montant de leurs dépôts, mais la taille du fonds est insuffisante pour faire face au dépôt de bilan d'un établissement de taille moyenne. La constitution d'un fonds européen unifié a alors été mise à l'étude malgré l'opposition allemande, car son assiette interétatique en divisant les risques devrait lui permettre de mieux assurer sa mission, sans alourdir les charges individuelles de chaque banque.

Les études empiriques ne permettent pas de trancher le débat théorique sur les mérites comparés des systèmes financiers orientés banque et de ceux orientés marchés, tant ces mérites dépendent de caractéristiques institutionnelles spécifiques à chaque pays L'encadré 2 ci-après résume de façon succincte ces travaux empiriques.

Encadré 2

Existe-t-il une structure optimale des systèmes financiers ?

Les premières études empiriques se sont efforcées de vérifier l'existence d'une corrélation positive entre la croissance d'une économie, la taille relative de son système financier et sa structure caractérisée par la part relative des financements bancaires et de la finance de marché. Jusque dans les années 1990, ces études faisaient apparaître un lien positif entre la taille du système financier et le taux de croissance des économies. Un système financier puissant était donc bien un accélérateur de croissance et dans les pays développés, la relation croissance-taille des systèmes financiers était d'autant plus intense que la part des financements de marché était importante. En résumé, ces études empiriques plaidaient donc plutôt en faveur du développement de la finance de marché, au fur et à mesure du développement des économies.

Le développement des méthodes d'analyse statistique et la connaissance des effets de la crise de 2018 ont affiné les conclusions des études empiriques en montrant qu'au-delà d'une certaine taille (en général autour de 100% du PIB), la fonction d'accélérateur de la croissance des systèmes financiers diminuait. L'explication dominante de ce constat empirique était que l'accroissement de l'endettement des économies, qui allait de pair avec la taille des systèmes financiers, était aussi un indicateur de risque, qui incitait les établissements financiers et les investisseurs à réduire leur offre de financement, ce qui finissait par pénaliser la croissance.

Ces conclusions ont cependant été contestées sur trois points en particulier :

- d'une part, la responsabilité du rationnement de l'offre de crédit pour expliquer le ralentissement des investissements et donc de la croissance économique est démentie par les enquêtes réalisées par les banques centrales ; ces enquêtes mettent en évidence l'influence de la demande de crédit des entreprises et des ménages, dépendant elle-même de leurs anticipations sur leurs perspectives de croissance et de revenu.

- d'autre part, les différences selon les pays, du poids des PME dans le tissu entrepreneurial*, ont un rôle explicatif important car les PME, y compris dans les pays les plus orientés marchés, restent plus dépendantes des crédits bancaires que les grandes entreprises.

- enfin, les caractéristiques du système de protection sociale ont un rôle important dans la constitution de l'épargne nécessaire au développement de la finance de marché**. On notera sur ce thème que ces études montrent que les inégalités de revenu sont favorables à la formation de cette épargne, mais à la condition qu'elles ne soient pas trop importantes (la relation inégalités-épargne a la forme d'une courbe en U).

_____

*le poids des PME dans l'emploi est ainsi de 70% environ dans l'UE et seulement de 50% aux Etats Unis.

**le poids des retraites par capitalisation et celui des compagnies d'assurance est ainsi plus élevé dans les pays dont les finances sont orientées marché, comme aux États-Unis ou au Royaume Uni ; dans la zone euro, les actifs des fonds de pension ne représentaient en 2016 que 3,1% de ceux de l'ensemble du secteur financier et ceux des sociétés d'assurance 10%. La situation des pays de la zone sont très différentes, ainsi aux Pays bas les actifs des fonds de pension représentaient 13,5% des actifs du secteur financier et seulement 1,5% en Italie et 4,3% en Allemagne et un % négligeable en France. Les actifs des sociétés d'assurance sont moins dispersés aux Pays Bas, 9,0% des actifs du secteur financier, en Italie, 13,6%, en Allemagne 15,1% et en France 20,1%. Aux États-Unis, les fonds de pension représentent 20,1% des actifs du secteur financier et les compagnies d'assurance 9,2% et au Royaume Uni, respectivement 9,3% et 10,2% (Source : BCE et FSV).

2-2 Le nouveau business model des banques

Le business model bancaire, qui ne semblait devoir évoluer que très progressivement, s'est transformé très rapidement lorsque, dans les années 2000, les banques ont tiré les conséquences de la mutation libérale de leur environnement institutionnel, et utilisé les possibilités offertes par les innovations financières. La

titrisation a ainsi eu un rôle important dans la disparition de leur business model historique, dit « originate to hold », qui consistait à initier des financements (origination) qui étaient conservés dans leurs bilans jusqu'à leur échéance; ce business model a été rapidement abandonné au profit d'un nouveau modèle, plus rentable, en apparence du moins, le modèle « originate to distribute ».

Selon ce nouveau modèle, les banques conservent leurs fonctions d'initiatrices des financements, mais utilisent les marchés, notamment les marchés de dérivés[10], pour sortir de leurs bilans, des risques coûteux en fonds propres, tels que les risques de contrepartie, les risques de change ou les risques de taux ; ces risques sont assumés par des investisseurs qui acceptent, pour bénéficier d'une rentabilité élevée, de supporter ces risques qu'ils ne peuvent pas toujours mesurer. La thèse largement dominante était donc qu'en utilisant les marchés pour disséminer les risques financiers hors des banques, ils devenaient maitrisables et permettait d'accroître l'offre de financement sans compromettre la stabilité des systèmes financiers.

On notera (encadré 3) que le système financier allemand qui, dans les années 1960, avait de nombreux points commun avec le système français, a connu une évolution voisine, mais qu'il a peut-être mieux préservé la qualité de ses relations avec les PME, ce qui n'est peut-être pas totalement sans rapport avec la réussite de l'industrie allemande.

Encadré 3

La transformation du modèle bancaire allemand

On remarquera que, dans les années 1980, les structures des systèmes financiers allemands et français étaient assez proches et quelles ont été transformés profondément mais selon des modalités différentes. Le business model des banques allemandes était centré sur le principe de la «Haussbank » (banque-maison), qui conduisait la banque principale de chaque entreprise à entretenir une relation stable avec son client, et à le soutenir dans les périodes difficiles. Le principe de la Haussbank était encore renforcé par une réglementation spécifique du droit bancaire allemand qui permettait à la banque, en collectant les droits de vote de ses clients individuels aux assemblées générales, de peser lors des Assemblée générales, d'être représentée aux conseil de surveillance et de jouer un grand rôle dans la désignation des dirigeants. Le système bancaire était divisé en trois composantes, quelques grandes banques privées, dont le chef de file était la Deutsche Bank, surtout tournées vers le financement des grandes entreprises, un système financier régional public très compétitif (landesbank et caisses d'épargne) car bénéficiant de la garantie des Länder (qui sera abandonnée ultérieurement), et dont la clientèle était surtout composée de PME, et enfin d'un grand établissement public, KFW, tourné notamment vers les crédits bonifiés aux PME.

La Deutsche Bank a donné le coup d'envoi à la mutation du système financier allemand, en décidant en 1989 de racheter la banque d'affaires britannique Morgan Grenfell et de devenir une banque d'investissement sur le modèle anglo-saxon , ce qui l'a conduit à abandonner la logique de la Haussbank et à réduire son rôle dans le financement des entreprises-clientes traversant des périodes difficiles telles que OPA hostiles ou difficultés financières (ainsi, en 2002, elle n'a pas soutenu, à la surprise générale, l'un des plus important groupe de BTP allemand, Phillips Holtzmann, dont elle détenait plus de 15% du capital, qui a été acculé à la faillite). Le gouvernement allemand, en 2002, a permis aux banques de céder leur participation dans les entreprises clientes en franchise de l'impôt sur les plus-values de cession et les a obligé à choisir, lors des assemblées générales, entre la collecte des droits de vote de leurs clients et l'exercice des droits de vote correspondant à leur participation dans le capital de leur client On notera que la mutation de la relation banque-entreprise allemande, semble avoir été réalisée sans trop de conséquences pour le tissu des PME, dont on on connait le rôle important dans le tissu industriel allemand. Sur ce point le parallèle avec la France, semble moins pertinent.

[10] Les dérivés sont des contrats noués en général entre deux parties, l'une qui cherche à se protéger des conséquences d'une variation inattendue des marchés au comptant (prix, taux d'intérêt, taux de change, maturités), et l'autre qui entend se protéger du risque inverse ; comme les deux parties ne génèrent pas un volume équivalent de contrats symétriques, l'équilibre du marché est assuré (en principe) par les spéculateurs. On distingue trois catégories de produits dérivés : les contrats à terme ferme, également appelés « futures », les options, et les swaps. Les futures permettent par exemple de neutraliser les fluctuations du taux de change sur une durée donnée, alors que les options donnent la faculté à l'acheteur de l'option, moyennant le versement d'une prime, de ne pas concrétiser la variation d'un cours ou d'un taux si elle ne lui convient pas, les swaps permettent de transformer les caractéristiques d'un contrat, par exemple d'échanger un taux variable contre un taux fixe.

Ce n'est probablement pas par hasard que la première manifestation de la crise de 2O08 a été la crise des subprimes, qui s'est poursuivie par le blocage des marchés interbancaires. L'ampleur et la brutalité de la crise a contraint les Etats a assumer la fonction de prêteur en dernier ressort des établissements financiers afin d'éviter que leur effondrement n'entraîne une crise économique majeure. Selon une étude de la Banque d'Espagne[11], en Europe, entre 2008 et 2015, le montant des aides publiques approuvées par la Commission Européenne a atteint 1842 milliards d'euros, dont une part importante consistait en garanties de crédits qui n'ont été que peu utilisées.

3- LES COMPOSANTES, PLUS OU MOINS BIEN RÉPERTORIÉES, DES SYSTÈMES FINANCIERS

La crise financière de 2008 a donc démontré l'erreur des thèses libérales ; si la résilience des banques a été mise en cause, il est apparu que l'autre composante importante des systèmes financiers, celle dénommée officiellement shadow banking (finance de l'ombre), avait un pouvoir de nuisance d'autant plus inquiétant que ses activités ne pouvaient être responsables de la stabilité financière du système financier dans son ensemble, ce qui explique qu'il était mal connu et peu régulée. En 2010, le G20 a pris acte de l'effondrement des thèses libérales et a chargé le FSB (encadré 4) d'établir en priorité une «cartographie» du shadow banking, préalable à sa régulation. Il faudra attendre sept à dix ans pour que cet objectif se concrétise.

Encadré 4

Le G20 et le FSB

Le G20 avait été créé en 1999 ; il rassemblait, sans périodicité pré-établie, les ministres des finances de 20 Pays et avait mission d'examiner les moyens de faire face à la succession des crises financières qui, au cours des années 1990, affectaient alors surtout les pays asiatiques. Après avoir tenu deux réunions annuelles, en 2009-2010, pour gérer les conséquences de la crise financière de 2008, il a été décidé, lors du G20 de Londres (avril 2009), que ses réunions se feraient au niveau des chefs d'Etat ou de gouvernement et que la connaissance, la surveillance et la régulation de l'ensemble du système financier, et non plus exclusivement du système bancaire, deviendrait une de ses missions essentielles. En 2011, le rythme des réunions est devenu annuel. Le G20 fonctionne sur le mode du consensus et n'a pas de pouvoirs directs ; ses recommandations, publiées sous forme de communiqués, sont destinées à ses Etats-membres ainsi qu'aux les grandes organisations économiques internationales (FMI, OCDE, BRI …). L'ancien Forum de Stabilité Financière (FSF) créé en 1999 par le G20, et rebaptisé CSF (Conseil de Stabilité financière) ou, selon le sigle anglais plus usité, FSB (Financial Stability Board), est chargé de piloter la concrétisation des recommandations du FSB

3-1 Une description de la finance de l'ombre cohérente avec les besoins de gestion du risque systémique

Le Conseil de Stabilité Financière, et à sa suite le CERS (Comité Européen du Risque Systémique)[12] ont défini le shadow banking comme le regroupement des établissements non bancaires remplissant une fonction d'intermédiation de crédit en réalisant des fonctions économiques comparables à celles réalisées par les banques :

- Accepter des capitaux ayant des caractéristiques voisines de celles des dépôts collectés par les banques
- Réaliser des opérations de transformations d'échéances ou de liquidité
- Transférer des risques de crédit des entités prêteuses vers des investisseurs
- Avoir recours, directement ou indirectement, au levier financier pour réaliser ces activités

[11] Les résultats de cette étude sont cités dans les Echos du 11/09/2018

[12] Le Comité Européen du Risque Systémique ou ESRB (European Systemic Risk Board) a été créé en Décembre 2010. Il est chargé d'émettre des avis et des recommandations et des alertes en matière de risque macroprudentiel concernant l'ensemble du système financier européen (banques, finance de l'ombre, compagnies d'assurance et fonds de pension) Sa composition et sa localisation (Francfort) le rend très proche de la BCE, mais sa compétence géographique est plus large.

L'exercice de ces fonctions économiques est le critère central de la définition dite « étroite » de la finance de l'ombre, la nature juridique des entités n'ayant qu'un rôle second. La faiblesse de la régulation subie par chaque entité est considérée comme un critère d'appartenance à la finance de l'ombre, ce qui a conduit le FSB à exclure des entités non bancaires telles que des fonds d'investissement ou des brokers dealers[13] qui étaient régulées indirectement parce que consolidées dans des groupes bancaires. En revanche, sont inclus des assureurs et des fonds de pension exerçant des fonctions d'intermédiation financière et se finançant à court terme alors que leurs engagements sont à long terme[14]. Selon l'approche du FSB, le montant des actifs financiers du système financier mondial ainsi défini s'élève, à la fin 2016, à 339 trillions $) ; ses composantes sont les suivantes:

Banques centrales	: 26,2
Institutions financières publiques	: 16,0
Banques	: 137,8
Compagnies d'assurance :	: 29,1
Fonds de pension	: 30,1
Shadow banking	: 45,2

Le tableau ci-dessous indique, dans sa partie gauche les cinq fonctions économiques du shadow banking (notées EF) et, dans sa partie droite, les entités qui exercent ces fonctions, une entité pouvant exercer plusieurs fonctions :

Classification des fonctions du shadow banking

EF	Definition	Typical entity types[29]
EF1	Management of collective investment vehicles with features that make them susceptible to runs	MMFs, fixed income funds, mixed funds, credit hedge funds,[30] real estate funds
EF2	Loan provision that is dependent on short-term funding	Finance companies, leasing/factoring companies, consumer credit companies
EF3	Intermediation of market activities that is dependent on short-term funding or on secured funding of client assets	Broker-dealers, securities finance companies
EF4	Facilitation of credit creation	Credit insurance companies, financial guarantors, monolines
EF5	Securitisation-based credit intermediation and funding of financial entities	Securitisation vehicles, structured finance vehicles, asset-backed securities

(*Source FSB)*

Le montant des actifs du shadow banking représente une part importante des actifs financiers mondiaux, sans rapport avec le poids du pays d'appartenance[15]: ainsi, trois petits pays, l'Irlande, le Luxembourg et les Iles caïmans détiennent, à elles seules, presque le quart des actifs mondiaux du shadow banking (tableau ci-après). On notera que par l'expression «monde » utilisée par le FSB ne signifie pas que ce dernier recense les actifs de tous les pays, mais qu'il recense ceux de tous les pays dont le poids est présumé important et qui ont été en capacité de lui communiquer toute l'information nécessaire.

[13] Les brockers sont des intermédiaires qui mettent en relation des acheteurs et des vendeurs de titres financiers ; si de plus ils prennent des positions et se portent contrepartie, ils sont appelés brockers dealers.

[14] L'introduction de la catégorie « finance de l'ombre » rend donc non stricyement additives les catégories statistiques employées par le FSB.

[15] Pour éviter toute ambigüité, les statisticiens emploient le terme « juridiction » pour désigner le pays d'appartenance des entités juridiques du shadow banking.

Principaux pays de localisation des entités du shadow banking

Pays	Actifs du shadow banking		Part (%) dans le shadow banking mondial	Part (%) dans les actifs financiers nationaux
	Trillions $	% PIB		
Etats Unis	14,1	75,7	31,3	15,6
Chine	7,0	62,5	15,5	14,3
Iles Caïmans	4,7	ns	10,3	61,8
Luxembourg	3,2	5461	7,2	21,2
Japon	2,8	56,6	6,1	8,2
Irlande	2,3	754,6	5,2	46,2
Allemagne	1,7	48,9	3,8	11,0
Royaume Uni	1,5	56,6	3,2	5,4
France	1,4	56,8	3,1	9,3

(Source : FSB)

Le poids de la finance de l'ombre est très différent selon les pays et n'est pas systématiquement en rapport avec le poids économique du pays d'accueil, ni avec celui de ses banques ; ce poids dépends surtout du degré d'internationalisation des activités des entités financières du pays, qui sont souvent en rapport avec les caractéristiques du système fiscal du pays (plus ou moins proche d'un paradis fiscal).

Part(%) de chaque fonction économique dans les actifs du shadow banking de chaque pays * en 2016

(en 2016)	Fonction 1	Fonction 2	Fonction 3	Fonction 4	Fonction 5
Etats Unis	65,5	6,9	12,2	0,3	8,7
Chine	76,3	2,1	3,5	-	18,0
Iles Caïmans	97,9	-	-	-	2,0
Luxembourg	92,0	-	-	-	5,9
Japon	32,4	17,5	44,2	-	5,9
Irlande	72,3	-	0,4	2,4	17,1
Allemagne	93,6	3,2	11,2	-	3,2
Royaume Uni	45,5	12,4	8,2	0,3	13,0
France	88,2	0,6	8,2	1,8	7,2
29 pays	71,6	6,4	8,4	0,4	9,6

*Total inférieur à 100% car une faible partie du shadow banking n'a pu être réparti par fonction

(Source FSB)

Le shadow banking français est fortement concentré sur la fonction économique n°1, qui regroupe essentiellement des fonds d'investissement monétaires, obligataires ou diversifiés et dans une moindre mesure sur la fonction n°3, qui regroupe des entités non rattachées à des banques exerçant des fonctions de broker et les véhicules résultant pour l'essentiel d'opérations de titrisation bancaires

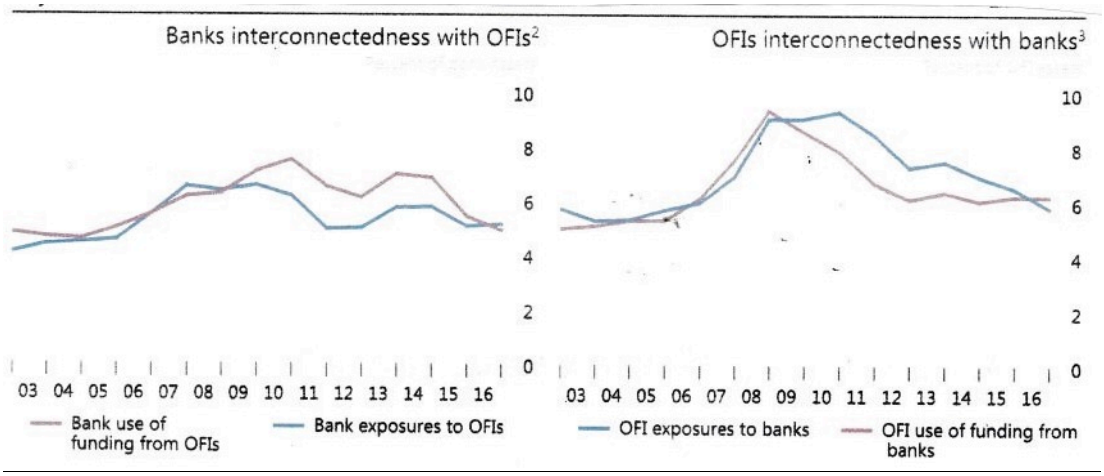
3-2 ***Les interconnexions entre les deux principales composantes des systèmes financiers***

Les banques entretiennent avec les entités du shadow banking des relations qui pèsent dans leurs bilans soit au titre d'engagements accordés, soit au titre de financements reçus, et symétriquement pour les entités du shadow banking.

Le graphique qui suit montre que, jusqu'à la crise de 2008, les passifs et actifs des banques étaient impactés de façon croissante par les risques provenant de la finance de l'ombre (dans sa définition large), mais que ses interrelations se sont atténuées depuis.

Les interconnexions entre les banques et la finance non bancaire (OFIs)

(En % des actifs des banques, ou des actifs des OFIs)



(Source : FSB)

Les connexions des banques avec les banques de l'ombre, exprimées en pourcentage des bilans, sont assez différentes, mais globalement la finance de l'ombre apparait plus liée avec les banques que les banques avec la finance de l'ombre, cependant cette observation, comme le montre le tableau ci-après, ne vaut pas comme règle générale:

Les interconnexions entre les banques et la finance de l'ombre pour quelques pays pays (fin 2016)

(en % des actifs ou financiers)	Pour les banques		Pour la finance de l'ombre	
	actifs	passifs	actifs	passifs
RU	6,3	4,9	9,6	12,5
Etats Unis	4,9	5,5	3,4	3,0
France	4,3	5,5	18,7	14,1
Allemagne	5,2	2,4	7,6	16,1
Irlande	16,8	8,0	1,3	2, 6
Italie	4,5	1,6	5,8	25,9
Espagne	4,5	6,3	19,7	13,9
Pays Bas	7,1	8,4	3,1	2 ,6
Luxembourg	3,6	20,3	1,2	0,2
Ile Caïmans	0,4	1,3	0,2	0,1
Chine	3,5	1,6	4,7	10,5

(Source FSB)

4- LA RIGUEUR ACCRUE DE LA RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE DES BANQUES

Bien que les activités bancaires soient fortement mondialisées et interconnectées, elles sont largement régulées sur une base nationale ou européenne, transposant souvent des accords internationaux, négociés au sein du Comité de Bâle[16].

[16] L'initiative de la régulation bancaire incombe en grande partie au Comité de Bâle, instance internationale créée en 1974 par le G10 à la suite de la faillite de la petite banque familiale allemande Herstatt qui s'était imprudemment engagée sur le change DM-$; cette faillite avait entraîné la fermeture du marché interbancaire de New York et engendré un risque de défaillance du système financier mondial. La nécessité de produire des règles prudentielles contraignantes pour toutes les banques ayant une activité internationale significative est alors devenue une évidence. Toutefois, le Comité de Bâle intervient selon un mode consensuel, les « accords » qu'il obtient doivent être transposés, à la discrétion des 27 Etats membres actuels, dans les législations nationales ou européennes.

4-1 La difficile mise en place d'une régulation mondialement unifiée des fonds propres des banques

La réglementation prudentielle des banques, a longtemps été centrée sur la surveillance des risques individuels, dits microéconomiques, résultant des activités de crédit[17] puis elle a été renforcée dans trois directions :

- d'une part, en améliorant progressivement la prise en compte des opérations de marché, et en intégrant les risques de liquidité largement ignorés bien qu'ils ont été à l'origine de la crise de 2008
- d'autre part, en exigeant que les grandes banques d'importance systémique disposent d'un coussin de fonds propres supérieur à celui imposé aux établissements plus petits jugé moins dangereux[18]
- Et enfin, en modulant les exigences de fonds propres selon la phase conjoncturelle dans laquelle se trouve l'économie réelle

Dès 1988, à l'initiative de la communauté internationale, le Comité de Bâle avait adopté les *accords dit Bâle1* qui amélioraient surtout la prise en compte du risque de contrepartie pesant sur les activités de crédit ; à cette fin un ratio réglementaire de fonds propres définis de façon très large, dit ratio Cooke, a été créé ; il rapportait les fonds propres aux actifs de crédit pondérés par des coefficients de risque dépendants de la nature juridique du créancier et non de son risque spécifique..

En 2004, Bâle2 remplace Bâle 1 et le ratio Mac Donough remplace le ratio Cooke : les fonds propres doivent comprendre une part minimale de fonds propres « durs » et l'encours de crédit est pondéré en fonction du risque spécifique de chaque contrepartie ; de plus, les risques de marché sont plus largement pris en compte ainsi que les risques opérationnels. Les plus grandes banques obtiennent la possibilité de définir elles-mêmes leur méthode d'évaluation des risques, sans employer les méthodes standards définies par l'accord ; cependant les méthodes internes doivent être validées a posteriori, par les superviseurs nationaux, souvent soupçonnés d'être « capturés » par les grandes banques.

Bâle 2 fait l'objet de trois critiques principales :

- Son action procyclique,
- la pondération nulle des crédits souverains
- les effets pervers de l'autoévaluation des risques.

Le rapport du Comité de Bâle, adopté par le G2O de Pittsburgh (2009)[19] dénonce explicitement parmi les causes de la crise de 2008, les insuffisances de la réglementation bancaire : « La profondeur et l'ampleur de la crise ont été accentuées par les déficiences qui caractérisaient le secteur bancaire, comme par exemple, un endettement excessif, l'inadéquation et la qualité médiocre des fonds propres ainsi que l'insuffisance des volants de liquidité. La situation a été encore exacerbée par le caractère procyclique de l'effet de levier et l'interdépendance des établissements financiers d'importance systémique. Le comité a décidé de répondre à la crise en proposant des réformes destinées à améliorer la capacité du secteur bancaire à absorber les

[17] Les actifs pondérés du ratio de solvabilité représentaient avant la crise moins de 30% du total des actifs des banques de l'UE.

[18] La crise de 2008 ne corrobore ce point de vue, car ce sont les défaillances de petites entités, bancaires et non bancaires qui ont bloqué le marché interbancaire, en révélant la mauvaise qualité de l'information donnée par les bilans bancaires.

[19] Ce rapport a été publié par la BRI en octobre 2010.

chocs consécutifs à des tensions financières ou économiques, quelle qu'en soit la cause, et à réduire ainsi le risque de propagation à l'économie réelle ».

De nouvelles normes internationales sont alors adoptées en 2009 et 2010 sous le nom de *Bâle 3* ; elles concernent l*es fonds propres* dont la composition est encore affinée notamment par la création d'un ratio de fonds propre de base dit « tier 1 » ou « CET 1 » (Common Equity Tier 1). Les actifs pondérés du ratio intègrent cette fois plus strictement les activités de négociation, de titrisation, les engagements hors bilan, ainsi que le risque de contrepartie sur les instruments dérivés. Les autorités de régulation obtiennent la possibilité d'imposer un « volant contracyclique » supplémentaire composé d'actions ordinaires, lorsqu'elles jugent que la croissance du crédit fait peser un risque systémique, et elles obtiennent la possibilité d'exiger des établissements dont la solvabilité est incertaine et dont le ratio de fonds propres est inférieur au niveau minimum, d'exiger la conversion des quasi-fonds propres en actions ordinaires et de restreindre voire de supprimer les distributions de dividendes. Enfin, l*es établissements de grande taille dits systémiques* ou SIFIs (*Systemically Important Financial Institutions*)[20], qui sont ceux dont la défaillance pourrait entraîner des disfonctionnements importants de tout le système financier, sont astreints à des exigences de fonds propres renforcées ; enfin trois nouveaux ratios seront mises en œuvre dans un futur proche :

- *Un ratio dit de levier* rapportant le niveau des fonds propres de meilleure qualité (tier one) aux actifs totaux (bilan et hors bilan) non pondérés par le risque
- *Deux normes de liquidité* : un ratio de solvabilité à un mois, dit ratio LCR (Liquidity Coverage Ratio) et un ratio de solvabilité à un an, dit NSFR (Net Stable Funding Ratio).

La totalité des nouvelles normes de fonds propres devaient être transposées et mises en œuvre progressivement entre janvier 2013 et janvier 2019. Le calendrier initial n'ayant pas été respecté pour toutes les dispositions, les négociations sur la finalisation de Bâle3 ont dû reprendre en 2017 pour régler les désaccords persistants entre les banques européennes, sur le traitement des crédits immobiliers, et surtout, pour trouver une solution au refus des banques américaines[21] d'appliquer certaines dispositions de l'accord, jugées moins efficaces que la réglementation américaine[22].

Un compromis a finalement été trouvé le 7 décembre 2017 portant sur quatre points principaux :

- La faculté donnée aux grandes banques européennes d'évaluer leurs risques avec des modèles propres à chacune (autorégulation) est maintenue malgré l'opposition des banques américaines, les modèles internes d'évaluation des risques pourront continuer à être utilisés à la condition que le plancher de fonds propres (« output floor ») calculé avec le modèle interne ne soit pas inférieur à 50% du montant calculé avec le modèle standard à partir de 2022 (niveau porté à 72,5% en 2027).

[20] 29 banques systémiques ont été définies en novembre 2013 par le Conseil de Stabilité Financière : 8 banques américaines, 4 banques françaises, 4 banques britanniques, 3 banques japonaises, 2 banques suisses, 2 banques espagnoles, 2 banques chinoises ; les Pays Bas, l'Italie et la Suède n'ayant chacun qu'une banque systémique.

[21] En Europe, les normes de Bâle 2,5 s'appliquent depuis 2011 et celles de Bâle3 concernant les fonds propres ont été transposés par les directives CRD4 et le règlement CRR et s'appliquent depuis janvier 2014 à tous les établissements de crédit. Aux Etats Unis, Bâle2 n'avait pas été appliqué, et Bâle3 ne devait l'être que progressivement, après une période de convergence progressive avec les normes européennes.

[22] Les banques américaines demandaient que les exigences de fonds propres des banques européennes s'alignent sur les leurs, car elles estimaient que la définition européenne du ratio de fonds propres était biaisée par la faculté d'auto-évaluation des risques de contrepartie du risque de crédit. Les banques européennes refusaient la création de toutes nouvelles exigences de fonds propres et contestaient la possibilité donnée aux régulateurs de restreindre la distribution de dividendes en cas de risque d'insolvabilité.

- Les modèles internes ne pourront pas être utilisés pour calculer les expositions aux actions et aux engagements sur d'autres banques ainsi que pour évaluer le risque opérationnel.

- Le traitement des risques de marché et notamment l'utilisation des *trading book*[23], sera revu et l'application des nouvelles règles concernant leur usage, qui devait intervenir en 2019, est reportée à 2022

  -Le traitement des crédits immobiliers cautionnés restera identique à celui des crédits hypothécaires[24].

En Europe, cet accord a reçu un accueil réservé : la Commission Européenne a indiqué qu'elle tiendrait compte des spécificités du système bancaire européen pour le mettre en application, l'Autorité Bancaire Européenne a affirmé que l'accord fera apparaître une insuffisance de 39,7 Md€ des fonds propres des grandes banques européenne et le Directeur Général de la fédération Bancaire Européenne a déclaré que le plancher de calcul des risques « peut nuire gravement à notre économie en Europe et à la compétitivité mondiale des banques européennes »[25]. La transposition de l''accord dans les réglementations nationales, ne se fera donc pas sans nouveaux débats.

Finalement, on ne peut contester que les régulateurs aient tiré les conséquences de la crise de 2008 en exigeant des banques une augmentation de la qualité et la quantité des fonds propres, en renforçant la prise en compte des risques, en tenant compte du cycle économique et du risque systémique.

Décomposition des exigences de fonds propres et de liquidité imposées aux aux banques

Voir page suivante

[23] Le portefeuille de négociation (trading book) rassemble tous les actifs disponibles à la vente, ce qui inclut une grande partie des opérations de marché ; les actifs composant ce portefeuille sont comptabilisés en valeur de marché marché, alors que la crise de 2008, a montré qu'une partie d'entre eux était en fait invendable et aurait donc dû, en toute rigueur, être reclassée dans le portefeuille bancaire (banking book) où sont placés les actifs non immédiatement cessibles et qui doivent être provisionnées en cas de problèmes ; un tel reclassement vers le portefeuille bancaire entraînerait une charge de fonds propres très supérieure à celle qui résultait du classement dans les trading book… Une solution de compromis a été avancée pour limiter la ponction sur les fonds propres : conserver les règles actuelles d'affectation des actifs dans le trading book, mais créer un risque provisionnable d'illiquidité spécifique à ce portefeuille.

[24] Il est ainsi fait droit à une demande surtout portée par les banques françaises, car les crédits immobiliers qu'elles accordent sont en grande partie des crédits à taux fixe cautionnés ; les banques octroient ces crédits en fonction de la capacité de remboursement du demandeur, donc en fonction de ses revenus alors que les banques anglo-saxonne privilégient les crédits hypothécaires à taux variable (crédits LTV –loan to value-). Dans le système français, le risque d'insolvabilité de l'emprunteur est donc assumé par la caution, et le risque de taux par la banque, alors que dans le système anglo-saxon, la banque subit risque de dévalorisation du bien immobilier, mais pas le risque de taux supporté par le créancier.

[25] Source : Le Monde du 9/12/2017

Décomposition des exigences de fonds propres et de liquidité imposées aux banques

Norme	Année d'adoption	Exigence	Application à partir de l'année	Application complète en
Phase 1 : fonds propres et liquidité				
Définition des fonds propres	2010	CET1 ; déductions	2013	2022
Ratio CET1 minimum	2010	4,5%	2013	2015
Volant de conservation des fonds propres	2010	2,5%	2016	2019
Volant contracyclique	2010	0-2,5%	2016	2019
Exigence de fonds propres supplémentaire pour les G-SIB	2010	0-3,5%	2016	2019
Ratio de levier (LR)	2010	3%	2015 (communication)	2018
Dispositif relatif à la titrisation	*2014*	*Dispositif révisé*		*2018*
Cadre du risque de marché	*2016*	*Dispositif révisé*		*2022*
Ratio de liquidité à court terme	2010	100%	2015	2019
Ratio structurel de liquidité à long terme	2010	100%		2018
Phase 2 : mesures relatives à la variabilité des fonds propres				
Plancher sur les actifs pondérés des risques (« output floor »)	2017	72,5%	2022	2027
Révision ratio de levier/Exigence supplémentaire G-SIB	2017	Facteur scalaire 50 %		2022
Cadre du risque de crédit	*2017*	*Dispositif révisé*		*2022*
Cadre du risque opérationnel	*2017*	*Dispositif révisé*		*2022*

source : BRI 2018

4-2 La « séparation », une réforme structurelle fondamentale, aujourd'hui remise en cause aux Etats Unis et au Royaume Uni et inaboutie dans la zone euro

Les réformes de Bâle sont certes jugées utiles, mais elles sont insuffisantes pour éviter les risques inhérents aux activités de marché exercées par les banques universelles ; ces dernières utilisent ces activités peu régulées, non seulement pour offrir des produits répondant à la demande de leurs clients, mais aussi pour investir pour leur propre compte dans des activités de marché risquées et peu régulées mais rémunératrices. Les risques engendrés par le développement, au sein des établissements de crédit, d'activités de marché pour compte propre, ont été jugé suffisamment significatif pour que les Etats Unis, le Royaume Uni et la zone euro aient jugé nécessaire de créer une frontière étanche entre les métiers de banque de dépôt et tout ou partie de leurs activités de marché, malgré l'opposition de leurs banques.

Aux Etats Unis, l'instauration du Dodd-Franck Act et de sa principale disposition, la règle Volcker

En juin 2009, le Président Barack Obama a présenté un projet de loi ambitieux destiné à « réformer Wall Street » : il s'inspirait du Glaas Steagall Act qui, en 1933, avait séparé strictement les banques de dépôt des banques d'investissement pour reconstituer la résilience du système financier américain après la crise de 1929. Après la crise de 2008, le gouvernement américain poursuivait deux objectifs, d'une part, préserver les activités bancaires des conséquences du développement de la finance de marché et, d'autre part, en devançant les projets de réforme européenne, faire de la réglementation américaine un référence pour la future réglementation européenne.

En juillet 2010, le Dodd Frank Act, baptisé du nom des deux sénateurs qui dirigèrent sa rédaction, est promulgué ; il s'agit d'un document de 2300 pages, dont les textes d'application, encore plus volumineux, ne devaient entrer en vigueur que très progressivement.

Les domaines couverts par cette loi sont multiples, et concernent notamment les normes prudentielles imposées aux banques et leurs activités de marché.

Le Dodd Franck Act confirme la volonté américaine d'appliquer Bâle3 [26], et, sous le nom de règle Volcker[27], il imposait la séparation des activités de banque et de marché ; cette règle interdisait aux banques, y compris aux banques étrangères (maisons mères, filiales ou succursales), ainsi qu'aux non-banques qui, comme Goldman Sachs ou Morgan Stanley, avaient choisi de se placer sous l'autorité de la FED[28], de pratiquer des activités de trading pour compte propre (à l'exception du trading sur les dettes souveraines) et de prendre des participations ou d'accorder des crédits ou des garanties à des véhicules d'investissement , à l'exception des fonds immobiliers; les activités de trading pour le compte de leurs clients leur sont permises. Les banques ayant acheté des produits de marché devront les loger dans des filiales. La titrisation des crédits par les banques reste autorisée, sous réserve que celles-ci conservent dans leurs bilans, comme en Europe, 5% des opérations titrisées.

Le nouveau Président des Etats Unis, Donald Trump a, dès sa nomination, annoncé sa volonté d'abroger le Dodd Franck Act « afin de permettre aux banques américaines de prêter à nouveau ». L'abrogation pure et simple du Dodd-Franck Act s'avérant difficile à réaliser, la première réforme adoptée le 22 mai 2018 par le Congrès, en préserve l'architecture mais réduit le nombre de banques concernées à 12 environ, (celles dont l'actif total est supérieur à 250 Md$, au lieu de 50 Md$ dans le Dodd Frank act) ; toutefois, la FED a obtenu le droit de surveiller étroitement les banques dont les actifs se situent dans une fourchette de 100 à 250 Md$ et elle pourra, si elle le juge utile, leur imposer des stress tests périodiques.

Au Royaume Uni, la règle Vickers

Dès septembre 2011, un comité d'experts indépendants, présidé par M. Vickers, ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre et ancien commissaire à la concurrence de l'UE, proposait, à la différence de la règle Volcker, de préserver l'intégrité des groupes financiers en contrepartie d'un cantonnement strict des activités de banque de détail, réservées à des filiales autonomes financièrement et dotées de leur propre conseil d'administration ; en juin 2012, le gouvernement britannique a publié un livre blanc qui reprend les propositions de la Commission Vickers.

Toutes les entités d'un groupe bancaire, et pas seulement sa banque de détail, pourront recevoir les dépôts des grandes entreprises et leur consentir des crédits. La banque de détail pourra cependant exercer quelques activités de marché strictement pour le compte des entreprises clientes, comme celles de teneur de marché (elles assurent la liquidité des titres de leurs clients).

---

[26] On notera que le Dodd Frank Act s'impose aux filiales américaines des banques étrangères ayant un total d'actifs de plus de 50 Md$; celles-ci devront constituer une « Intermediate Holding Company » (IHC), qui deviendra l'unique entité faitière des activités américaines de la banque étrangère, et sera soumise à la supervision des autorités américaines. La BNP a déjà créé une telle entité. En réaction, la Commission Européenne a proposé que les banques non européennes systémiques (dont les actifs dépassent 30 Md€) ayant des filiales ou des succursales européennes et €, soient tenus de créer une « entreprise mère intermédiaire » (Intermediate EU Parent Undertaking ou IPU), afin de les soumettre aux mécanismes européens de supervision et de résolution.

[27] Du nom de l'ancien Président de la FED, devenu président des conseillers du Président Barack Obama.

[28] La règle Volker définit comme banques, deux catégories d'établissements financiers, d'une part, les banques proprement dites, qui reçoivent des dépôts garantis par la FDIC (Federal Deposit Insurance Corp.) , et, d'autre part, les investment banks qui , pour accéder, comme les banques proprement dites, aux refinancements de la FED, se placent volontairement sous son autorité, en remplacement de la SEC (Securities Exchange Commission) .

Le destin de cette réglementation, qui devait être appliquée à compter de janvier 2019, pourrait être affecté par les conséquences du Brexit [29].

L'*échec de l'instauration d'une véritable « séparation » dans la zone euro*

A l'initiative de Michel Barnier, Président de la Commission européenne, chargé de la concurrence, et non à l'initiative directe de la Commission européenne, un groupe de travail présidé par E. Liikanen (gouverneur de la Banque de Finlande) a remis, en octobre 2012, un rapport concluant que la transposition des accords de Bâle et le traitement des faillites bancaires représentaient une «avancée majeure» vers plus de stabilité, mais qu'il était absolument nécessaire d'imposer une « séparation légale » au sein des groupes bancaires entre « certaines activités financières particulièrement risquées et les activités de dépôt » . La philosophie du rapport était assez proche de celle du rapport Vickers car, si elle préservait les groupes bancaires, elle n'isolait pas strictement les activités de banque de dépôt, puisque l'entité du groupe qui les exerçait pouvait continuer à réaliser des activités de trading, à condition qu'elles ne dépassent pas 15 à 25% de leur bilan, ou un montant de 100Md€.

La séparation entre les activités spéculatives et les activités bancaires se heurtait à la volonté des Etats, notamment de la France et de l'Allemagne, qui, relayant leurs lobbies bancaires, entendaient préserver leurs grandes banques universelles. Prenant de vitesse les autorités européennes, l'Allemagne, l'Italie et la France, décident de créer leur propre réglementation, espérant ainsi infléchir l'instauration de la future réglementation européenne présumée plus sévère. Dans le cas de la France, la loi Moscovici (loi de « régulation et de séparation des activités bancaires », adoptée dans l'urgence en juillet 2013, séparait effectivement les activités de marché des activités bancaires, mais avec des conditions si peu restrictives, que le Président de la Société Générale, évidemment hostile au principe de cette loi, avait admis son innocuité, en déclarant que puisque la séparation ne concernerait que moins de 1% des actifs de son groupe, il n'avait plus de raison d'être hostile au projet français ... En octobre 2017, la Commission Européenne annonce officiellement qu'elle renonce à son projet d'instauration d'une règle de séparation entre les activités bancaires proprement dites et les activités plus spéculatives, car « l'objectif de stabilité financière qui sous-tendait la proposition a été traité par le biais d'autres mesures réglementaires dans le secteur bancaire ». Les lobbies bancaires ont gagné.

4-3 Vers l'*Union Bancaire en Europe, ou la difficile introduction d'une dose de solidarité entre pays européens*

L'Europe a adopté, lors du Conseil de juin 2012, un projet d' « Union Bancaire », visant la réalisation d'un marché bancaire européen unifié. Les débats concernant ce projet ont moins porté sur l'objectif final d'unification des marchés bancaires nationaux, que sur la façon de rendre acceptable à des pays comme l'Allemagne ou les Pays Bas, les exigences de solidarité financière inhérentes au projet d'Union Bancaire.

Trois préalables à la réalisation de l'Union bancaire ont été définis :

- Ll'Unio Bancaire ne sera instaurée qu'une fois que les établissements financiers de chaque pays auront atteint un «niveau élevé de sécurité financière», afin que les pays qui satisfont à cet objectif, ne deviennent pas les principaux contributeurs de l'aide aux banques les plus fragiles. Au préalable, les règles comptables bancaires nationales devront permettre une mesure unifiée des risques individuels de chaque banque, notamment pour ce qui concerne les créances douteuses
- l'Etat ne sera pas le contributeur principal de la «résolution» des difficultés individuelle des banques
- le lien traditionnel entre les autorités nationales de surveillance et les grandes banques sera rompu.

[29] Barclays en avril 2018 et HSBC en juillet 2018, ont réalisé la séparation de leurs activités de banque de détail et de banque d'investissement au Royaume Uni, mais Lloyd's Banking Group, Royal Bank of Scotland et la filiale britannique de la banque espagnole Santander ne les ont pas suivi.

A ces conditions, les trois mécanismes qui sont la trame de l'Union Bancaire pourront être finalisés et devenir pleinement opérationnels. Ces trois mécanismes sont :

- *Le Mécanisme de Supervision Unique (MSU) :* opérationnel depuis 2014*,* son objectif est de garantir l'homogénéité de la surveillance des établissements de crédit afin d'éviter la fragmentation du marché bancaire. Tous les Etats de la zone euro adhèrent au MSU, ainsi que d'autres Etats membres sur une base volontaire. Depuis novembre 2014, la Banque Centrale Européenne (BCE) est chargée d'assurer la supervision de 130 grandes banques de la zone euro[30] et ainsi que, à son initiative, d'autres banques plus petites dont la situation est dégradée et dont la défaillance pourrait compromettre la stabilité financière européenne. La surveillance des banques non surveillées par la BCE reste de la responsabilité des banques centrales nationales. Outre son rôle de veille microprudentielle, la BCE joue un rôle central dans la surveillance macroprudentielle et collabore étroitement dans ce but avec les autorités européennes qui composent le « système Européen de Surveillance Financière » (SESF).

- *Le Mécanisme de Résolution Unique (MRU) :* Contrairement au MSU, le MRU, mis en place en janvier 2015, est une agence indépendante de la BCE, chargée de l'application des plans de résolution des banques conformément à la directive « redressement et résolution » ; celle-ci prévoit qu'en cas de difficultés des banques, leur renflouement interne (« bail in ») est privilégié, et qu'il sera fait appel, dans l'ordre, d'abord aux actionnaires, puis aux créanciers et enfin aux déposants (pour la partie des dépôts dépassant 100 000€) ; toutefois dans son article 56, la directive admet que, dans des circonstances exceptionnelles, un soutien public pourra être autorisé, pour des montants et une durée limitées[31]. Un Fonds de Résolution Unique (FRU), géré par le MRU interviendra si le bail in se révèle insuffisant ; ce fonds sera doté d'ici 2023 de 50 Md€[32] provenant d'une cotisation des banques plafonnée à 1% du montant de leurs dépôts. Les ressources du FRU peuvent être utilisées pour garantir les actifs et les engagements des banques en difficulté, mais ne peuvent être actionnés pour couvrir leurs pertes ou les recapitaliser, conformément à la règle du « bail in ». La Commission, en 2017, a admis que, d'ici 2024, en cas de sinistre important, les ressources du fonds pourraient s'avérer insuffisantes[33] et elle a proposé la création d'un deuxième fonds, intervenant après le FRU, alimenté par des ressources publiques, sous la forme d'une ligne de crédit, dont le remboursement incomberait aux banques. La France et l'Allemagne ont apporté leur soutien à cette proposition, précisant, à la demande de l'Allemagne, que ce fonds ne pourra être créé qu'une fois que la masse anormale des crédits douteux (non performing) accumulés par les banques de certains pays aura été suffisamment réduits (ce qui vise plus particulièrement la Grèce, l'Italie ou le Portugal).

- *Le Système Européen de Garantie des Dépôts (SEGD) : E*n novembre 2015, la Commission Européenne avait établi un projet de création d'un Fonds collectif de garantie qui s'est heurté à l'opposition de l'Allemagne, des Pays Bas et de la Finlande, qui considéraient qu'un tel mécanisme ne pouvait pas, lui aussi, être envisagé avant que les créances douteuses des banques européennes n'aient été réduites de façon substantielle. En octobre 2017, la Commission a affiné son projet en en prévoyant une réalisation plus progressive : dans une

[30] Les pays qui souhaitent que leurs banques bénéficient des dispositifs de solidarité prévus par l'Union Bancaire doivent accepter la surveillance de leurs banques par le MSU ; cette condition pose un problème juridique car la BCE n'a pas la compétence pour intervenir dans la surveillance d'établissements de l'UE situés hors de la zone euro. La solution trouvée, qui vaut ce qu'elle vaut, a été de créer au sein de la BCE, un organisme décisionnel ad hoc, le Conseil de Supervision, qui prendra les décisions concernant la supervision, au lieu et place de l'instance décisionnelle statutaire de la BCE, le Conseil des Gouverneurs.

[31] En juillet 2016, La Commission a accepté la demande du gouvernement italien de l'autoriser à donner une garantie publique à l'émission de produits titrisés incorporant des prêts non performants, considérant que le risque d'activation de ces garanties était faible. L'interdiction du bail in est donc affaire d'interprétation.

[32] Au 30 juin 2018, les ressources du fonds sont de 24,9 Md€.

[33] Dans un document de réflexion de la Commission sur l'approfondissement de l'UEM (2017), la Commission a précisé que l'octroi d'une ligne de crédit du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) serait l'option la plus probante

première phase, les fonds nationaux de garantie bénéficieraient d'une ligne de liquidité du SEGD, puis, dans une seconde phase, le SEGD prendrait directement en charge la garantie de dépôt, cette seconde phase n'intervenant, comme le demandait la partie allemande, qu'après le constat de la réduction des risques bancaires dans les pays les plus exposés[34].

5-DEPUIS LA CRISE, LA FINANCE DE L'OMBRE EST MIEUX RÉGULÉE ET CONTRÔLÉE, MAIS TOUJOURS MOINS QUE LES BANQUES

Désormais, la stabilité financière des systèmes financiers est considérée comme assurée du fait de l'amélioration de l'appréhension et de la couverture des risques microéconomiques et systémiques, du fait de l'amélioration de la régulation des banques ainsi que celle de la finance de marché, conformément aux prescriptions du G20 de Londres.

Sur une base ainsi consolidée, les responsables européens ont cru pouvoir assigner au système financier un nouvel objectif, celui de combler le retard de la croissance de l'UE par rapport aux Etats Unis. Dès 2015, cet objectif est mis en avant par la Commission Européenne qui propose, pour atteindre cet objectif, de réaliser une Union européenne des Marchés de Capitaux (UMC). L'inflexion envisagée de la politique économique européenne repose sur deux propositions discutables[35] :

- la croissance européenne serait pénalisée principalement par les caractéristiques de son système financier
- les banques ne pouvant consentir un effort financement supplémentaire, sans détériorer leur résilience, il incombe à la finance de marché d'amplifier son offre de financement et, en conséquence, il convient de rapprocher les systèmes financiers européens du modèle américain.

5-1 Les organismes européens de contrôle et de régulation des marchés

Comme dans le cas des banques, la régulation mondiale de la finance de marché est encadrée au niveau international, par des autorités ayant une fonction d'initiative et de coordination des réglementations ; le FSB (voir plus haut) exerce cette fonction de façon assez voisine de celle assumée par le Comité de Bâle pour la réglementation bancaire. Mais la transposition des recommandations du FSB en règlements et la surveillance des entités non bancaires incombe à des autorités européennes et/ou nationales. Au plan européen, on citera l'ESMA (European Securities and Market Authority) dont le siège est à Paris et l'Autorité Européenne des Assurances et des pensions Professionnelles dont le siège est à Francfort ; le CERS (Comité Européen du Risque Systémique) établi lui aussi à Francfort, qui dispose du soutien analytique et logistique de la BCE, qui est chargé de l'identification des risques macroprudentiels et qui, en cas d'urgence, peut diffuser des alertes à destination du Conseil, et proposer les mesures qu'il juge nécessaires.

En France, deux organismes occupent une place importante,

- l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), résultant de la fusion en 2003 du Conseil des Marchés Financiers (organisme de conseil du Ministère des Finances) et de la COB (Commission des Opérations de Bourse). L'AMF exerce trois missions, celle de protection des épargnants, celle du contrôle des informations destinées aux investisseurs et celle de la surveillance du bon fonctionnement des marchés

[34] On notera que la BCE a publié en mars 2017 la version finale de ses recommandations concernant la gestion des prêts non performants (Non Performing Loans), définis comme des crédits présentant des impayés de plus de 90 jours qui ne pourraient vraisemblablement être recouvrés, sans recourir à une garantie spécifique.

[35] Ces deux propositions sont discutées implicitement dans le corps de cette note, notamment dans les sections 2 et 6.

- Un dispositif de régulation macroprudentielle, créé en deux étapes : d'abord par la création en 2010 d'un Comité de Régulation Financière et du Risque Systémique, chargé d'un rôle de conseil du Ministre des finances ; il est composé de représentant de la Banque de France et de représentant des organismes de contrôle. En 2013, cet organisme a été remplacé par le HCSF (Haut Conseil de Stabilité Financière), chargé de la surveillance du système financier dans son ensemble[36].

5-2 L'amélioration de la gestion des risques concernant les marchés les plus sensibles

Les derniers rapports du FSB considèrent que de grands progrès ont été accomplis, notamment pour ce qui concerne les marchés les plus sensibles :

- Les fonds monétaires

La nécessité de réformer ces fonds[37] est une réponse à l'un des risques qui s'est concrétisé lors de la crise de 2008, celui de l'impossibilité de satisfaire aux demandes de rachat massif émanant des épargnants, alors que les gérants de ces fonds ne disposaient pas d'un volant suffisant de liquidités pour satisfaire ces demandes. Dès 2016, les Etats Unis obligeaient les fonds monétaires à valeur liquidative constante à n'être investis qu'en dettes d'Etat. Dans l'UE, un règlement de juin 2017, pour application progressive entre juillet 2018 et juillet 2019, définit la composition des portefeuilles des fonds monétaires, leur impose des stress tests et crée un nouveau type de fonds dits VL (à faible volatilité) qui n'offrent pas de garantie sur le capital.

- Les marchés de dérivés[38]

Durant les années 1980, l'explosion des opérations à but spéculatif sur les marchés de dérivés a été à l'origine d'un véritable risque systémique car les prix qui se formaient sur les marchés au comptant répercutaient les prix des marchés de dérivés, alors que, pour être stabilisantes, les causalités auraient dû s'exercer en sens inverse. En septembre 2009, le G20 a demandé que les contrats de produits dérivés réalisés sur les marchés de gré à gré avec des produits non standardisés et donc impossibles à recenser, s'échangent à l'avenir sur des marchés organisés, dotés d'une Chambre de compensation[39].

Le règlement EMIR (European Market and Infrastructure Regulation), appliqué en totalité depuis la fin 2015, transfère le risque de contrepartie à des contreparties centrales agrées (au nombre de 17), qui doivent respecter des règles de gestion garantissant leur capacité à couvrir ce risque. Par ailleurs, EMIR crée une obligation de déclaration des transactions de tous les dérivés (y compris ceux négociés de gré à gré entre deux parties) auprès de référentiels centraux. Toutefois la sortie

[36] Pour mémoire, aux Etats Unis, les fonctions de réglementation et de surveillance des marchés sont exercées par trois organismes :

- la SEC (Securities and Exchange Commission) chargée de la réglementation des marchés notamment de la Bourse,des fonds communs de placement et les agences de compensation, elle établit de plus les normes comptables qui s'appliquent aux sociétés cotées

-la CFTC (Commodity Futures Trading Commission), créée en 1974, chargée des marchés à terme, y compris des marchés de gré à gré depuis la promulgation du Dodd Franck ACT (voir plus haut)

- la FED qui est chargée de la surveillance individuelle des intervenants, (et non pas la SEC).

[37] Les fonds monétaires sont des fonds qui investissent dans des actifs de court terme dans le but d'obtenir un rendement au moins équivalent au taux du marché monétaire tout en préservant la valeur du capital investi. Ces fonds se présentent ainsi comme un substitut attrayant d'un simple dépôt.

[38] Voir note 10

[39] Les échanges sur des marchés de gré à gré exposent les utilisateurs au risque de défaillance de l'un des contractants, la bonne fin de l'opération n'étant alors régulée que par le droit civil ou le droit commercial ;

prochaine du Royaume Uni de l'UE, a incité la Commission Européenne à proposer, en juin 2017, que les contreparties centrales des pays tiers ayant une importance systémique pour la stabilité financière de l'UE, ne puissent fournir de services financiers en Europe qu'à la condition de s'y établir.

- Les fonds d'investissement non monétaires

- La directive OPCVM impose aux gestionnaires de fonds d'investissement d'assurer la liquidité des actifs de leur fonds et la directive fonds d'investissements alternatifs (FIA) de pratiquer des tests de résistance dont les résultats sont communiqués aux autorités nationales de contrôle ; ces dernières ont la possibilité, dans des « circonstances exceptionnelles » d'exiger des gestionnaires qu'ils suspendent temporairement les rachats de part pour éviter les comportements de panique (ventes en cascade)

- La « modernisation » de la titrisation

  Comme on l'a vu, la crise de 2008, en grande partie provoquée par les excès de la titrisation des crédits immobiliers bancaires, a entraîné un durcissement de la réglementation bancaire des opérations de titrisation. ; Il s'agit aujourd'hui de faire le chemin inverse en « transformant un produit toxique en médicament pour l'économie européenne » selon la formulation de l'eurodéputé européen Paul Tang lors du débat final (octobre 2017) sur la réforme de la titrisation dont les nouvelles dispositions doivent entrer en vigueur en 2019.

  Cette réforme comporte deux dispositifs essentiels : d'une part, la création d'une catégorie d'opérations de titrisation dites « STS » (Simples, Transparentes et Standardisées) qui doit permettre aux investisseurs de connaître les caractéristiques des actifs sous-jacents, d'évaluer facilement le risque encouru du fait de l'homogénéité des portefeuilles et d'autre part l'élargissement du marché de la titrisation en autorisant les assureurs à investir en produits STS (réforme la réglementation « Solvabilité 2 »)

5-3 Vers l'Union Européenne des Marchés de Capitaux (UMC).

La réorientation des systèmes financiers en direction des financements de marché est présentée comme une étape dans la réalisation du principe de libre circulation des capitaux inscrit dans les traités européens. En septembre 2015[40], le programme d'action proposé par la Commission Européenne est adopte, sa réalisation devra se faire par étapes et s'achever en 2019. L'objectif de cette réorientation profonde des systèmes financiers est clairement affiché : « L'objectif est que dans dix ans, 40% des besoins de financement des entreprises soient financés par les marché contre 20% aujourd'hui ». A cette fin, il s'agit d'améliorer l'efficience des financements de marché en réduisant les obstacles, notamment réglementaires, qui s'opposent à l'unification des marchés financiers, aujourd'hui trop fractionnés sur des bases nationales afin, en créant un vaste marché unifié, de les rendre ainsi plus profonds et plus liquides que ne peuvent l'être la juxtaposition de marchés nationaux ; l'efficience de ce grand marché unifié améliorerait la stabilité financière de l'UE, et contribuerait ainsi au soutien de sa croissance.

Sur le principe, les banques ont accueilli favorablement le principe d'une union européenne des marches de capitaux en raison de sa cohérence avec leur nouveau modèle bancaire (voir ci-dessus) ; toutefois, considérant que l'objectif de consolidation des établissements était réalisé, elles ont saisi l'occasion des réformes accompagnant la réalisation de l'UMC, pour dénoncer le handicap concurrentiel qu'elles subissent face à une finance de l'ombre moins strictement régulée. Les souhaits des banques semblent avoir rencontré suffisamment d'échos, pour qu'en mars 2016, le commissaire européen aux Services Financiers,

[40] « Un plan d'action pour la mise en place d'une Union des Marchés de capitaux » 30 septembre 2015. Ce texte fait suite à une consultation « publique », achevée en mai 2015, préparée par la publication en février 2015 d'un « livre vert ». Depuis l'adoption du plan d'action, sa réalisation fait l'objet d'un rapport annuel de la Commission qui insiste chaque année sur l'urgence de la réalisation de l'UMC.

Jonathan Hill, lors d'une conférence de presse, ait appelé à « faire le point » sur les réglementations issues de la crise financière, et proposé, de facto, une pause réglementaire, en déclarant : « Il s'agit de vérifier si nous pourrions atteindre le même objectif de régulation d'une façon plus favorable à la croissance ». L'allégement revendiqué de la régulation et de la surveillance financière a suscité l'inquiétude du président du FSB qui, dans son adresse aux membres du G20, destinée à préparer leur réunion de juillet 2017, s'est inquiété de la « fatigue réglementaire » qui semblait s'être emparée du monde de la finance. Pour sa part la position du Conseil Européen est plus nuancée, puisqu'il considère que, désormais, la résilience des banques est un acquis, mais que l'allègement des contraintes réglementaires dépendra de la finalisation de la surveillance et de la régulation de la finance de l'ombre.

Certains analystes, comme Olivier Pastré[41], tout en reconnaissant que les régulateurs ont amélioré la résilience des systèmes financiers, considèrent que, pour l'avenir, « trop de réglementation tue la réglementation » et qu' «il faudrait passer, comme dans beaucoup d'autres domaines en économie, d'une approche top down (la réglementation) à une approche *bottom-up* (la supervision) » car « c'est au niveau microéconomique qu'il faut agir pour déceler à temps les disfonctionnements porteurs de nouveaux dérèglements ». Ce point de vue mérite un débat approfondi, car, d'une part, c'est au niveau de la supervision microéconomique qu'a été constatée la capture des autorités nationales par les lobbies bancaires, et, d'autre part, c'est au niveau de la réglementation (Bâle 3) qu'ont été introduites deux avancées importantes, celle des volants de fonds propres modulables en fonction du cycle économique et du risque systémique. Ces deux réformes concrétisent la nécessité de disposer d'une réglementation qui combine analyse macroéconomique et outils microéconomiques de régulation et de surveillance.

Le programme des réformes prévues pour réaliser l'UMC d'ici 2019 [42]

En 2015, le programme de réforme adopté portait notamment sur les sujets suivants :

- Élargir l'offre de financement des entreprises, en direction des start-up des PME et des sociétés non cotées, et dans ce but assouplir les exigences d'information pour les levées de fonds, soutenir le capital-risque, la création de fonds européens et les financements innovants tels que les financements participatifs ou les placements privés.

- Faciliter les investissements dans les infrastructures en adaptant la réglementation des assureurs et des fonds d'investissement européens.

- Soutenir l'épargne-retraite individuelle et créer un marché européen des produits d'épargne-retraite

- Relancer la titrisation et examiner la possibilité de créer un cadre européen concernant les obligations garanties

- Supprimer les obstacles aux investissements transfrontières au sein de l'UE tenant aux droits nationaux (fiscalité, règles d'insolvabilité, convergence des autorités nationales et européennes de surveillance et de supervision ;)

- Supprimer les obstacles nationaux aux investissements transfrontières, y compris les obstacles fiscaux

En juin 2017, la Commission, dans son « bilan à mi-parcours », considère que la réalisation du plan d'action progresse de façon satisfaisante, mais souligne d'une part, que le besoin de réaliser l'UMC est encore renforcé, car, si la reprise économique parait bien établie, le taux d'investissement des entreprises reste insuffisant. Concernant les priorités, elle insiste particulièrement sur la nécessité de revoir l'action des

[41] Olivier Pastré : « Régulation bancaire : le verre à moitié plein » Les Echos, 26/O9/2018.

[42] Ce survol des communications de la Commission n'est pas exhaustif, il reprend les dispositions du plan d'action UMC qui nous semblent les plus significatives. Chaque année la Commission fait le point sur l'avancement des réformes programmées en 2015.

autorités nationales de surveillance afin que des entités financières de même taille et de même profil de risque soient soumises au même type de surveillance quel que soit leur pays 'implantation.

Lors de son examen de juin 2018, la Commission insiste à nouveau sur la nécessité d'accélérer les réformes, précisant qu'elles devraient être largement réalisées avant les élections du Parlement européen de 2019. Concernant plus particulièrement les priorités du programme d'action, deux nouveaux sujets apparaissent, qui ne semblent pas pouvoir être traités d'ici 2019 :

- La Commission européenne pose quasi-ouvertement la question de l'arbitrage entre la préservation des intérêts nationaux et celle des objectifs européens. C'est ainsi qu'elle considère que la cohérence de l'action des autorités européennes de surveillance est « un point crucial pour le succès de l'UMC », et qu'un renforcement des pouvoirs de l'AEMF devrait permettre d'atteindre cet objectif. Cette proposition semble avoir reçu un accueil réservé d'une partie des pays européens[43].
- la nécessité, dans le cadre de la réforme de L'impôt sur les sociétés, de remédier aux distorsions fiscales qui favorisent le financement par la dette au détriment du financement par les fonds propres.

6 LES ENJEUX DE LA RÉORIENTATION VERS LES MARCHÉS DES SYSTÈMES FINANCIERS EUROPÉENS

La volonté d'accroître la place des marchés financiers dans le financement des entreprise soulève trois questions préalables : d'une part, celle du bilan des réformes menée depuis la crise de 2008, d'autre part, celle de la capacité des sociétés non financières à augmenter leur endettement, et enfin, celle des risques spécifiques à la finance de marché. Ce n'est qu'après avoir répondu à ces trois questions qu'il devient possible de s'interroger sur la pertinence et les risques inhérents à la décision de développer le rôle des marchés financiers pour doper la croissance spontanée de l'économie européenne.

6-1 Les réformes réalisées depuis la crise de 2008 constituent-elles le socle permissif de la réorientation à venir des systèmes financiers ?

Le surgissement brutal de la crise de 2018, a montré le caractère illusoire de la thèse couramment admise selon laquelle le développement dans les années 1970 de la finance de marché et sa pénétration dans l'activité des banques faisait disparaître les risques de crises financières, et rendait inutile une grande partie de l'activité de contrôle et de régulation des banques, du shadow banking et ders marchés. Dès 2009, le G20 renversait l'approche en exigeant une régulation supranationale plus sévère des systèmes financiers et plus particulièrement, de la banque de l'ombre et des marchés, condition permissive de la stabilité financière et d'une croissance mieux soutenue par la finance.

Si, comme on l'a vu, la résilience des intermédiaires financiers a incontestablement été renforcée, cela ne signifie pas que les systèmes financiers soient désormais en mesure de contrebalancer les effets des cycles économiques et que le moment soit venu d'alléger les normes prudentielles comme le demandent les banques.

La plupart des analystes ont dû constater la réapparition des cycles économiques, ce qui les conduit à *s'interroger sur la possibilité pour la finance d'agir de façon contracyclique*. Toutefois, pour définir le cahier des charges qu'il paraissait possible d'exiger de la finance, il fallait expliquer les raisons de l'ampleur jugée anormale de la phase basse du cycle économique depuis 2008, et justifier la nécessité de consolider les périodes de reprises par des politiques rigoureuses de l'offre. La théorie des cycles financiers a rempli cette fonction. Cette approche, devenue la référence des grandes institutions financières, a été explicitée de façon

[43] *Cette priorité nouvelle est avancée alors que les pays de l'UE s'opposent fortement sur ce thème, qui n'est plus porté seulement par le groupe de Višegrad mais aussi par le nouveau gouvernement italien.*

précise par la BRI dans son rapport de juin 2014 ; elle explique que la conjoncture économique résulte de la superposition de deux cycles :

- un cycle économique de 7 à 10 ans reconnu de longue date par les économistes, avant qu'ils n'en annoncent sa disparition suite aux réformes libérales des années 1980,

- un cycle financier d'une durée de 15 à 20 ans, caractérisé par deux paramètres, l'évolution du crédit et celle du prix des actifs[44].

L'ampleur de la crise de 2008 et la faiblesse de la croissance constatée dans la phase de reprise qui a suivi la récession, résulteraient alors de la coïncidence des phases basses du cycle économique et du cycle financier ; lors de la phase basse, les agents économiques seraient entrée dans une « récession de bilan », période où la dette des entreprises deviendrait excessive, où le stock de capital serait excédentaire en sorte que les marges de manœuvre des autorités publiques seraient amenuisées, rendant les politiques keynésiennes inefficaces ; dès lors la consolidation de la croissance exigerait la mise en œuvre de politiques rigoureuses de l'offre.

La résilience retrouvée des intermédiaires financiers ne peut être considérée comme un acquis intangible, car si les risques financiers sont mieux contrôlés, ils ne sont pas totalement éradiqués au point que certains analystes comme Jezabel Couppey-Soubeyran considèrent comme dangereux les jugements trop optimistes sur ce sujet : elle écrit ainsi: « Sans sous-estimer les avancées qui ont eu lieu, le constat qui s'impose est plutôt que le système n'a pas véritablement changé et que nous ne sommes guère mieux parés qu'il y a dix ans, au cas où une crise éclaterait ; peut-être même le sommes-nous moins » [45] .

Quelques exemples appuient cette appréciation sur l'amenuisement des risques pesant sur les systèmes financiers :

- Selon la BRI, en 2017, *le ratio de levier* de près de la, moitié des banques classées systémiques était inférieur à 5,5%, ce qui signifie, en clair, qu'une baisse de 5,5% de la valeur de leurs actifs rendrait ces banques techniquement insolvables.

- Le maintien des possibilités *d'autoévaluation des risques* par les grandes banques, permet à ces dernières de faire varier, à leur initiative, les exigences de fonds propres destinées à couvrir les risques, selon des simulations réalisées en 2013 par le Comité de Bâle.

- *Le mécanisme de résolution (*voir ci-dessus) destiné à éviter un soutien public quasi automatique des banques en difficulté, a été en situation d'être actionné lors des difficultés des banques italiennes : lorsque MPS (Monte dei Paschi di Sienna), a été dans l'incapacité d'obtenir sur les marchés les fonds propres qui lui aurait permis de reconstituer sa solvabilité, en décembre 2017, le gouvernement italien a obtenu des autorités européennes l'autorisation de ne pas appliquer les règles du bail in, jugées politiquement inacceptables par la masse des petits créanciers de la banque[46] . Aujourd'hui

[44] La théorie du cycle financier est inspirée par les analyses de Hyman P. Minsky (1918-1996) selon lesquelles l'instabilité inhérente à la sphère financière expliquerait les crises. Minsky se considérait comme un keynésien qui ne pouvait accepter de devenir une référence pour justifier la prégnance des politiques de l'offre. On trouvera dans la revue Les Possibles n° 10, été 2016, deux présentations critiques des analyses de Minsky, l'une de Dominique Plihon, « Minsky, théoricien de l'instabilité financière », l'autre de Jean Marie Harribey, « Minsky au milieu du gué ? ». Le livre phare de Minsky, « l'hypothèse d'instabilité financière » (1982), a été publié en traduction française par les éditions Diaphane en 2013.

[45] Le Monde du 15/09/2018, dans un article intitulé « Serions-nous capables d'éviter un nouveau Lehman Brothers ?». Certains des exemples de fragilités persistantes des systèmes financiers européens cités ci-après ont été soulignés par cette analyste.

[46] En fait, dès 2015, la défaillance de quatre petites banques piémontaises avait déjà mis à l'épreuve l'acceptabilité par les petits créanciers de la règle du bail in, et le gouvernement italien avait fini par accepter de compenser leurs pertes.

MPS est nationalisée de fait (l'Etat détient 68% du capital de la banque) et elle s'est engagée dans une restructuration drastique censée la rendre solvable à terme, mais la crédibilité des règles de la résolution est fortement compromise.

- Le rôle des *chambres de compensation* dont les appels de marge devaient couvrir le risque de contrepartie ne limite pas totalement les incertitudes qui pèsent sur les opérations de marché. Si les appels de marge ne couvrent pas le risque de contrepartie, la chambre de compensation doit assurer la bonne fin des contrats ; mais comme la nouvelle réglementation n'a pas limité le nombre de chambres de compensation, elles ne connaissent pas la totalité des engagements de leurs clients ce qui rend incertaine le montant des appels de marge[47]. Les chambres de compensation ne font qu'atténuer les risques concernant la bonne fin des opérations de marché, et leur solvabilité devient un facteur important de la stabilité des marchés de dérivés.

- La solution du problème *de la gestion des stocks de créances douteuses dont le* stock est évalué à 900 Md€, vient buter sur les réticences d'une partie des pays de l'UE, de l'Allemagne en particulier, à accepter des dispositions ressemblant à une mutualisation des risques. Au lieu de négocier au cas par cas, la Commission européenne et la BCE ont envisagé en 2018, d'une part de mieux définir le cadre dans lequel pourrait être créé des « bad banks » européennes qui pourraient céder leurs créances douteuses sur un véritable marché secondaire des prêts non performants. Mais le financement des bad banks étant mutualisé entre les pays européens, l'Allemagne devrait financer une part importante de la consolidation de banques non allemandes, ce qu'elle refuse, en considérant que la solution évoquée ne pourrait être mises en place qu'une fois le stock de crédits non performants serait résorbé.

6-2 L'endettement des entreprises peut-il s'accroître encore ?

Le niveau et la croissance de l'endettement des entreprises sont surveillés avec beaucoup d'attention car, d'une part, il s'agirait d'indicateurs des risques pesant sur la croissance économiques, et, d'autre part, parce qu'ils seraient des indicateurs de la qualité du fonctionnement des systèmes financiers.

- concernant le premier point, le niveau de l'endettement des SNF (Sociétés Non Financières) françaises, exprimé en pourcentage du PIB, est souvent considéré comme un indicateur avancé des crises financières et à ce titre, il est l'une des références du calcul des coussins de capital contracyclique imposés aux banques. Le fait que l'endettement des entreprises françaises soit devenu supérieur à l'endettement moyen des SNF de la zone euro, est jugé par les régulateurs comme inquiétant, ce qui explique leur décision d'imposer un plafond aux engagements des grandes banques systémiques françaises sur les SNF les plus endettées. Toutefois, selon les analyses de la Banque de France, le risque de défaut sur ces crédits devrait être relativisé, car, depuis 2008, les entreprises qui ont le plus accru leur endettement sont des entreprises peu vulnérables, ayant à la fois les meilleures productivités et les plus fortes rentabilités ; L'INSEE[48], considère également que ce risque doit être relativisé car l'endettement net des liquidités ne progresse pas, mais que puisque le surcroît d'endettement des entreprises a surtout servi à réaliser des placements et non à financer leur croissance, ce comportement pourrait compromettre leur solvabilité si la valeur des placements venait à baisser, par ricochet, celle des banques créditrices.

[47] On notera que le brexit complique la question de la régulation des chambres de compensation ; en effet, le paradoxe du quasi-monopole détenu par LCH, filiale britannique de la Bourse de Londres spécialisé sure la compensation des dérivés de taux libellés en euros, est d'autant moins justifié que la surveillance de cette activité incomberait à la banque centrale anglaise et non pas aux autorités de la zone euro et qu'Eurex, filiale de la Bourse de Francfort, a exprimé son souhait de recueillir cette activité. Il semblerait toutefois que l'UE serait finalement disposer à un compromis sur ce point..

[48] Marie-Baïanne Khder et Clément Rousset, « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? » Note de conjoncture, décembre 2017.

- Concernant le second point, la thèse d'un rationnement par les banques de l'offre de crédit aux PME ne semble pas très pertinente : selon les enquêtes de la Banque de France, au troisième trimestre 2018, les demandes de crédit de 95% des PME (moins de 250 salariés) et de 85% des TPE (moins de 10 salariés) ont été satisfaites en totalité ou presque, pourcentages comparables à ceux observés ces dernières années.

Si les deux raisons principales affichées pour justifier l'objectif d'accroissement de la part des financements de marché dans le financement des entreprises semblent peu fondées, cela ne signifie pas que la gestion par les banques de leurs risques de crédit soit sans problème dans tous les pays de l'UE. Ainsi les banques italiennes dont les encours de crédit comprennent 14% de prêts non performants , taux le plus élevé de L'UE après celui des banques grecques, à comparer au taux de 2 à 3% pour les banques allemandes ou françaises). Pour soulager les banques italiennes, avaient obtenu, en juillet 2016, à la demande du gouvernement italien, un traitement dérogatoire les autorisant à sortir de leurs bilans une partie de ces prêts, en émettant des produits titrisés incorporant des prêts non performants. D'autres études[49] montrent que les banques les plus fragiles, pour minorer leurs risques de crédit, maintiennent artificiellement en vie, des entreprises non viables, dites « zombies »[50], qu'elles financent afin d'éviter de devoir provisionner les risques sur ces entreprises. Selon la Coface, le taux des entreprises « zombies » (en pourcentage du nombre total d'entreprises) est plusieurs fois supérieur au taux des entreprises officiellement déclarées défaillantes : en France, il serait de 4,5% en 2016 (3,9% en 2013), en Allemagne de 3,7%, en Italie de 5,3% et de 6,2% en Espagne. Le soutien des entreprises zombies constitue donc une véritable pratique d'habillage de bilans de la part de la part de banques créancières, qui, en cas de retournement de la conjoncture, et plus particulièrement de hausse des taux d'intérêt, devraient extérioriser leurs pertes latentes non provisionnées, pertes qu'elles ne pourront pas toutes supporter[51].

Enfin, on doit prendre acte que la baisse des taux impulsée par les banques centrales a rendu les taux débiteurs peu sensibles aux risques de contrepartie car les débiteurs peinent à trouver des investissements rentables. Le coût des crédits n'incorpore plus réellement le coût du risque, information pourtant nécessaire au bon fonctionnement des marchés du crédit qui, selon la théorie financière standard, est un élément important pour que les agents économiques puissent faire des choix d'investissement «rationnels», condition permissive de l'obtention d'une situation d'optimum économique, condition ultime de la résilience des systèmes financiers.

6-3 La finance directe est-elle en mesure d'offrir aux entreprises, aux PME en particulier, le surcroît de financements que les intermédiaires financiers ne sont plus en mesure de fournir ?

Les marchés sont devenus la principale source de financement externe des grandes entreprises ; entre 2011 et 2017, leur endettement en obligations et titres de créances négociables a progressé de 49% alors que leur endettement bancaire ne s'est accru que de 9% seulement. Si les ETI ont développé spectaculairement leurs financements de marché, + 149% de croissance sur la même période), elle ne représente que 15% de leur dette totale et le financement des PME repose toujours presqu'exclusivement sur les crédits bancaires, les Bourses qui ont créé des compartiments spécialisés à contraintes allégées ne sont toujours pas parvenues à devenir des acteurs significatifs du financement des PME, toujours très réticentes à satisfaire aux contraintes d'information exigées par les marchés organisés. Finalement les PME ne constituent qu'un marché de niche pour les financements non bancaires, qui vont surtout destinés aux start up en forte croissance.

[49] L'une publiée par la Coface en mars 2018 et l'autre par la BRI en septembre 2018.

[50] Ce terme aurait été utilisé pour la première fois par R. Caballero, T. Hoshi et A. Kashyap dans une étude sur le Japon « Zombie lending and depressed restructuring in Japan » , American Economic Review 2008 n°5.

[51] On se souviendra que, dans le business model bancaire traditionnel, les banques conservaient leurs prêts jusqu'à leur échéance, ce qui les incitait à aligner leur horizon d'analyse des risques à la durée de leurs engagements.

Encadré 5

L'encours d'endettement des sociétés non financières françaises fin 2017

Endettement total : 1645 Md€ (dont concours bancaires : 1043 Md€)
dont : -Grandes entreprises : 700 Md€
-entreprises de taille intermédiaire (ETI) : 520 Md€
-PME : 42O Md€

(*Source : Banque de France)*

Le développement des plates formes de marché mettant en relation des PME avec un nombre réduit d'investisseurs se contentant d'une information limitée est apparu comme une solution possible d'avenir pour remplacer les financements bancaires absents. Leur importance ne doit cependant pas être surestimée. Ainsi, en France, sur les plateformes de crowfunding[52], 80 opérations de ce type ont été réalisées en 2016 pour un montant de 5 Md€ dont le quart résulte des 5 plus grosses opérations. L'apport des plateformes au financement des PME est donc bien marginal et devrait probablement le rester, ainsi vraisemblablement que la fourniture à bas coût de services bancaires aux ménages et aux petites PME (encadré 6 ci-dessous).

Encadré 6

Le *financement des PME par les fintechs offre-t-il une alternative réelle aux crédits bancaires ?*

Les fintech* sont des entités financières, de petite taille pour la plupart, spécialisées dans des activités de natures très diverse (banque sans réseau, conseil financier, gestion de patrimoine, plateformes d'investissement, intermédiaires en financement participatif). Le trait commun à toutes ces entités est leur utilisation intensive de modes de décision algorithmiques alimentés par des bases de données organisées leur donnant la possibilité de répondre en quelques jours aux demandes de leurs clients, mais ne leur permettant pas de traiter des demandes complexes; la zone de concurrence avec les banques est donc réduite, d'autant que leurs prestations ont un coût parfois élevé (ainsi les commission demandées par les plateformes s'inscriraient dans une fourchette de 5 à 12% du montant des financements).

Les banques pour l'instant ont plutôt choisi de ne pas adapter leurs systèmes d'information, ce qui est très coûteux ; elles préfèrent laisser se développer des neo-banques, avec lesquelles elles ne sont véritablement en concurrence que sur des segments de clientèle PME très limités. Elles estiment que, si nécessaire, elles auront toujours la possibilité de les faire entrer ces établissements dans leur giron. Cependant beaucoup d'observateurs prêtent aux GAFA l'intention d'investir les activités de services financiers, les services de paiement en particulier, ainsi que les plateformes de crow funding, ce qui en feraient des concurrentes redoutables des fintech et, dans une certaine mesure, des banques elles-mêmes, accélérant les rapprochements défensifs.

———

* Les fintech sont, en France du moins, des entités sans statut juridique spécifique ; toutefois, selon la nature de leurs activités, l'Autorité de Contrôle prudentiel et de Résolution (ACPR) et la Banque de France ont vocation à les réguler.

[52] Les placements de ce type se sont développés depuis 20 ans aux Etats Unis sous le nom d'USPP (US Private Placement), et, depuis 10 ans, en Allemagne, sous le nom de Schuldschein ; en France, leur introduction remonte à 2012, avec la création des EuroPP ; du fait de leur coût d'émission assez élevé, ces opérations sont surtout réalisées par de grosses PME alors que les crédits bancaires aux petites PME restent compétitifs et que le capital-risque est pertinent pour financer en fonds ont été créées en 2012, puis encadrés par une ordonnance de mai 2014 modifiée par un décret d'octobre 2016propres, pour des montants parfois importants, des start up très risquées.

6-4 Est-il possible et souhaitable d'accroître l'épargne financière des ménages ou de modifier ses destinations ?

La *finance de marché* repose, comme on l'a vu, sur la mobilisation d'une épargne préalable, provenant essentiellement des ménages. Ceux-ci emploient leur épargne soit en investissements non financiers, essentiellement immobiliers, soit en placements financiers. Dans les pays européens, les patrimoines non financiers, en 2016, représentaient 5,5 ans de leur revenu disponible brut en France, 4,6 ans en Allemagne, 6,1 ans en Italie et seulement 2,3 ans aux Etats Unis. (tableau en annexe). L'écart entre les pays résulte des caractéristiques spécifiques des du marchés immobiliers nationaux, et des modalités des crédits immobiliers ; ainsi le faible montant des patrimoines non financiers des ménages allemands s'expliquerait par l'importance du marché locatif. L'importance des patrimoines financiers des ménages, mesurés également en années de revenus disponibles bruts, oppose clairement les pays selon les caractéristiques de leurs systèmes financiers : dans les pays fortement orientés vers la finance de marché, leurs montants sont nettement plus élevés, atteignant en 2016 plus de cinq années de revenu disponible des ménages (5,1 ans au Royaume Uni et 5,4 ans aux Etats Unis) contre 3 à 3,4 ans en France, en Allemagne ou en Italie. Ces caractéristiques ne permettent pas de pronostiquer une réduction rapide de leur épargne qui devrait rester fortement fléchée vers les investissements immobiliers des classes moyennes.

60% environ des placements des ménages français sont motivés par des objectifs de précaution et de transaction[53] et le quart environ des placements financiers est dirigé directement vers le financement direct des entreprises résidentes, mais si l'on exclut les entreprises individuelles classées comme ménages, le financement direct des entreprises par les ménages représente moins de 7% de leurs placements, et 11% seulement de leur sont fléchés vers les entreprises par le canal des organismes de placement collectif, comme le montre le tableau ci-dessous :

Encours des placements des ménages français (fin 2017)

	Md €	**% du total**	**% du RdB**
Total général	**5014,0**	**100**	**381**
dont			
- Epargne de transaction et de précaution	**3089,5**	**61,6**	223
(dont assurance-vie en euros)	(1581,9)	(31,5)	(114)
-Financement direct des entreprises	**1263,9**	**25,2**	**91**
(dont actions non cotées)	(927,0)	(18,5)	(67)
-Financement indirect des entreprises	**564,3**	**11,3**	41
(dont assurance-vie en UC)	(346,2)	(6,9)	(25)
(OPC en fonds propres)	(128,0)	(2,6)	(9)
-Autres	**96,6**	**1,9**	7

OPC : Organismes de Placement Collectif, RdB : Revenu Disponible Brut. *(Source : d'après les données de la Banque de France)*

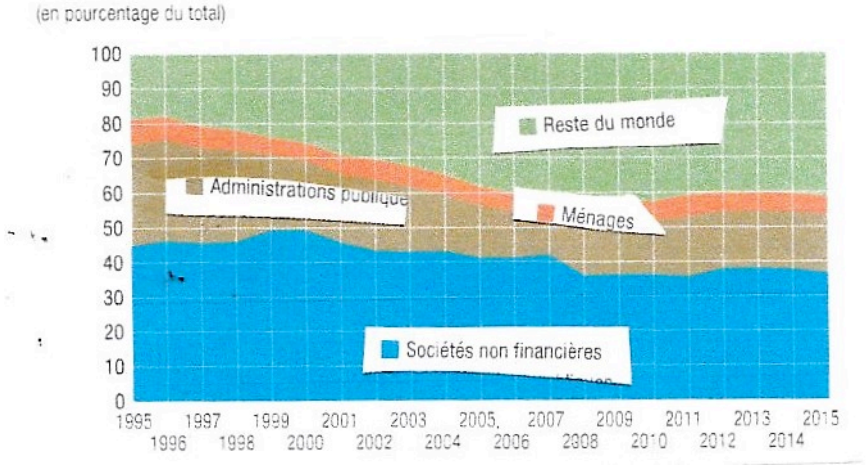
Une autre approche[54] de la destination des placements financiers des ménages français met en transparence les placements de l'épargne des ménages par les intermédiaires financiers (organismes de

[53] Les encours de contrats d'assurance vie en euros, représentent la moitié des placements constitués à des fins de transactions ou de précaution. Ces contrats peu risqués et faiblement rémunérés comprennent beaucoup d'obligations publiques, raison pour laquelle ils ne sont pas inclus, dans la rubrique des financements indirects des entreprises mais dans celle des placements réalisés pour des motifs de précaution.

[54] Adeline Bachellerie, Clémence Charavel et Christian Pfister : « la destination finale des placements financiers des ménages avant et pendant la crise », Bulletin Banque de France n° 205, mai 2016. Cette étude utilise les nouvelles données des comptes

placements collectifs, banques et sociétés d'assurance), met en évidence (graphique ci-après) l'importance croissante des financements finaux reçu par le reste du monde : ce « secteur » est ainsi devenu la première destination de l'épargne financière des ménages, détrônant le secteur des entreprises résidentes, qui était encore la première destination finale en 2000, mais qui, depuis, a perdu près de 10 points de pourcentage. La réorientation des placements financiers vers le reste du monde semble résulter de la recherche par les intermédiaires financiers de placements ayant une rentabilité, supérieure à ce que permet l'économie française.

Secteurs financés directement ou indirectement par les ménages français



(Source : A. Bachellerie et alii, cf note 57)

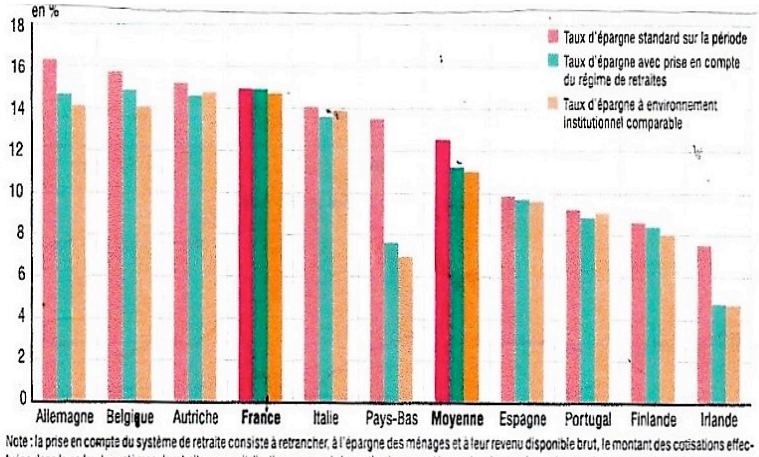
Comment modifier les affectations de l'épargne financière des ménages ?

Une partie importante des emplois de l'épargne des ménages sont la conséquence des caractéristiques socio-économiques de chaque pays, et notamment du degré de socialisation de la couverture des risques santé, chômage et vieillesse. Ainsi que de l'importance des inégalités de revenus, puisque les plus riches peuvent consacrer une part plus importante de leur revenu à l'épargne. Toutefois les tentatives pour comparer les taux d'épargne des ménages en neutralisant les caractéristiques socio-économiques spécifiques à chaque pays, ne permettent d'expliquer pleinement, ni le niveau des taux d'épargne, ni leurs variations, ce qui conduit les auteurs à considérer que les comportements d'épargne ont une spécificité nationale importante[55]. On notera cependant que dans les pays où les retraites par capitalisation sont importantes, comme les Pays Bas ou l'Irlande, les taux d'épargne des ménages expliquent une part mineure, mais significative du niveau de leurs taux d'épargne, sans que celui-ci soit pour autant plus élevé, comme le montre le graphique ci-après.

financiers (dites «en qui à qui») qui permettent d'associer à chaque secteur détenteur d'actifs, un secteur émetteur, résident ou étranger.

[55] En dernier lieu Lino Galiana, Quentin Lafféter et Olivier Simon, « les taux d'épargne dans la zone euro : comment les comparer, comment les expliquer ? » in INSEE, « L'économie française » édition 2017.

Taux d'épargne des ménages à environnement institutionnel comparable



Note : la prise en compte du système de retraite consiste à retrancher, à l'épargne des ménages et à leur revenu disponible brut, le montant des cotisations effectuées dans le cadre de systèmes de retraite par capitalisation, y compris les cotisations supplémentaires issues du rendement des sommes épargnées, nettes des pensions versées (agrégat D8 de la comptabilité nationale). Le taux d'épargne à environnement institutionnel comparable cumule les retraitements relatifs à la nature du régime de retraite, à la fourniture de services publics individualisables par les administrations publiques et à la structure du système fiscal.

(Source : cf note 55)

Développer la finance de marché et la flécher vers le financement des entreprises semble donc difficile à réaliser, surtout dans un contexte où la faiblesse de la croissance des revenus est peu favorable à la croissance de l'épargne des ménages et alors que instabilité de l'emploi et l'incertitude concernant l'avenir inciterait plutôt au développement d'une épargne liquide et peu risquée. Les tentatives pour infléchir les caractéristiques des placements des ménages ont eu peu de succès comme le montre le quasi-échec des fonds euro-croissance [56] .

Afin de faire aboutir sa réforme du système financier, le gouvernement français actuel semble vouloir privilégier deux voies :

- soutenir la croissance des revenus des ménages les plus aisés.
- Inciter les ménages à accroître leur épargne pour faire face à des risques que le système de protection sociale ne couvre que de moins en moins.

La première voie, repose sur l'amélioration des revenus des ménages aisés, évolution illustrée par la suppression de l'ISF ; elle peut donner des résultats rapides mais elle pose la question de son acceptabilité sociale, d'une politique d'accroissement des inégalités de revenus, difficiles à justifier.

La réforme envisagée du système de retraite français, est probablement la décision la plus emblématique de la seconde voie. Cette réforme qui maintient la logique de la répartition, ne garantirait pas à terme le maintien du pouvoir d'achat des retraites s mais seulement, d'après les déclarations du gouvernement, le pouvoir d'achat de la masse des retraites et, comme le nombre des retraités doit s'accroître[57], le taux de remplacement assuré par les retraites du futur grand régime unifié ne peut que diminuer. Cette réforme, conformément aux demandes de l'UE, libère donc un espace pour développer des régimes par capitalisation, ce que les tentatives passées n'avaient pu réaliser de façon significative[58].

[56] Ces fonds, créés en 2014, se voulaient intermédiaires entre les fonds en euro, peu rémunérateurs, mais offrant une bonne liquidité, sans risque en capital, et les fonds en unité de compte, mieux rémunérés mais plus risqués. Ces fonds offraient pourtant une rémunération à peine supérieure à celle des fonds en euro, et une garantie en capital qui n'était acquise qu'après huit ans de détention. On prête au gouvernement actuel, l'intention de les réformer prochainement.

[57] Selon les prévisions démographiques utilisées par le Conseil d4orientation des Retraites le nombre de personnes de plus de 65ans s'accroîtrait de plus de 40 %, entre 2014 et 2035, passant de 12 à 17 millions.

[58] En France, les prestations servies par ces régimes par capitalisation, ne représentaient, en 2016, que 2,1% des prestations de retraite versées par l'ensemble des régimes de retraite (7,1% en Allemagne et 48,4% au Royaume Uni). Selon la DREES, le montant des cotisations aux régimes facultatifs par capitalisation ne représente que 4,8% des cotisations employeurs et salariés collectées par l'ensemble du système de retraite et les dispositifs souscrits dans un cadre individuel, comme le PERP, n'en représente que

Les moyens envisagés pour développer les fonds de pension « à la française » sont très classiques ; Il est ainsi envisagé de réduire la fiscalité (forfait social) de l'épargne salariale, de bonifier le rendement des fonds de pension qui financent des PME et des ETI, de rendre optionnelle la sortie en rente ou en capital et de restreindre les avantages accordés à l'assurance-vie, notamment pour les contrats en euros.

Le futur système de retraite français devrait se rapprocher du modèle allemand avec ses trois niveaux, un vaste régime de base par points, (toutefois, en Allemagne les fonctionnaires ont conservé un régime par annuités) ; Le poids de ce premier niveau est plus lourd en France (13,5% du PIB en 2016) qu'en Allemagne (9,2% du PIB) ; et si l'étage des retraites individuelles par capitalisation peine à se développer, dans les deux pays, les retraites d'entreprise sont plus importantes en Allemagne qu'en France, mais la logique du projet de loi Pacte, prévoit de réduire cette différence ; la création d'un nouveau type de retraite par capitalisation illustre les moyens envisagés pour atteindre les objectifs de l'UMC.

Encadré 7

Les FPRS, une étape vers des retraites professionnelles par capitalisation

La loi Sapin 2 de décembre 2016, complétée par l'ordonnance d'avril 2017, a autorisé la création d'un nouveau type de de dispositif de retraite professionnelle par capitalisation, le FPRS (Fonds Professionnel de Retraite Supplémentaire) ; ce dispositif évite aux organismes gestionnaires de ces fonds (assureurs, mutuelles, institutions de prévoyance, sociétés de gestion) de subir, dans toutes leur rigueur, les contraintes prudentielles du règlement solvabilité 2, concernant notamment les exigences de fonds propres et les placements à risque. Ces fonds peuvent être créés par la transformation de fonds existant, mais ils ne peuvent se substituer à des fonds de retraite souscrits à titre individuel.

Les premiers FPRS devraient voir le jour en 2019, à la fin 2018, deux fonds seulement avaient sollicité et obtenu l'agrément de l'ACPR (Autorité de Contrôle et de Régulation), l'un demandé par une mutuelle, Malakoff-Mederic et l'autre par un assureur, Aviva).

14% des entreprises de plus de 10 salariés ont mis en place des régimes de retraite supplémentaire obligatoires, soit à prestations définies (régimes dit article 39), soit à cotisations définies (dits article 82 et 83). (Enquête DREES)

On éprouve un certain doute sur la capacité des Pouvoirs Publics français à trouver les moyens moyens de la transformation radicale du système financier français, car outre la difficulté à accroître la propension à épargner des ménages sans améliorer leurs significativement leurs revenus,, le choix d'infléchir les emplois de leur épargne des ménages est un objectif difficile à réaliser. Pour montrer l'insuffisance probable des moyens envisagés, il suffit de rappeler quelques ordre de grandeurs : en 2017, les encours de l'assurance-vie étaient de 1900 Md€ (dont 80% pour des contrats en euros dont l'attractivité devrait s'améliorer avec la hausse des taux programmée par la BCE) à comparer aux 220 Md€ de l'encours des fonds de retraite par capitalisation, encours que le gouvernement a pour objectif d'accroître de 50% d'ici 2022. Ce n'est pas exactement le chemin envisagé par l'UMC. Enfin on ne saurait oublier que ces réformes débouchent sur la promesse de l'établissement d'un régime économique moins protecteur pour les faibles, ce qui pose la question de l'acceptabilité sociale des transformations envisagées actuellement.

CONCLUSION

En 2011, le prix « Nobel » Paul Krugman dénonçait l'aveuglement des économistes concernant l'analyse de la crise ; il précisait qu'il ne fallait pas reprocher aux économistes de ne pas avoir prévu la crise de 2008, mais plutôt d'avoir considéré qu'une telle crise était inconcevable : « Je soupçonne la croyance selon laquelle les marchés ne peuvent pas se tromper d'avoir joué un rôle majeur [dans cet aveuglement] » et il

moins de 1%, celles versées par les indépendants - comme les contrats Madelin- 1% et les cotisations collectées dans le cadre des entreprises-comme les PERCO- 2,7%.

ajoute « Nous sommes entré dans l'âge sombre de la macroéconomie, celui où l'ensemble de la profession [des économistes] a perdus ses anciennes connaissances, comme lorsque l'Europe des invasions barbares perdit le savoir des grecs et des romains »[59]. Il n'est pas certain que depuis cette dénonciation de l'aveuglément des économistes, les analyses qui appuient la définition des politiques mises en œuvre par les gouvernements aient été substantiellement modifiées… L'âge sombre de l'analyse économique semble bien se poursuivre aujourd'hui pour deux raisons :

- D'une part, il apparaît que les risques concernant la stabilité financière n'ont pas disparu, ce que résume la déclaration de Laurence Boone, chief economist de l'OCDE «On a fait des progrès énormes en ce qui concerne le secteur bancaire. En revanche, sur ce qui est non-banques –gestion d'actifs, hedge funds, private equity- on n'a pas encore assez avancé ; et il y a ce qui touche la croissance réelle. On n'a retrouvé ni le niveau, ni les taux de croissance des années d'avant crise…[sinon] cela créera des tensions dans les populations qui pourront avoir des répercussions négatives sur l'économie »[60]

- D'autre part, il convient de souligner l'insuffisance des débats qui ont accompagné une reforme aussi importante que celle de l'UMC, notamment concernant la capacité des marchés à réaliser les objectifs qui leurs sont assignés, ainsi que la faisabilité ou le caractère souhaitable des changements socio-économiques qui sous-tendent la réforme des systèmes financiers européens. La remise en question du système français de protection sociale, la flexibilité accentuées du marché du travail, sont l'indice de la mise en œuvre d'une politique économique qui doit produire suffisamment d'incertitudes et d'injustices pour rendre possible la réalisation de l'Union des Marchés de Capitaux.

[59] Source Alternatives Economiques n° 309, janvier 2011.

[60] Interview dans les Echos du 21/09/2018.

Annexe

Quelques éléments concernant l'épargne des ménages

1-Pourquoi les ménages épargnent-ils ?

On admet, en général, que l'épargne des ménages dépend fortement de facteurs conjoncturels et structurels qui déterminent leur propension à consommer. Les facteurs explicatifs les plus étudiés concernent les niveaux et la variation des revenus disponibles et le degré d'incertitudes qui affecte la perception de ces revenus, la situation démographique (théorie du cycle de vie), le niveau de l'inflation (comportements éventuels de fuite devant la monnaie), l'évolution des taux d'intérêt, (important facteur de les caractéristiques des marchés immobiliers), le niveau de la dette publique (théorie de l « équivalence ricardienne »[61]), l'évolution de la valeur des patrimoines (« effet de richesse » qui suppose que les ménages vont constituer une épargne spécifique pour reconstituer la valeur de leur patrimoine , en cas de moins-values et en cas de plus-values, ils seraient enclins à réduire leur patrimoine) sont autant de caractéristiques spécifiques à chaque pays.

2-Montant du patrimoine des ménages (en % de leur revenu disponible brut)

	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Etats Unis
Actifs non financiers bruts					
2006	410	562	570	449	295
2016	456*	548*	613*	445	229
Actifs financier bruts					
2006	282	321	410	470	501
2016	319	375	384*	514	534
Actifs Financiers nets*					
2006	176	228	346	307	366
2016	225	267	308	369	426
Patrimoines totaux					
2006 bruts	692	883	981	919	796
nets	586	790	916	755	661
2016 bruts	775	923	997	959	783
nets	677*	815*	921*	814	655

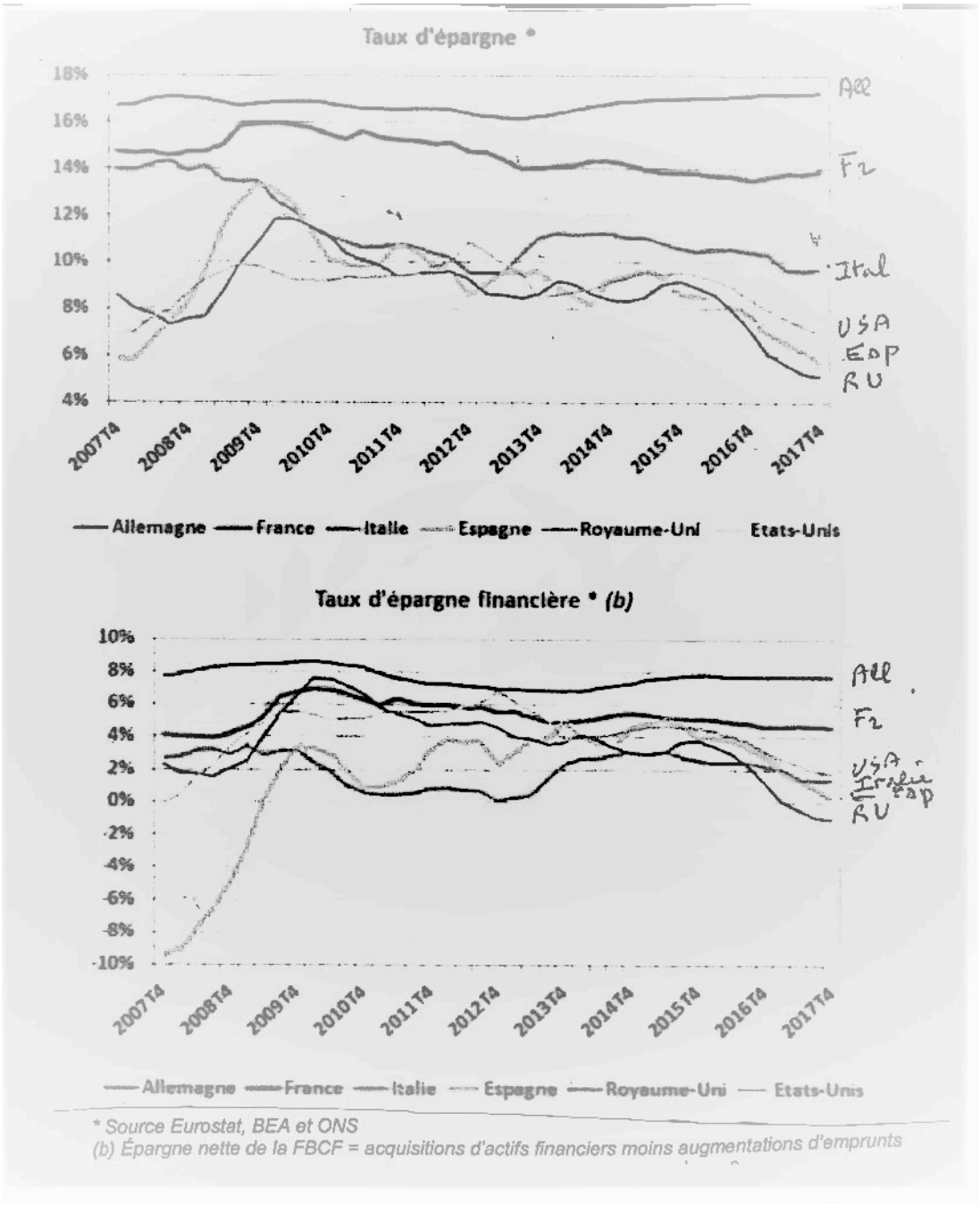
*En 2015) **les engagements financiers sont déduits en totalité des actifs financiers, bien qu'une grande partie ait été utilisée pour financer l'acquisition d'actifs non financiers, de logements en particulier.

(Source : OCDE, calculs de l'auteur)

3-Evolution des taux d'épargne selon les pays

Comme le montrent les deux graphiques ci-après, les taux d'épargne des ménages diffèrent selon les pays, tant en niveau qu'en évolution :

[61] Selon cette approche, les ménages ont un comportement rationnel : lorsque l'Etat s'endette, ils jugent nécessaire d'accroître leur épargne pour être en mesure de faire face à la hausse future des prélèvements publics, lorsque l'Etat sera contraint de rembourser sa dette.



(Graphiques : Banque de France)

4- Les inégalités de revenu et de patrimoine des ménages selon les pays

	Revenu disponible gini*	Patrimoines nets	
		Gini	Part en % des 10% des ménages les mieux dotés
Allemagne	0,29	0,76	60%
France	0,30	0,68	51%
Italie	0,33	0,60	43%
Espagne	0,35	0,60	46%
Pays Bas	0,29	0,70	44%

*La valeur du coefficient de Gini est comprise entre 0 (répartition totalement égalitaire) et 1(un ménage possède tout)

(Sources : revenu disponible OCDE, patrimoines INSEE)