

LES CAHIERS

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

**N° 58 bis
(version actualisée)**

Michel Fried



Septembre 2019

..... SOMMAIRE

Synthèse

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

- 1-1 L'existence aux Etats 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 mutation du business model traditionnel
- 2-2 L'efficacité comparée de l'intermédiation bancaire et de la finance de marché et ses conséquences sur la structure optimale des systèmes financiers

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- L'amélioration de la régulation et du contrôle de la finance de l'ombre

- 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 Le Brexit et la libre prestation de services financiers
- 5-4 L'avancement des réformes envisagées
 - 5-4_1 Le programme de régulation
 - 5-4-2 *la réalisation de l'UMC, une occasion dénoncer les « excès » de la régulation bancaire*

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

- 6-1 Les réformes de la régulation des systèmes financiers sont-elles le socle permissif d'une réorientation vers plus de marchés ?
 - 6-2-1 Le financement par les banques des PME reste une activité profitable
 - 6-2-2 La thèse d'un rationnement des crédits bancaires aux PME est peu vérifiée
- 6-3 La croissance de l'endettement des entreprises peut-elle s'accroître encore sans compromettre la sortie de la phase basse du cycle ?

6-4 Les cibles actuellement identifiées du développement de la finance de marché

6-4-1 Le développement des plateformes de crowdfunding

6-4-2 Le soutien financier du développement des start up

6-4-3 L'assouplissement du régime prudentiel des assurances

7- La réforme du système de retraite français ouvre-t-elle la voie au développement de la finance de marché ?

CONCLUSION

ANNEXES

1 Quelques éléments sur l'épargne des ménages

2 Les régimes de retraite par capitalisation en France

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, ce 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 buté sur la grande crise de 2008. Dans un pays comme la France où le financement des entreprises était réalisé essentiellement par deux types d'intermédiaires financiers, d'une part les banques proprement dites¹ renforcée par un secteur financier semi-public important et, d'autre part, la finance de marché, surtout tournée vers les grandes entreprises avec lesquelles elles réalisent des opérations telles que des augmentations de capital ou des émissions obligataires parfois importantes, mais toujours ponctuelles. Les banques inscrivait 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 spécialisé dans les crédits à moyen et long terme, accordés selon une logique fortement contracyclique respectant les priorités publiques concernant les volumes de crédit accordés et les secteurs prioritaires.

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 a subsisté en apparence, mais est supprimé dans les faits. 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, en titrisant leurs crédits, d'optimiser leur rentabilité, les ont incitées 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 noué des relations complexes, mélange de concurrence pour leurs activités de financement et de complémentarité entraînant l'interconnexion de leurs bilans. Le mode de fonctionnement global 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 reconstruits. Contrairement à ce qu'enseignait la doctrine dominante, les réformes n'avaient pas réduit les risques mais les avaient déplacés vers les composantes les moins régulées des systèmes financiers. La brutalité de cette crise non anticipée a contraint les Etats à intervenir dans l'urgence pour éviter l'effondrement des banques et des économies. Le surgissement d'une telle crise était inconcevable pour les gouvernements et les régulateurs, inspirés par des références idéologiques communes. Certaines autocritiques ont alors été spectaculaires, mais bien vite oubliées. Les gouvernements ont cependant dû admettre que l'une des causes de la crise provenait de l'insuffisance de la régulation et de la surveillance des acteurs, non seulement des banques, mais aussi de la finance de l'ombre. Dans la période qui s'ouvre alors, la régulation des banques sera considérablement renforcée, mais celle de la banque de l'ombre demandée par les G8 réunis immédiatement après la crise de 2008 est restée timide.

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

En 2015, un tournant est pris. Malgré quelques mises en garde sur la persistance des fragilités du système financier, sa résilience est considérée comme durablement restaurée, alimentant les demandes d'allègement des contraintes prudentielles formulées par les lobbies bancaires qui se déclarent contraints de pratiquer des politiques d'« arbitrage réglementaire » au profit de la banque de l'ombre. Les grandes organisations internationales, le FMI et la BRI en particulier, expriment leur inquiétude concernant l'éventualité d'un assouplissement de la régulation bancaire. C'est dans ce contexte, que les Etats Européens décident, sur la proposition de la Commission Européenne, que le moment est venu d'amplifier le poids des marchés et de rapprocher ainsi les systèmes financiers européens du modèle anglo-saxon.

Les débats sur les conséquences du rôle accru de la finance de marché sont restés 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, notamment en termes de croissance économique, provenant des réformes entreprises. Toutefois, une caractéristique structurelle de la finance de marché semble sous-estimée : alors que les crédits bancaires suscitent ex post les dépôts qui équilibrent les actifs bancaires, les financements de marché reposent sur la mobilisation d'une épargne constituée préalablement. On ne peut réaliser la mutation profonde des systèmes financiers européens, telle qu'elle est escomptée dans le cadre de l'Union des Marchés de Capitaux,, sans réaliser des réformes incitant les ménages à accroître la part de leur épargne financière destinée à faire face à l'amenuisement de la couverture socialisée des risques travail, santé et surtout vieillesse. Les nouveaux dispositifs, qui impliquent une adhésion individuelle aux nouveaux mécanismes d'épargne-salariale créés surtout dans un cadre professionnel, devraient surtout bénéficier aux ménages aisés, comme le montre l'expérience allemande. La réforme du système de retraite français, qui libère un espace pour le développement des retraites par capitalisation, illustre clairement la stratégie que sous-tend la réorientation de notre système financier.

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. Ce nouveau capitalisme n'apporte de solution durable, ni à l'atonie de la croissance, ni au rétablissement de la résilience des systèmes financiers et ne semble pas en mesure de transformer aussi rapidement que le souhaitent les responsables économiques, les modes de financement des entreprises, des PME en particulier. L'instauration de ce nouveau capitalisme aurait mérité de faire l'objet d'un débat politique public très large, dépassant les débats techniques de spécialistes.

Septembre 2019

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 réformes actuelles visent à atténuer cette différence qualitative.

1-1 L'existence d'un système financier orienté marché aux Etats-Unis, est le résultat de l'abrogation de la réglementation 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 de 1929 qui avait provoqué la disparition de près de la moitié des établissements bancaires ². Les principales dispositions instaurées alors, puis supprimées progressivement depuis, ont été :

- *L'interdiction de création de succursales par les banques d'Etat, instaurée par Le Mac Fadden Act de 1927 a été abrogée en 1994*
- *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, obligatoirement remboursés au pair en cas de retour à meilleur fortune.

La stricte réglementation 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), condition de la mise en place d'un système financier fortement orienté marché ; trois réformes 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 réglementation 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 permis aux entreprises de conserver la gestion des retraites de leurs salariés et de restreindre la place des fonds à prestations définies jugés trop coûteux.*
- 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 marché 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 insolubles, les fameux crédits subprimes, qui, après avoir alimenté une énorme bulle financière, seront à l'origine de la crise de 2008.*

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

Les réformes marquantes du système financier français ont été réalisées dans la seconde moitié des années 1980, mais elles n'ont été finalisées que dans les 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 au 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, comme on le verra.

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 cotées³.

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 ouvertement réduit les dispositifs de financement long, souvent bonifiés et sélectifs ciblant des secteurs ou des catégories d'entreprises spécifiques distribués soit par les banques de dépôt, refinancés de façon privilégiée par la Banque de France (moyen terme réescomptable), 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, en renforçant la concurrence interbancaire, de réduire les coûts de financement des 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 devaient 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 intérêts 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), alléger des coûts de financement de l'économie réelle⁵ et surveiller le risque macroprudentiel en sus du risque microprudentiel.

³ Voir la note 10 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

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, les marchés financent 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 expliquer le différentiel de croissance entre les deux zones.

2 le débat sur l'efficacité de la nouvelle intermédiation financière

C'est en fait un double débat qui a accompagné la mutation financière de la fin des années 1980, d'une part un débat sur l'efficacité du nouveau business model des banques, et d'autre part, un débat sur l'efficacité comparée de la finance de marché et de l'intermédiation bancaire.

2-1 La mutation du business model bancaire

- L'analyse traditionnelle de l'efficacité de la supériorité de l'intermédiation bancaire ancienne sur la finance de marché prolongeait les travaux de Ronald Coase sur les fondements théoriques du concept d'entreprise⁶. L'efficacité de la firme bancaire résultait de sa capacité à réduire l'asymétrie d'information⁷ entre elle et ses clients, mieux que les marchés ne puissent le faire, car la relation de la banque avec ses clients s'inscrit dans la durée et s'accompagne de services multiples qui enrichissent l'information exclusive de la banque sur ses clients, alors que les marchés doivent 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, leur permettait de réduire la prime de risque payée par les emprunteurs ; les tenants de la finance de marché avancent un ultime argument, en affirmant que l'intermédiation bancaire crée une situation de dépendance des emprunteurs vis-à-vis de leur banque, qui, en réduisant la concurrence interbancaire, est un facteur d'alourdissement des coûts d'intermédiation.

- Cependant cette description de l'intermédiation bancaire s'éloignait de plus en plus de la réalité des comportements bancaires. Ceux-ci subissaient en effet non seulement les conséquences des réformes des marchés évoquées dans la section précédente, mais aussi de l'érosion du triple monopole dont les banques bénéficiaient.

- Le monopole de l'accès aux refinancements de la banque centrale, s'est érodé notamment avec la mise en place des mesures de quantitative easing
- Au delà d'un plafond légal, les dépôts bancaires des ménages et des entreprises, peu ou pas rémunérés, ne bénéficient pas d'une garantie publique⁸.

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.

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 le marché, ne reflètent donc pas toute l'information existante, ce qui est un obstacle au comportement « efficient » des opérateurs.

⁸ 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

- le monopole de l'offre de crédit a pratiquement disparu aujourd'hui (encadré 1 ci-dessous)

Encadré 1

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

En France, le monopole bancaire a été instauré par les lois des 13 et 17/06/1941, reprises dans 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 sur les plateformes. 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 du monopole bancaire 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.

* 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 crowdfunding : cf Héloïse Berkowitz et Antoine Souchaud, « Stratégies et conquête d'un nouvel espace de marché : la structuration du crowdfunding » Revue gérer et comprendre, n°131, mars 2018.

Le business model bancaire, qui ne semblait devoir évoluer que très progressivement, s'est en fait transformé 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 du business model historique des banques, 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, dénommé « originate to distribute » plus rentable, en apparence du moins.

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.

Selon ce nouveau modèle, les banques conservent leurs fonctions d'initiatrices des financements, mais utilisent les marchés, notamment les marchés de dérivés⁹, 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 courir des risques qu'ils ne peuvent pas toujours mesurer. La thèse largement dominante alors est qu'en utilisant les marchés pour disséminer les risques financiers hors des banques, ceux-ci devenaient maîtrisables et permettait d'accroître l'offre de financement sans compromettre la solvabilité des établissements bancaires.

On notera (encadré 2) que le système financier allemand qui, dans les années 1960, avait de nombreux points communs avec le système français, a connu une évolution voisine, mais qu'il a su mieux préserver la qualité de ses relations avec les PME, ce qui n'est peut-être pas sans rapport avec la réussite de l'industrie allemande.

Encadré 2

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 qu'elles ont été transformées profondément mais selon des modalités différentes. Le business model des banques allemandes était centré sur le principe de la «Hausbank» (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 Hausbank 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 au 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 Hausbank et à réduire son soutien aux 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 importants groupes de BTP allemand, Phillips Hoffmann, dont elle détenait plus de 15% du capital, qui a été acculé à la faillite). Le gouvernement allemand, en 2002, a réduit certains des fondements de la relation privilégiée banques-entreprises en permettant aux banques de céder leur participation dans les entreprises clientes en franchise de l'impôt sur les plus-values de cession et en les obligeant 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..

Ce n'est probablement pas par hasard que la première manifestation de la crise de 2008 a concerné une partie des crédits immobiliers consentis par les banques américaines, les subprimes, dont la titrisation débridée a entraîné le blocage des marchés interbancaires de la plupart des pays développés, et contraint les Etats à assumer la fonction de prêteur en dernier ressort des établissements financiers afin d'éviter que

⁹ 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.

leur effondrement n'entraîne une crise économique encore plus grave. Selon une étude de la Banque d'Espagne¹⁰, 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 finalement que peu utilisées mais ont contribué à restaurer les marchés interbancaires.

2-2 L'efficacité comparée de l'intermédiation bancaire et de la finance de marché et ses conséquences sur la 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, cette 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, mais en réservant ce choix surtout pour les économies développées.

Le développement des méthodes d'analyse statistique et la connaissance des effets de la crise de 2008 ont affiné les conclusions des études empiriques en montrant, qu'au-delà d'une certaine taille (en général autour de 100% du PIB), l'assurance moins efficacement leur fonction d'accélérateur de la croissance. L'explication dominante de ce constat était que l'accroissement de l'endettement des économies, qui allait de paire avec la taille des systèmes financiers, était aussi un indicateur de l'accroissement des risques de financement, ce, qui finissait par inciter les établissements financiers et les investisseurs à réduire leur offre de financement, pénalisant ainsi la croissance.

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

- d'une part, *l'hypothèse du rationnement de l'offre de crédit* : celle-ci en restreignant les possibilités d'investissements des entreprises pèserait finalement la croissance de l'économie réelle ; cette hypothèse est démentie par les enquêtes réalisées par les banques centrales ; ces enquêtes mettent en évidence l'influence sur la demande de crédit des entreprises et des ménages, de leurs anticipations de leurs perspectives de croissance et de revenus.
- d'autre part, *les différences selon les pays, du poids des PME* dans le tissu entrepreneurial¹¹ : le poids des PME a un rôle explicatif important car, y compris dans les pays les plus orientés marchés, elles sont toujours plus dépendantes des crédits bancaires que les grandes entreprises.
- enfin, *les caractéristiques des systèmes de protection sociale* : ils ont un rôle important dans la constitution de l'épargne nécessaire au développement de la finance de marché¹². Cette caractéristique complétée par la prise en compte des inégalités de revenu, décrit les conditions de la formation d'un niveau suffisant d'épargne, condition de l'importance des marchés financiers.

¹⁰ Les résultats de cette étude sont cités dans les Echos du 11/09/2018

¹¹ Le poids des PME dans l'emploi est ainsi de 70% environ dans l'UE et seulement de 50% aux Etats Unis.

¹² 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 Etats 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 Etats 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).

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

La crise financière de 2008 a démontré l'échec de la vision libérale de la finance : la crise a concerné non seulement les banques mais aussi l'autre composante importante des systèmes financiers, celle dénommée officiellement « shadow banking » (banque de l'ombre) ; cette composante est mal connue et peu régulée, alors que, en raison de son interpénétration avec les banques, elle a contaminé le système financier dans son ensemble. 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 commence à se concrétiser réellement.

Encadré 3

Le G20 et le FSB

Le G20 avait été créé en 1999 ; il rassemblait, sans périodicité préétablies, 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 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)¹³ 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

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 attribut inhérent à la finance de l'ombre, ce qui a conduit le FSB à exclure de ses statistiques les entités non bancaires telles que des fonds d'investissement ou des brokers dealers¹⁴ régulées indirectement parce que consolidées au sein de groupes bancaires. En revanche, sont inclus des assureurs et des fonds de pension exerçant des fonctions d'intermédiation financière et se

¹³ 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, 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 (UE).

¹⁴ Les brokers 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 brokers dealers.

finançant à court terme alors que leurs engagements sont à long terme¹⁵. 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)

Les actifs du shadow banking représentent une part importante des actifs financiers mondiaux, sans rapport avec le poids du pays d'appartenance¹⁶: 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). 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 dont le poids est présumé important et qui sont en capacité de lui communiquer toute l'information nécessaire.

Le poids de la finance de l'ombre est sans rapport avec le PIB du pays d'implantation ou le poids de ses banques. Le degré d'internationalisation du système financier du pays, ou une fiscalité, plus ou moins proche de celle d'un paradis fiscal, semble être des facteurs explicatifs significatifs mais partiels.

¹⁵ L'introduction de la catégorie « finance de l'ombre » rend donc non strictement additives les catégories statistiques employées par le FSB.

¹⁶ Pour éviter toute ambiguïté, 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)

Part (en %) 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

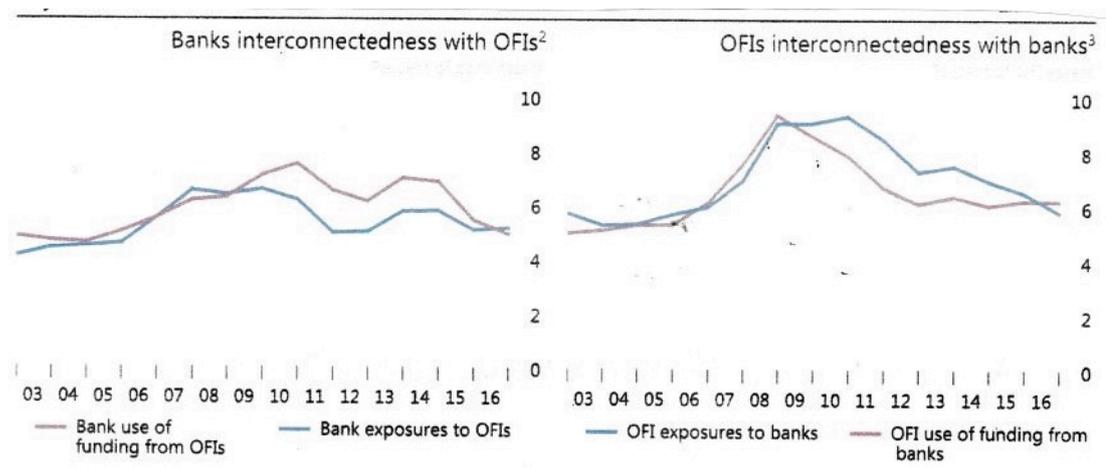
3-2 Les interconnexions entre les deux principales composantes des systèmes financiers

Les banques entretiennent avec les entités du shadow banking des relations qui apparaissent 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 ci-dessous montre globalement que, jusqu'à la crise de 2008, les passifs et actifs bancaires ont été impactés de façon croissante par les risques provenant de la finance de l'ombre (dans sa définition large), mais que depuis, l'interpénétration des activités entre les deux composantes des systèmes financiers s'est atténuée, mais reste importante.

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 la finance de l'ombre, exprimées en pourcentage des bilans, sont assez différentes selon les pays, mais globalement la finance de l'ombre apparaît plus liée avec les banques que les banques avec la finance de l'ombre ; 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 (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, résultant le plus souvent de la transposition des accords internationaux, négociés au sein du Comité de Bâle¹⁷. L'accroissement de la rigueur de la régulation bancaire a commencé avant la crise de 2008, et semble être une conséquence du développement de la finance de l'ombre ; la crise de 2008 a fortement renforcé cette évolution.

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 crédit¹⁸ 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, jugés moins dangereux¹⁹
- 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 Bâle 1* qui amélioreraient 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, Bâle 2 remplace Bâle 1 et le ratio Mac Donough remplace le ratio Cooke : les fonds propres doivent désormais 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

¹⁷ 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.

¹⁸ Les actifs pondérés du ratio de solvabilité représentaient avant la crise moins de 30% du total des actifs des banques de l'UE.

¹⁹ 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.

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,

Bâle 2 fait l'objet de trois critiques principales concernant :

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

Le rapport du Comité de Bâle, adopté par le G20 de Pittsburgh (2009)²⁰ 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 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 les *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 de fonds propres intègrent cette fois plus strictement les activités de négociation, de titrisation, les engagements hors bilan, ainsi que les risques de contrepartie sur les instruments dérivés. Les autorités de régulation obtiennent la possibilité d'imposer un « volant contracyclique » supplémentaire de fonds propres,, lorsqu'elles jugent que la croissance du crédit fait peser un risque systémique, et d'exiger des établissements dont la solvabilité est incertaine et dont le ratio de fonds propres est inférieur au niveau minimum exigé, la conversion de leurs quasi-fonds propres en actions ordinaires et de restreindre voire de supprimer les distributions de dividendes. Enfin, les *établissements de grande taille dits systémiques* ou SIFIs (Systemically Important Financial Institutions)²¹, 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. Par ailleurs, toutes les banques devront respecter trois nouveaux ratios qui seront mis 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 ratios 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).

Toutes les 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, notamment concernant le traitement des crédits

²⁰ Ce rapport a été publié par la BRI en octobre 2010.

²¹ 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.

immobiliers, et surtout, pour trouver une solution au refus des banques américaines²² d'appliquer certaines dispositions de l'accord, jugées moins efficaces que la réglementation américaine²³.

Un compromis a finalement été trouvé le 7 décembre 2017 portant sur trois 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).
- Le traitement des crédits immobiliers cautionnés restera identique à celui des crédits hypothécaires²⁴
- Le positionnement des risques de marché dans les trading book²⁵ sera revu, et les nouvelles règles devront être appliquées en 2022

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 »²⁶. La transposition de l'accord dans les réglementations nationales, ne se fera donc pas sans nouveaux débats.

La pleine application de Bâle3 entraînera, à l'horizon 2027, un alourdissement important des fonds propres des banques, évalué par l'Autorité Bancaire Européenne à 24%, selon son estimation « la plus prudente » de

²² 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.

²³ 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.

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 cautionnés à taux fixe ; 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 Le portefeuille de négociation (trading book) rassemble tous les actifs disponibles à la vente, ce qui inclut une grande partie des actifs de marché ; les actifs logés dans ce portefeuille sont comptabilisés en valeur de marché. Toutefois, lors de la crise de 2008, il est apparu que ces actifs de marché étaient en grande partie invendables, et, en toute rigueur, auraient dû être reclassés dans le « banking book » (portefeuille bancaire), où sont positionnés les actifs non immédiatement cessibles, qui, en cas de problèmes, devront être provisionnés. Le classement de ces actifs à risques dans le trading book permettait donc aux banques de détériorer leur ratio de fonds propres. La nouvelle règle de comptabilisation ne modifie pas la possibilité de placer des actifs de marché dans le trading book, mais ce positionnement ne dispense plus les banques de devoir les provisionner en cas d'illiquidité.

²⁶ Source : Le Monde du 9/12/2017

juin 2019; multipliant par plus de quatre, son estimation précédente de mars 2019. L'Autorité Bancaire souligne cependant, qu'avec des hypothèses plus favorables, comportant notamment une forte réduction des distributions de dividendes, ses exigences de fonds propres supplémentaires pourraient être réduites de plus de moitié. Comme on pouvait l'attendre, ce chiffre des possibles exigences de fonds propres a renforcé l'hostilité des banques aux réformes de Bâle 3.

La BRI estime que, globalement, les réformes ont permis d'améliorer la résilience des banques mais que des efforts supplémentaires restent nécessaires dans deux domaines

- A chaque fin de trimestre, date de la publication réglementaire de leurs bilans, les banques européennes « habillent » leurs comptes, afin de leur permettre d'afficher (temporairement) le ratio de levier réglementaire minimum. Ces pratiques ne sont pas accessibles aux banques américaines, qui doivent respecter le même ratio minimum, mais en le calculant sur la moyenne du trimestre...
- Les conséquences du constat de la faible valorisation boursière des banques européennes ne doivent pas être surestimées : leur ratio cours boursier/valeur comptable (price to book ratio) ,qui était de 2 en moyenne avant la crise boursière, s'est réduit de moitié en 2008-2009, et il reste éloigné de son niveau d'avant crise. Les banques européennes, pourraient moins facilement faire appel aux marchés que les banques américaines mieux valorisées. Cet argument ne tient pas compte du fait que si le ratio des banques européennes apparaît anormalement faible, c'est parce qu'il est comparé à son niveau d'avant crise, époque où les marchés sous-évaluait manifestement les risques bancaires.

Décomposition des exigences de fonds propres et de liquidité imposées aux banques²⁷

²⁷ Le règlement adopté en application de Bâle3 donne une importance particulière aux fonds propres de base de qualité supérieure, dénommés CET1 (Common Equity Tier 1) ; ils comprennent le capital social, les primes d'émission, les réserves, les résultats non distribués ainsi que le fonds pour risques bancaires généraux. Le ratio CET 1, souvent repris par la presse, a pour dénominateur les actifs pondérés par le risque. L'Autorité Bancaire Européenne met régulièrement à jour, pour chaque pays, la liste des fonds propres classés CET1.

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
<i>Dispositif relatif à la titrisation</i>	2014	<i>Dispositif révisé</i>		2018
<i>Cadre du risque de marché</i>	2016	<i>Dispositif révisé</i>		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
<i>Cadre du risque de crédit</i>	2017	<i>Dispositif révisé</i>		2022
<i>Cadre du risque opérationnel</i>	2017	<i>Dispositif révisé</i>		2022

(Source :

BRI 2018)

Encadré 5

Régulation microprudentielle et macroprudentielle

Jusqu'à la crise de 2008, les autorités de régulation estimaient que la stabilité globale des systèmes financiers était assurée dès lors que la stabilité individuelle des établissements financiers était surveillée. La crise de 2008 a révélé les limites de cette approche dite microprudentielle, et la nécessité de la compléter par une approche globale de la stabilité financière. Dès novembre 2010, le G20 de Seoul a demandé au CSF, au FMI et à la BRI de travailler à définir les dispositifs macroprudentiels dont l'absence a pesé sur la gestion de la crise ; Les dispositifs macroprudentiels devaient satisfaire à trois objectifs :

- < Contribuer à la résilience des systèmes financiers en mobilisant des volants de sécurité pour faire face à des chocs économiques globaux
- < Gérer les phases du cycle financier et notamment les phases d' « exubérance irrationnelle en haut de cycle »
- < Réduire les fragilités des systèmes financiers résultant des expositions communes et des interdépendances entre les établissements

Les principaux outils de gestion macroprudentielle des banques reposent sur l'instauration de volants spécifiques fonds propres, déterminés en fonction d'objectifs contracycliques, les règles de provisionnement pour pertes sur crédit et la définition des exigences de liquidité. Toutefois l'activation de ces outils n'est pas sans poser des problèmes résultant de la possibilité que les marchés les interprètent comme le signal annonciateur d'un accroissement inquiétant des fragilités des systèmes financiers et, d'autre part, parce que les marchés vont scruter avec attention leur cohérence avec les décisions prises par les autorités responsables des politiques monétaires, budgétaires ainsi que celles chargées de la surveillance des marchés financiers, des assurances ou des fonds de pension. On conçoit dans ces conditions, qu'une certaine prudence entoure le maniement des dispositifs macroprudentiels

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

Les réformes de Bâle sont certes jugées utiles, mais insuffisantes pour éviter les risques inhérents aux activités de marché exercées par les banques universelles ; ces activités peu régulées, permettent à ces banques, non seulement d'offrir des produits répondant à la demande de leurs clients, mais aussi de réaliser pour leur propre compte des opérations spéculatives risquées. Ces risques, malgré l'opposition de leurs banques, ont été jugé suffisamment significatifs pour que les Etats Unis, le Royaume Uni et la zone euro aient jugé nécessaire de créer une frontière étanche, la séparation, entre les métiers de banque de dépôt et tout ou partie de leurs activités de marché

Aux Etats Unis, instauration du Dodd-Franck Act et de sa règle de séparation, 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 Glass 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 voulait ainsi non seulement préserver les activités bancaires des conséquences du développement de la finance de marché, mais aussi, en devançant les projets de réforme européenne, faire de la réglementation américaine la référence de 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 ainsi que la place de leurs activités de marché.

Le Dodd Frank Act confirme la décision américaine d'appliquer Bâle 3²⁸, et, sous le nom de règle Volcker²⁹, d'imposer 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 FED³⁰, 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 annoncé, dès sa nomination, sa volonté d'abroger le Dodd Frank Act « afin de permettre aux banques américaines de prêter à nouveau ». L'abrogation pure et

²⁸ 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 faîtière 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.

²⁹Du nom de l'ancien Président de la FED, devenu président des conseillers du Président Barack Obama.

³⁰ La règle Volcker 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).

simple du Dodd-Frank Act s'avérant difficile à réaliser, une première réforme a été adoptée par le Congrès le 22 mai 2018; elle 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. En août 2019, deux des régulateurs américains, L'OCC (Office of the Comptroller of the Currency) et la FDIC, ont approuvé la « simplification » de la règle Volker qui sera prochainement approuvée par la FED et la SEC bien qu'une partie du Conseil de la FED se soit opposé à cette modification en estimant qu'elle annulerait de fait l'interdiction du trading pour compte propre. Les banques devront appliquer le nouveau texte au plus tard fin 2019.

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 (il assure la liquidité des titres de leurs clients).

Le destin de cette réglementation, qui devait être appliquée à compter de janvier 2019, pourrait être affecté par les conséquences du Brexit ³¹.

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 important rapport très détaillé, 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, répondant à la demande de leurs banques, 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, sépare 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

³¹ 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 suivis.

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 gagné³².

4-3 Vers l'Union Bancaire en Europe, 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 acceptables par 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 :

- L'Union Bancaire ne sera finalisée 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 plus autorisé à être 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.

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

- *Le Mécanisme de Supervision Unique (MSU) : il est 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 pays de la zone euro adhèrent d'office au MSU, ainsi que les autres Etats membres, sur une base volontaire. Depuis novembre 2014, la Banque Centrale Européenne (BCE) est chargée d'assurer la supervision des 130 grandes banques de la zone euro³³ 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. Les banques non surveillées par la BCE le seront par les banques centrales nationales. En sus de son rôle de veille microprudentielle, la BCE jouera un rôle central dans la surveillance macroprudentielle et collaborera 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, n'est pas mis en œuvre par la BCE. Les plans de résolution des banques, conformément à la directive « redressement et résolution » devront, en cas de difficultés privilégier leur renflouement interne (« bail in ») et faire 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*

³² En France, la BNP et la Société Générale ont été les seules à créer chacune une filiale de cantonnement de leurs activités de marché pour compte propre en application de la loi de 2013. Ces filiales dénommées respectivement « Opera Trading Capital » et « Descartes Trading » employaient moins de 20 personnes et ont été fermées en 2014.

³³ 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.

circonstances exceptionnelles, un soutien public pourra être autorisé, pour des montants et une durée limités³⁴. Un Fonds de Résolution Unique (FRU), géré par le MRU interviendra si le bail in se révélait insuffisant ; ce fonds sera doté d'ici 2024 de 60 Md€³⁵ (accord du Conseil du 05/12/2018) 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 elles ne peuvent être sollicitées 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 insuffisantes³⁶ 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, mais ont dû préciser, 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 pays³⁷. aura été suffisamment réduits (ce qui vise plus particulièrement Jusqu'à aujourd'hui le mécanisme de résolution n'aura servi qu'une fois, en juin 2017, pour organiser la reprise de la 6ème banque espagnole Banco Popular par Banco Santander pour 1€, les actionnaires et les détenteurs de créances hybrides ou subordonnées étant « rincés ».

- *Le Système Européen de Garantie des Dépôts (SEGD)* : En 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 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 exposés³⁸.

L'Union Bancaire, dans la mesure où elle serait strictement appliquée, apparaît bien comme un substitut à l'échec de la tentative de préserver les activités de crédit bancaire des conséquences de la réalisation d'opération spéculatives sur les marchés financiers ; toutefois, l'Union Bancaire, si elle pallie en partie aux causes qui sont à l'origine de la crise de 2008, ne fournit qu'une réponse insuffisante aux causes possibles de l'éventuelle crise de demain. Cette dernière pourrait notamment provenir des bulles boursières, de l'existence d'entreprises dites « zombies » ou de la panique provoquée par l'éventualité d'une hausse des taux d'intérêt résultant d'un changement de la politique de la FED, puis de la BCE. Les débats portant sur la possibilité d'une nouvelle crise majeure montrent, en creux, que le défi de l'instauration d'une régulation garantissant la résilience des systèmes financiers n'a pas été complètement relevé du fait, notamment,

³⁴ 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.

³⁵ Au 30 juin 2018, les ressources du fonds sont de 24,9 Md€.

³⁶ 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

³⁷ En décembre 2018, les prêts non performants des banques européennes représentaient 3,4% de leurs encours de crédit, mais, pour quelques pays comme l'Italie, le Portugal ou la Grèce, ce taux est fortement dépassé (respectivement 10%, 11,7% et 44,9%).

³⁸ 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 recouverts, sans recourir à une garantie spécifique.

comme on va le voir, des insuffisances de la réforme encore inachevée de la réforme de la banque de l'ombre.

5- L'amélioration de la régulation et du contrôle de la finance de l'ombre

Les responsables européens estiment que l'amélioration de la régulation des banques et celle de la finance de marché garantit désormais la stabilité du système financier, ce qui permet d'assigner au système financier la mission d'améliorer la croissance de l'UE. En 2015, la Commission Européenne propose, dans ce but, de construire une « Union européenne des Marchés de Capitaux (UMC) ». Cette décision, qui vise à rapprocher le modèle financier de l'UE du modèle américain, repose sur deux propositions discutables³⁹ :

- les banques ne pourraient pas développer leur activité de crédit aux entreprises, sans détériorer leur résilience.
- L'accroissement des financements de marché serait le moyen principal d'accélérer la croissance européenne, comme le montre l'exemple des Etats Unis dont la croissance économique, supérieure à celle de l'UE, s'explique par la place importante de sa finance de marché..

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. 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, est chargé de l'identification des risques macroprudentiels et, en cas d'urgence, il 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
- 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 ensemble⁴⁰.

³⁹ Ces deux propositions sont discutées implicitement dans le corps de cette note, notamment dans les sections 2 et 6.

⁴⁰ 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)

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 fonds⁴¹ 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 car 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 dérivés⁴²

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 repercutaient 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 compensation⁴³.

Le règlement EMIR (European Market and Infrastructure Regulation), appliqué en totalité depuis la fin 2015, transfère le risque de contrepartie à des contreparties centrales agréées (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. La sortie 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.

- 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, ce qui a entraîné un resserrement de la réglementation 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

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

⁴¹ 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.

⁴² Voir note 10

⁴³ 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 ;

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 d'élargir le marché de la titrisation, en autorisant les assureurs à investir en produits STS (réforme la réglementation « Solvabilité 2 »)

- Les fonds d'investissement non monétaires, possibles subprimes de demain

La directive OPCVM impose aux gestionnaires de fonds d'investissement d'assurer la liquidité 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).

Ces dernières années, la BRI a mis en garde avec constance sur les risques qui pèsent sur les fonds obligataire à haut rendement qui constituent une part croissante de la finance de l'ombre, dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêt et des primes de terme⁴⁴. Ces fonds d'investissement à haut rendement ont bénéficié dans un premier temps de la baisse des taux, mais les risques inhérents à ces fonds se manifestent lorsque, les taux bas se stabilisent, ce qui incite les gestionnaires à investir dans des titres à haut rendement et à liquidité faible ou nulle⁴⁵, puis de façon plus globale, à affronter les conséquences de la hausse des taux ...qui finira par arriver. La BCE considère que le risque d'illiquidité des fonds d'investissement est désormais un « risque majeur » pesant sur la stabilité financière de la zone euro. Du fait de la forte croissance de ce secteur dont les encours représentent désormais près de 20% des actifs du secteur financier de la zone euro ; ils se sont accru de plus de moitié depuis la crise, passant en Europe de 5700 Md€ en 2018 à 13800 Md€ en juin 2018.... On ne saurait oublier que les premières manifestations de la crise de 2008 sont apparues dans ce secteur de la banque de l'ombre.

Les tests de résistance effectués par l'Autorité Européenne des Marchés Financiers ont révélé l'ampleur de ce risque, dès lors que les gestionnaires de fonds négligent de le couvrir, notamment en souscrivant des lignes de crédit bancaires. L'ESMA a ainsi montré que 40% des fonds européens ne pourraient faire face à des demandes de sorties représentant 5 à 10% de leurs actifs.

5-3 Le Brexit et la libre prestation des services financiers

La sortie du Royaume Uni de l'UE⁴⁶ entraîne automatiquement la fin du régime du « passeport », appliqué aux échanges de produits et services financiers entre les pays membres au titre de la « Libre Prestation de Services » inscrite dans le Traité sur le Fonctionnement de l'UE. Le Royaume Uni aurait pu restaurer cet avantage en adhérant, après sa sortie de l'UE, à l'espace Economique Européen, mais cette éventualité a été exclue par le gouvernement britannique.

Le sort de Londres, seconde place financière mondiale à comparer avec Francfort qui occupe en 2018, la 10^{ème} place et Paris la 22^{ème} place, constitue un enjeu important pour l'industrie financière britannique ;

⁴⁴ La théorie financière considère que le risque des investissements financiers est lié à la durée de l'investissement, ou plus précisément à sa duration, ce qui explique la hiérarchie « normale » des taux d'intérêt : plus la durée de l'investissement est grande, plus la prime de risque et donc le taux est importante.

⁴⁵ On notera que les fonds dits « ouverts » offrent une liquidité quotidienne aux porteurs de parts, alors même qu'une partie de leur portefeuille est illiquide. Cette situation est d'autant plus anormale que la réglementation UCITS autorise la commercialisation de tels fonds auprès de particuliers. La découverte que 6 des fonds H20 commercialisés par Natixis comprenaient des actifs illiquides a provoqué la panique des investisseurs dont les retraits ont atteint 3,3 Md€ entre le 19 et le 24 juin 2019, entraînant une dévalorisation de 5,6 Md€ de la valeur des 6 fonds concernés (données Bloomberg citées dans la presse). La situation est rapidement redevenue normale, mais il s'agit d'une alerte très significative.

⁴⁶ Ou plus précisément de l'EEE (Espace Economique Européen) qui regroupe les 28 pays de l'UE et trois des quatre pays de l'AELE (Association Européenne de Libre Echange), la Suisse ayant refusé de participer à l'EEE lors de sa création en 1994.

celle-ci contribue positivement au solde des transactions courantes britanniques à hauteur de 70 Md€ dont 30 Md sont réalisés avec l'UE. Or, le Royaume Uni, en cas de brexit, va devoir remplacer le régime des passeports par celui des « équivalences » qui concernera non seulement les sociétés britanniques mais aussi les établissements non britanniques qui ont implantés au Royaume Uni des têtes de pont pour réaliser des opérations financières dans les autres pays de l'UE.

Pour bénéficier du régime des « équivalences », le Royaume Uni devra transposer les règles en vigueur dans l'UE et, selon l'ampleur de la transposition, l'équivalence sera accordée soit globalement, soit à certains types d'opérations, et/ou aux seules opérations réalisées avec certains pays de l'UE. Si l'équivalence des règles britanniques avec celles de l'UE était jugée insuffisante, le régime d'équivalence peut être supprimé dans un délai de 30 jours.

5-4 L'avancement des réformes envisagées pour réaliser l'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. Le programme d'action proposé par la Commission Européenne⁴⁷, est adopté en septembre 2015 ; sa réalisation devra se faire par étapes et devait s'achever en 2019. L'objectif est clairement affiché : « L'objectif est que dans dix ans, 40% des besoins de financement des entreprises soient financés par le marché contre 20% aujourd'hui ». Dans ce but, il convient d'améliorer l'efficacité de marchés trop fractionnés sur des bases nationales, en réduisant les obstacles, notamment réglementaires, qui s'opposent à leur unification, condition de l'obtention de marchés plus profonds et plus liquides que ce que peut procurer la juxtaposition de marchés nationaux.

5-4-1 Le programme des réformes prévues pour réaliser l'UMC d'ici 2019⁴⁸

En 2015, le programme des réformes nécessaires à la réalisation d'une union européenne des marchés adopté portait notamment sur les sujets suivants :

- Elargir l'offre de financement des entreprises, en direction des start-up des PME et des sociétés non cotées
- 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 ;)

⁴⁷ « 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.

⁴⁸ 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.

- 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 paraît bien établie, le taux d'investissement des entreprises reste insuffisant. Concernant les priorités, elle insiste particulièrement sur la nécessité de revoir l'action des 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 d'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, (espoir non réalisé), et, concernant plus particulièrement les priorités du programme d'action, deux nouveaux sujets apparaissent, qui ne semblent pas pouvoir être traités d'ici 2019 :

- La question de l'arbitrage entre la préservation des intérêts nationaux et la réalisation des objectifs européens. La Commission 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 européens⁴⁹.
- la nécessité de réformer l'impôt sur les sociétés pour remédier aux distorsions fiscales qui favorisent le financement par la dette au détriment du financement par les fonds propres.

Pour sa part la position du Conseil Européen est plus nuancée, puisqu'il considère que, bien que désormais, la résilience des banques soit un acquis, elle ne pourra déboucher sur l'allègement des contraintes réglementaires que lorsque la finalisation de la surveillance et de la régulation de la finance de l'ombre sera achevée.

5-4-2 La réalisation de l'UMC, une occasion de dénoncer les « excès » de la régulation des banques

Les banques ont accueilli favorablement le principe d'une union européenne des marchés de capitaux en raison de sa cohérence avec leur nouveau modèle bancaire (voir ci-dessus). Toutefois, considérant que l'objectif de consolidation de la stabilité financière était atteint, les banques 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 qui restera moins strictement régulée et surtout face à la concurrence des banques d'investissement américaines.

En demandant un allègement des contraintes qui leurs sont imposées, notamment en matière de fonds propres, les banques semblent avoir rencontré suffisamment d'échos, pour qu'en mars 2016, le commissaire européen aux Services Financiers, 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 ». La possibilité d'un allègement de la régulation et de la surveillance financière a suscité l'inquiétude du président du FSB qui, dans son adresse destinée à préparer la réunion du G20 de juillet 2017, s'est inquiété de la « fatigue réglementaire » qui semblait s'être emparée du monde de la finance

Certains analystes, comme Olivier Pastré⁵⁰, 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

⁴⁹ Ce désaccord n'est plus porté seulement par le groupe de Visegrad mais aussi par le nouveau gouvernement italien.

⁵⁰ Olivier Pastré : « Régulation bancaire : le verre à moitié plein » Les Echos, 26/09/2018.

approche top down (la réglementation) à une approche bottom up (la supervision) » car « c'est au niveau micro-économique qu'il faut agir pour déceler à temps les dysfonctionnements porteurs de nouveaux dérèglements ». Ce point de vue mérite un débat approfondi, car, d'une part, c'est surtout au niveau de la supervision micro-économique qu'a été constatée la capture des autorités nationales par les lobbies bancaires, et, d'autre part, c'est au niveau macro-économique qu'ont été introduites deux avancées importantes, l'instauration de 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 macro-économique et outils micro-économiques de régulation et de surveillance (voir plus haut l'encadré 5).

La modification des normes comptables concernant l'évaluation des instruments financiers illustre la difficulté de trancher le débat entre une régulation reposant sur des règlements appuyés sur des éléments objectifs ou une supervision nécessairement fondée sur une analyse macro-économique, plus subjective (voir encadré 6 ci-dessous) :

Encadré 6

Le changement des normes comptables d'évaluation des instruments financiers

Depuis le 1^{er} janvier 2018, la norme IFRS 39 est abandonnée au profit de la norme IAS 9 pour évaluer la valeur comptable des instruments financiers. Les provisions qui devaient être constituées selon l'ancienne norme étaient déterminées par la survenance d'un « événement de crédit », un incident de paiement en général ; si cette approche avait l'avantage de reposer sur une réalité objective, peu sujette à interprétation,, elle avait l'inconvénient d'être fortement procyclique, car la multiplication de ces « événements » traduisait le plus souvent l'entrée dans la phase basse du cycle conjoncturel. La nouvelle norme IAS 9, se veut plus prospective, car les provisions sur créances douteuses, sont mieux lissées sur l'ensemble du cycle, et dans ce but doivent désormais être constituées en mobilisant toute l'information disponible, quantitative ou qualitative. Les banques ont vu dans l'introduction de la nouvelle norme un facteur d'alourdissement de leurs provisions et donc d'alourdissement de leurs besoins de fonds propres. Cette nouvelle norme pèse plus particulièrement sur les banques italiennes, alors que les banques espagnoles qui avaient adopté un mode de provisionnement dynamique dès les années 2000, sont moins concernées.

Les demandes d'allègement de la régulation bancaire semblent portées surtout par le patronat des grandes banques françaises et allemandes⁵¹ qui contestent plus particulièrement les exigences imposées par Bâle 3 aux banques systémiques, européennes dont la part de marché de leurs activités de banque d'investissement et de financement aurait reculé de 10 points sur le territoire de l'UE au profit quasi exclusif des grandes banques américaines. En juin 2019, les autorités européennes ont répondu implicitement aux demandes des banques, en déclarant que la transposition de l'accord de Bâle 3 sera la plus proche possible du texte de l'accord, à deux conditions importantes soulignée par le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau : d'une part, sa transposition devra se faire partout, y compris aux Etats Unis, et, d'autre part, les montants minimum de fonds propres devront être calculés au niveau consolidé des groupes bancaires, et non filiale par filiale et pays par pays. Ces deux points semblent illustrer que les divergences Europe-Etats Unis sont loin d'avoir disparu et se seraient même renforcées depuis l'élection du Président Trump.

Le débat sur l'allègement de la régulation globale des systèmes financiers est donc toujours ouvert. L'inégalité des contraintes réglementaires qui pèsent sur les deux composantes des systèmes financiers ne semble pas devoir conduire à un renforcement de la régulation de la banque de l'ombre⁵² qui permettrait

⁵¹ La Fédération Bancaire Française, a publié en mai 2019 un document remis à la Commission Européenne reprenant notamment ses critiques de Bâle 3, intitulé « 2019-2024, Pour une société bien financée dans un Europe souveraine ».

⁵² La résilience de la finance de l'ombre doit théoriquement être étudiée par les autorités compétentes du secteur ; l'ESMA possède ainsi un mandat en matière de stress tests concernant les marchés, mandat que le FSB et la Commission Européenne ont proposé de renforcer notamment pour examiner la résistance à un choc de liquidité ; les stress tests réalisés n'ont pas suscité la même attention que les stress tests concernant les banques. Pour une analyse

aux banques de réduire leurs comportements d'arbitrage réglementaire, mais, plus probablement, de rechercher à améliorer l'information et la sécurité des investisseurs et prêteurs intervenants sur les marchés. En revanche, du côté des banques, l'hypothèse d'un allègement des contraintes semble se concrétiser comme le révèle la moindre sévérité des stress tests réalisés en 2018 par l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) : leur analyse par la Cour des Comptes Européenne souligne que les derniers tests n'ont été réalisés que sur 48 établissements, soit presque moitié moins que lors des tests de 2011 et que les scénarios décrivant les chocs sur lesquels la résilience des banques est testée, sont devenus moins sévères. En répondant aux critiques, l'ABE a admis qu'elle devrait, à l'avenir, sélectionner les établissements testés, non seulement en fonction de leur taille, mais aussi en fonction de leur profil de risque.

Au final, les positions successives du lobby bancaire semblent devoir se concrétiser. Comme on l'a vu plus haut, le lobby est parvenu à faire échec à la « séparation », ce dont les autorités européennes ont pris acte en déclarant qu'elles obtiendraient la même stabilité financière par d'autres moyens, qui ont été explicités dans les cahiers des charges portés par l'« Union bancaire » et l'« Union des marchés de capitaux ».

6 Qui, des banques ou des marchés sont les mieux à même d'accroître l'offre de financement des entreprises, des PME en particulier

La volonté des Pouvoirs Publics d'accroître la place des marchés financiers dans le financement des entreprises soulève trois considérations : d'une part, les réformes de la régulation bancaire réalisées depuis la crise de 2008, en consolidant la résilience des banques, offrent la possibilité de développer la place des marchés sans dégrader la stabilité globale des systèmes financiers d'autre part, les crédits bancaires au secteur privé ne pourraient s'accroître sans compromettre la sortie de la phase basse du cycle économique, et, enfin, que le rationnement de l'offre de crédit par les banques est une caractéristique quasi-structurelle de leur comportement. La pertinence de chacune de ces trois affirmations constitue un préalable à l'examen de de de l'option du développement de la finance de marché.

6-1 Les réformes de la régulation des systèmes financiers sont-elles le socle permissif d'une réorientation vers les marchés ?

Le surgissement brutal de la crise de 2008, a montré le caractère illusoire de la thèse couramment admise auparavant, selon laquelle le développement des marchés dans les années 1970, en offrant des moyens supplémentaires de couverture des risques, faisait disparaître les risques de crises financières. Dès 2009, le G20 renversait cette approche en exigeant au contraire une régulation supranationale plus sévère des systèmes financiers et particulièrement, de la banque de l'ombre, car elle était une condition permissive de la stabilité financière et donc de la croissance économique.

Toutefois, malgré la résilience retrouvée des systèmes financiers, la difficulté à retrouver des rythmes de croissance du même ordre que ceux observés avant la crise posait question. Comme il était politiquement difficile d'expliquer la durée de la phase basse du cycle par une défaillance de la coordination des politiques monétaires et des politiques budgétaires, bien que ce thème ait été avancé, sans grands échos, par le Président (sortant) de la BCE ; il a déclaré à plusieurs reprises que la politique monétaire a atteint ses limites et que la politique budgétaire devrait prendre le relais du soutien de la croissance. Mais une autre piste de réflexion, mieux admise, a été offerte par la théorie des cycles financiers (encadré 7 ci-après).

de ce sujet, voir Laurent Grillet-Aubert, « Macro stress tests : quelle portée pour les marchés et la gestion d'actifs ? », rapport AMF juin 2018.

La théorie des cycles financiers*

Cette théorie, devenue la référence des grandes institutions financières, a été explicitée de façon 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.

L'ampleur de la crise de 2008 et la faiblesse de la croissance 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 entrés dans une « récession de bilan », période où la faiblesse de la croissance nourrit des anticipations défavorables incitant les entreprises à se désendetter et à réduire leurs investissements. Mais les politiques suivies ont modifié le scénario de sortie de crise : le soutien public aux banques, puis la mise en œuvre par les banques centrales de politiques monétaires maintenant des taux d'intérêt historiquement bas, ont bloqué le désendettement attendu. Cette évolution a réduit les marges de manœuvre des autorités publiques, faisant apparaître les politiques de l'offre comme la seule perspectives de sortie de la stagnation.

Cette analyse, très souvent évoquée, peut apparaître comme une justification des politiques publiques effectivement pratiquée depuis la crise. Elle ne s'inscrit cependant pas dans l'esprit keynésien des publications de Minsky, mais elle a le mérite de rester fidèle à son intuition centrale : le rôle pivot de la dette dans l'instabilité financière.

*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, qui se considérait comme un keynésien, 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.

Les approches plus empiriques de la thèse de la permanence de la stabilité retrouvée des systèmes financiers, sont cependant moins affirmatives. Ainsi Jezabel Couppéy-Soubeyran⁵³ considère comme dangereux les jugements trop optimistes : « 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 ».

Quelques exemples appuient cette appréciation critique de l'effectivité de 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 insolubles.

⁵³ Le Monde du 15/09/2018, dans un article intitulé « Serions-nous capables d'éviter un nouveau Lehman Brothers ? ». Certains des exemples des fragilités persistantes des systèmes financiers européens cités ci-après ont été soulignés par cette analyste.

- Le maintien des possibilités *d'auto-évaluation 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 Siena), il a été dans l'incapacité, en décembre 2017, d'obtenir sur les marchés les fonds propres qui lui aurait permis de reconstituer sa solvabilité. Le gouvernement italien a alors 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 banque⁵⁴. Aujourd'hui, si MPS, nationalisée de fait (l'Etat détient 68% du capital de la banque), est engagée dans une restructuration drastique censée la rendre solvable à terme, les conditions de son sauvetage ont compromis la crédibilité des règles de la résolution.
- Les appels de marge des *chambres de compensation* sont censés couvrir le risque de contrepartie, mais les réformes entreprises ne permettent pas de réduire totalement ce risque, car la nouvelle réglementation ne garantit pas l'efficacité du calcul des appels de marge de chaque chambre, car elle ne connaît pas les engagements pris sur son client par les autres chambres ; la réforme ne sera achevée que lorsque sera réalisé un répertoire commun accessible à toutes les chambres⁵⁵.
- Pour résoudre le problème *de l'accumulation des créances douteuses* par certaines banques (leur stock est évalué à 900 Md€), au lieu de négocier au cas par cas, la Commission européenne et la BCE ont envisagé en 2018, d'une part de définir le cadre dans lequel pourraient être créés des « bad banks » européennes, chargées de céder leurs créances douteuses sur un véritable marché secondaire des prêts non performants. Mais le financement de ces bad banks étant mutualisé entre les pays européens, l'Allemagne notamment, devrait financer une part importante de la consolidation de banques non allemandes, ce qu'elle refuse d'envisager.

Le FSB a publié en juin 2019 un « document consultatif » afin d'examiner si les réformes bancaires ont affecté l'offre de financement des PME ; sa conclusion est claire : « l'analyse ne détecte pas jusqu'à présent d'effets négatifs objectifs et persistants » et il note que ce constat est « cohérent avec les études qui indiquent que le financement des PME dépend largement d'autres facteurs que la régulation financière » ; le FSB ajoute toutefois qu'il s'agit d'une conclusion globale et que les banques sous-capitalisées ont pu, elles, être affectées par le durcissement de la régulation, ce qui aurait pu les conduire à restreindre leur offre de crédit aux PME. Le FSB doit publier en novembre 2019 une version définitive de son rapport.

6-2 La croissance de l'endettement des entreprises peut-elle compromettre la sortie de la phase basse du cycle ?

Le niveau et la croissance de l'endettement des entreprises sont surveillés avec beaucoup d'attention par les conjoncturistes qui les considèrent comme des indicateurs avancés, non seulement des risques susceptibles de peser sur la croissance économiques, mais aussi de l'efficacité du fonctionnement des systèmes financiers.

⁵⁴ En fait, dès 2015, la défaillance de quatre petites banques piémontaises avait déjà mis à l'épreuve l'acceptabilité politique de la règle du bail in : la révolte des petits créanciers ayant conduit le gouvernement italien à compenser leurs pertes.

⁵⁵ 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 sûre 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 pourrait accepter un compromis avec le gouvernement britannique sur ce point.

Encours d'endettement* des sociétés non financières en France

(Md€)	2007	2009	2011	2013	2015	2017	2019
Titres	260		392	456	552	558	617
crédits	713	769	816	817	874	965	1037
Total	973	1099	1208	1273	1426	1523	1654

*en décembre de chaque année, sauf 2019, en avril

(Source : Banque de France)

Les marchés sont devenus la source la plus dynamique du financement externe des entreprises ; entre la fin 2007 et avril 2018, l'endettement en obligations et titres de créances négociables a été multiplié par 2,4, bénéficiant pour l'essentiel aux grandes entreprises, alors que l'endettement bancaire a été multiplié seulement par 1,5. Toutefois le financement des PME et des ETI (entreprises de taille Intermédiaire) repose toujours presque exclusivement sur les crédits bancaires, bien que les ETI aient fortement accru leurs recours aux marchés obligataires. Les Bourses, en créant des compartiments spécialisés à contraintes allégées ne sont pas parvenues non plus à devenir des acteurs significatifs du financement des PME.

6-2-1 le financement bancaire des PME reste une activité rentable

Le financement des PME semble être une activité rentable des banques, qui bénéficient dans certains cas d'une position de quasi-monopole : ainsi les intérêts débiteurs qu'elles perçoivent sont probablement supérieurs à ce qu'exigerait la couverture de leurs risques PME et il en va de même pour les commissions provenant d'opérations plus sophistiquées, comme les couvertures de change, qui seraient jusqu'à 25 fois plus élevées que ce qui serait demandé à une grande entreprise⁵⁶.

Toutefois, la domination des banques sur certains segments du marché des PME est aujourd'hui moins assurée, du fait de la concurrence nouvelle des fintech comme le montre l'exemple des établissements de paiements en ligne du type Paypal qui, aux Etats Unis, offrent désormais avec succès des crédits aux petites PME implantées dans des sites quasi désertés par les agences bancaires. Or les restructurations en cours des banques européennes comprennent presque toujours un nombre important de fermetures d'agences. Concernant le segment des très petites PME, le développement des plateformes a permis la création d'un marché nouveau appuyé sur la performance des logiciels utilisés par ces acteurs.

Le niveau (en pourcentage du PIB) de l'endettement des entreprises 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 récente d'imposer aux grandes banques systémiques françaises, en sus de l'augmentation du coussin contracyclique de fonds propres, un plafond à leurs engagements sur les entreprises les plus endettées.

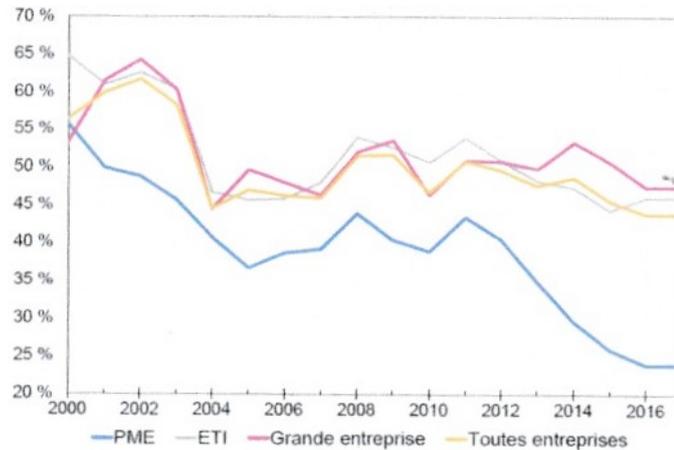
Toutefois, selon les analyses de la Banque de France, le risque de défaut sur ces crédits doit être relativisé, car, depuis 2008, les entreprises qui ont le plus accru leur endettement sont des entreprises peu vulnérables, ayant à la fois la meilleure productivité et les plus fortes rentabilités ; L'INSEE⁵⁷, considère

⁵⁶ Selon un document de travail du FMI : Harald Hau, Peter Hoffmann, San Langfield et Yannick Timmer, « Discrimination Pricing of over-the-counter derivatives », FMI Working Papers 19/100 7/05/2019 ;

⁵⁷ Marie-Baïanne Khder et Clément Rousset, « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? » INSEE, note de conjoncture, décembre 2017.

également que ce risque doit être relativisé car l'endettement net des liquidités ne progresse pas, le surcroît d'endettement des entreprises ayant surtout servi à réaliser des placements financiers ou à financer le rachat de leurs actions ; la faiblesse de la croissance économique et les mesures de libéralisation du marché du travail sont des facteurs peu favorables à la croissance des investissements, les entreprises préférant choisir des stratégies de valorisation de leurs actifs financiers. Toutefois, en faisant ces choix, elles deviennent vulnérables aux chocs boursiers et à la hausse des taux d'intérêt qui, par ricochet, alourdissent les bilans des banques créditrices.

Taux d'endettement financier net des la trésorerie/capitaux propres



(Source : Banque de France, FIBEN)

Les observations précédentes ne signifient pas que les risques de crédit aient disparus. C'est ainsi que l'on constate que les banques les plus fragiles, pour minorer leurs risques de crédit, maintiennent artificiellement en vie des entreprises non viables, dites « zombies »⁵⁸, afin d'éviter de devoir provisionner leurs défaillances. 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 est 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 supporter⁵⁹.

Enfin, on doit prendre acte que la baisse des taux impulsée par les banques centrales a eu deux conséquences : d'une part elle rend les taux débiteurs peu sensibles aux risques de contrepartie car les débiteurs peinent à trouver des investissements rentables et, d'autre part, une partie des entreprises supporteront difficilement un changement de politique monétaire qui conduirait à augmenter les taux débiteurs.

6-2--2 La thèse d'un rationnement des crédits bancaires reçus par les PME est-elle vérifiée ?

La thèse d'un rationnement par les banques de l'offre de crédit aux PME est souvent avancée pour justifier un recours massif des financements de marché. Cette thèse ne semble pas très pertinente : selon les enquêtes de la Banque de France, au premier trimestre 2019, 23% des PME françaises de moins de 250

⁵⁸ Voir deux études récentes sur cette question, l'une publiée par la Coface en mars 2018 et l'autre par la BRI en septembre 2018. 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.

⁵⁹ 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.

salariés ont demandé des crédits d'investissement, et 93% de ces demandes ont été satisfaites en totalité, pourcentages sont comparables à ceux observés ces dernières années. On notera cependant que, pour la première fois depuis 2014, l'enquête trimestrielle de la Banque Centrale Européenne fait état, au deuxième trimestre 2019, d'un durcissement de l'offre de crédit des banques européennes, en particulier des banques françaises, allemandes et italiennes ; cette évolution est d'autant plus surprenante, que l'enquête précédente du premier trimestre 2019, laissait prévoir que la facilité d'obtention des crédits devrait encore s'accroître dans les mois à venir. Ce tournant dans les perspectives d'offre et de demande des crédits aux PME pourrait résulter de la prise de conscience récente des inquiétudes qui pèsent sur la croissance économique, notamment en raison de la politique commerciale américaine, des incertitudes concernant le brexit et de la plausibilité d'un très fort ralentissement structurel de la croissance chinoise.

La thèse d'un rationnement des crédits bancaires aux PME est donc actuellement difficile à justifier ; cependant ce constat ne signifie pas que ces entreprises soient immunisées contre de futures restrictions de crédit. Ainsi l'enquête de la BCE sur les conditions d'octroi des crédits bancaires aux PME montre que ces conditions se sont légèrement durcies au second trimestre 2019 pour la première fois depuis 5 ans en raison, semble-t-il, des inquiétudes sur les perspectives de croissance résultant notamment de la politique commerciale des Etats Unis, aggravées pour l'UE par l'éventualité de la réalisation d'un brexit dur et par les conséquences du ralentissement structurel de la croissance chinoise ; par ailleurs, il semble que la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire de la BCE, décidée au premier trimestre 2019, sera probablement sans effet sur la croissance, tant que ses injections de monnaie alimenteront en priorité la demande d'actifs financiers et immobiliers plutôt que la demande de biens et service, rendant possible le gonflement et l'éclatement des bulles financières et immobilières.. Le contexte conjoncturel n'est donc guère favorable au développement des financements de marché en direction des PME.

6-3 Les cibles actuellement identifiées pour développer rapidement la finance de marché

Trois secteurs bénéficient de l'attention des Pouvoirs Publics français pour leur capacité à renforcer les financements, les plateformes de crowdfunding, les fonds d'investissement spécialisés dans le financement des start up et les sociétés d'assurance.

6-3-1 Le développement des financements offerts par les plateformes de crowdfunding

Les plateformes de crowdfunding sont des entités financières gérant des sites informatiques permettant la rencontre d'investisseurs et d'agents à la recherche de financements variés, tels que des dons, des prêts sans intérêt ou même des obligations et des actions. Les gestionnaires de plateforme facilitent ces rencontres en fournissant aux participants des services financiers allant de la simple informations sur les participants, à la gestion des flux financiers entre les participants et, pour certaines plateformes, en aidant les investisseurs à structurer leurs investissements dans des portefeuilles plus ou moins risqués. Quelques plateformes sont même en mesure d'offrir des services financiers très proches de ceux proposés par les banques, notamment des services de notation des emprunteurs, de tarification des crédits et peuvent même prendre le relais de l'emprunteur en cas de défaut de remboursement, en gardant (provisoirement) dans leur bilan les prêts réalisés par l'intermédiaire de la plateforme.

Le trait commun à toutes ces entités est leur utilisation intensive de modes de décision algorithmiques alimentés par des bases de données leur donnant la possibilité de répondre en quelques jours aux demandes de leurs clients, mais, en général, elles ne peuvent pas traiter des demandes complexes ; la zone de concurrence avec les banques est donc réduite, d'autant que leurs prestations ont un coût parfois élevé (les commission demandées par les plateformes s'inscriraient dans une fourchette de 5 à 12% du montant des financements). Les financements obtenus par ce canal sont donc surtout destinés à des entreprises exclues du crédit bancaire.

Si les premières plateformes sont apparues en France en 2008, elles doivent désormais se faire enregistrer et sont tenues⁶⁰, d'adopter soit le statut d'IFP (Intermédiaire en Financement Participatif, soit celui, plus contraignant, de PSI (Prestataire de Service d'Investissement)⁶¹. En l'absence d'un cadre réglementaire européen, à l'heure actuelle, les plateformes de chaque pays ne peuvent offrir leur service dans un autre pays que le leur, qu'en créant une filiale dans le pays étranger. Toutefois, la Commission Européenne, en mars 2018, a rappelé que le développement des marchés était une des composantes souhaitée de l'Union des Marchés de Capitaux et l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF) est chargée de contrôler l'application d'un statut européen des plateformes.

Le tableau ci-dessous montre que l'activité des start up est très différente selon les pays⁶² et qu'elle semble corrélée avec l'orientation marché des systèmes financiers nationaux et les caractéristiques de leur fiscalité :

Montant (en\$) par habitant des crédits fintech en 2016

Chine	: 174,2	Irlande	: 17,3	Allemagne	: 2,8
Etats Unis	: 100,2	Pays Bas	: 9,7	Italie	: 1,9
Royaume Uni	: 92,4	France	: 5,2	Espagne	: 1,8
Finlande	: 21,7	Japon	: 3,0	Suede	: 0,7

(Source : BRI)

En France, comme le montre le tableau ci-dessous, les montants collectés par les 194 plateformes existantes, sont en croissance rapide depuis 2015. Sauf exception, les PME clientes des plateformes, sont surtout des jeunes entreprises en création, dont le risque de défaut est élevé ; leur contribution au financement classique des PME serait donc marginale.

Montants collectés (en millions d'euros) par les plateformes françaises

	2015	2018
Total	107	402
dont :		
- Prêts rémunérés	39,3	57,5
- Obligations	24,1	202,4
- Investissements en capital	50,7	45,9

Source : FPF

Les banques européennes, pour l'instant, considèrent que les plateformes ne ciblent qu'une niche très spécifique de PME qui n'avaient pas vocation à devenir leurs clientes. Elles ont d'autant moins envie de pénétrer ce secteur, qu'il s'agit d'un marché très restreint, qui nécessiterait une adaptation coûteuse de leurs systèmes d'information alors que leur priorité actuelle est la réduction de leurs coûts opérationnels. Cependant certains observateurs estiment que les GAFAs ont vocation à s'intéresser à ce secteur qui viendrait compléter leurs projets de développement dans les activités de neo-banque des particuliers et des petites PME. Quoiqu'il en soit, le développement de la finance participative ne semble pas en mesure de se

⁶⁰ Ordonnance du 30/05/2014 et décret du 16/09/2014

⁶¹ Deux plateformes ont adopté ce statut. La régulation des plateformes incombe à l'ACPR (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) pour les plateformes IFP et à l'AMF (Autorité des Marchés Financiers). Les plateformes sont tenues de se faire enregistrer sur un registre unique dénommé ORIAS.

⁶² On trouvera une analyse des crédits fintech dans le rapport de la BRI de septembre 2018. La BRI n'évalue que de façon très approximative leur activité et ne peut différencier les crédits aux particuliers et les crédits aux entreprises.

substituer aux crédits bancaires et de devenir, dans les années à venir, une alternative aux crédits bancaires malgré les avantages fiscaux qui lui sont accordés par la loi Pacte⁶³.

6-3-2 Le soutien financier du développement des start up

Un rapport récent⁶⁴ demandé par le Ministre de l'économie et des finances souligne le paradoxe de la situation française, caractérisée par l'importance de la population des start up technologiques, résultat d'une aide publique massive (dont l'efficacité a été contestée par la Cour des Comptes), alors que, du fait du sous-dimensionnement du capital-innovation français et de l'inexistence de fonds d'investissements spécialisés, la finance de marché française peine à faire émerger une population de PME technologiques leaders comparable à celle des pays anglo-saxons.

Les start up françaises peinent à franchir les stade de la préparation à leur entrée en Bourse du fait du sous-dimensionnement du capital développement national qui, faute de demande des particuliers réfractaires au risque, n'a pu créer des fonds technologiques spécialisés, alors que les fonds généralistes français s'intéressent peu à cette catégorie d'investissement car leur introduction dans leur portefeuille alourdirait leurs coûts de gestion sans pouvoir contribuer significativement à la diversification des risques. Dans ce contexte, les start up arrivant à maturité, faute de pouvoir être accueillies dans des fonds technologiques spécialisés, sont enclines à rechercher l'appui de fonds d'investissement technologiques, en général américains, capable de valoriser leurs titres, de renforcer leurs fonds propres, et de préparer dans de bonnes conditions leur introduction en Bourse, sur un marché spécialisé, le Nasdaq américain.

Le rapport Tibi considère que les insuffisances du soutien au développement des PME technologiques ne doivent pas être traitées par un apport d'argent public, mais par la création de 10 fonds technologiques de grande taille, gérés par des équipes spécialisées basées en France, ayant une capacité d'investissement de 10 Md€, dont 2Md€ proviendrait de l'épargne financière des ménages et 8 Md€ des investisseurs institutionnels. Cette recommandation a été contestée par un article publié dans les Echos⁶⁵, qui faisait de la création d'un Nasdaq européen, franco-allemand au minimum, la condition nécessaire du soutien de l'arrivée à maturité des futurs leaders technologiques européens. Le gouvernement français doit annoncer prochainement qu'il aurait convaincu les investisseurs institutionnels à investir 5 Md€ dans des fonds technologiques ou des fonds spécialisés dans les financements préparant à l'introduction en bourse.

Ce débat de grande importance qui concerne notamment la définition d'une politique industrielle efficace, pose des questions intéressantes sur les insuffisances du système financier français,

6-3-3 L'assouplissement du régime prudentiel des assurances

L'entrée en vigueur au 1/1/2016 de la directive solvabilité 2 a compromis l'équivalence entre les régimes prudentiels exigés par les règles communautaires et les exigences résultant des règles françaises. Pour résoudre cette difficulté, tout en conservant la possibilité pour les fonds de retraite à la française désormais dénommés FPRS (Fonds Professionnel de Retraite Supplémentaire), une loi spécifique a autorisé ces fonds de retraite à ne pas appliquer totalement les règles de Solvabilité 2. Ces nouveaux fonds peuvent continuer à gérer leur fonds propres selon les règles solvabilité 1, sous la condition que, chaque année, ils effectuent des stress tests sur le maintien de leur solvabilité à un horizon de dix ans, avec un scénario de choc sur les marchés actions, de persistance des taux bas et de l'allongement de l'espérance de vie. En cas de résultats

⁶³ Les titres émis par les plateformes de financement participatif (actions, obligations et minibons) peuvent bénéficier du régime fiscal du PEA-PME (Plan d'Epargne en Actions), à la condition que la plate forme publie les taux de défaillance des projets qu'elle finance.

⁶⁴ Philippe Tibi « Financer la quatrième révolution industrielle. Lever le verrou du financement des entreprises technologiques » Juillet 2019.

⁶⁵ Jamal Labeled, directeur général d'EasyVista « Pas de champions de la technologie sans un Nasdaq européen », Les Echos du 06/08/2019.

négatifs, l'ACPR (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution), a la possibilité, si le fonds ne prend pas les mesures correctrices nécessaires, de lui imposer des exigences de fonds propres supplémentaires. Cette réforme met en évidence que l'un des enjeux du développement des fonds de retraite professionnels était déjà clairement celui du fléchage de l'épargne vers le financement des entreprises.

On notera que, alors que les premiers FPRS devaient voir le jour en 2019, mais que, à la fin 2018, deux fonds seulement avaient sollicité et obtenu l'agrément de l'ACPR, l'un demandé par une mutuelle, Malakoff-Mederic et l'autre par un assureur, Aviva.

Par ailleurs, l'autorité européenne de contrôle des assurances et des fonds de pension (EIOPA) a créé un label PEPP (Pan European Pension Product) concernant les produits d'épargne retraite, désignant les fonds qui se sont engagés à respecter un règlement adopté en juin 2019 permettant une véritable portabilité des droits acquis en cas de changement du pays de résidence et plafonnant leurs frais de gestion (probablement 1% de l'encours) La Commission européenne a souhaité que ces fonds ne fassent pas l'objet d'une fiscalité spécifique, mais appliquent la fiscalité du pays où ils sont logés.

7 La réforme des retraites françaises ouvrira-t-elle la voie au développement des retraites par capitalisation ?

La concomitance de la construction d'un nouveau système financier universel par points et la réforme du dispositif de l'épargne-retraite⁶⁶, ne semble pas fortuite, mais pourrait être un moyen subtil de réorienter l'épargne financière des ménages vers le financement des entreprises, comme le demande l'UE.

7-1 Une réforme des retraites qui ouvre le chemin du développement des retraites par capitalisation

Des analystes aussi différents que Henri Sterdyniak⁶⁷, Christiane Marty, Jean Pisani-Ferry ou Antoine Bozio s'accordent pour regretter que le futur système de retraite par points ne se donne pas d'objectif en matière de taux de remplacement des revenus ? Henri Sterdyniak en particulier considère que le futur régime universel tendra à devenir un système à cotisations définies dont l'équilibre serait obtenu par l'ajustement des pensions. Les régimes par point n'ont pas la capacité à équilibrer spontanément leurs ressources et les pensions qu'ils versent.

En effet, l'incertitude sur le niveau futur des pensions est une caractéristique structurelle des systèmes de retraite par point : dans ces systèmes, la «cotisation, dénommée valeur d'achat du point, est indexée sur l'évolution des salaires, alors que le montant des pensions résultant de l'acquisition de chaque point, dit valeur de service du point, sera indexé au mieux sur les prix. Le futur système n'a donc pas vocation à s'équilibrer spontanément, comme le montre la forte baisse des rendements depuis 10 ans des deux régimes par points déjà existants en France, l'AGIRC et l'ARRCO⁶⁸.

Mais le futur système de retraite, tel que décrit dans le rapport Delevoye, donne aux ménages aisés les moyens de compléter les prestations du régime universel par les prestations de régimes par capitalisation : en effet, si le taux de la cotisation au nouveau régime est inchangée, 18,5%, le montant des revenus sur lesquels s'applique ce taux est fixé à 120 000€ annuel (10 000€ par mois), alors que, en tenant compte des régimes complémentaires Arrco et Agirc, ce montant est actuellement trois fois plus élevé, 324 192€ annuel

⁶⁶ Voir le rapport de Jean-Paul Delevoye, Haut Commissaire à la réforme des retraites « Pour un système universel de retraite », publié en juillet 2019, presque en même temps que les ordonnances concernant l'épargne retraite prises en application de la loi Pacte. La loi PACTE (Plan D'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises) a été adoptée le 11/04/2019. Il n'est pas dans notre propos de présenter de façon détaillée la réforme du système français de retraite, mais seulement d'en traiter les aspects liés à la réorientation du système financier français. On trouvera en annexe une rapide présentation de l'épargne retraite française.

⁶⁷ « Organiser et garantir la baisse des retraites » juillet 2019

⁶⁸ Le rapport Delevoye calcule bien le rendement du futur régime, mais le taux indiqué est celui du rendement à la création du régime, dans une hypothèse de maintien de l'équilibre du régime.

(27 016€ par mois)., Les actifs concernés vont donc percevoir un revenu net des cotisations accru, mais, en contrepartie leurs futures pensions sera moindre que ce que procurent les régimes obligatoires actuels (régime de base et retraites complémentaires).

Les salariés qui souhaiteront compenser une partie au moins l'érosion du taux de remplacement de leur future retraite ont la possibilité d'utiliser, à cette fin l'amélioration de leurs revenus nets d'activité pour cotiser, dans un cadre individuel ou professionnel, aux nouveaux dispositifs d'épargne-retraite qui, par une heureuse coïncidence, viennent d'être créés en application de la loi Pacte (voir encadré 7).

Encadré 7

L'ordonnance du 24/07/2019 « portant réforme de l'épargne-retraite »

Cette ordonnance publiée en application de la loi PACTE prévoit le lancement à compter du 1/10/2019 de trois nouveaux fonds, un fonds d'épargne individuel, un fonds d'épargne collective et un fonds d'épargne pour les indépendants ; ces fonds remplaceront les anciens produits d'épargne retraite dont la souscription sera interrompue après le 1/12/2020. La réglementation des nouveaux fonds est simplifiée et unifiée : les versements volontaires des particuliers est déductible de l'impôt sur les revenus, dans la limite des plafonds existants (en général 10% des revenus), l'acquisition de la résidence principale devient un motif de sortie en capital,, s'ajoutant aux « accidents de la vie, la sortie en rente est fiscalement avantagée sur un plan fiscal et parce qu'elle offre une option de réversion au profit du conjoint enfin la gestion pilotée des placements (plus de placements risqués en début de contrat, et des placements surs lorsqu'approche l'échéance) devient une option par défaut.

L'incertitude sur le futur niveau des retraites sera d'autant plus forte qu'il est prévu de plafonner à son niveau actuel, 13,8% du PIB, le montant des retraites servies par le futur régime universel, alors que le nombre de retraités doit poursuivre sa hausse et que les perspectives de croissance des rémunérations ne devraient guère s'améliorer. De plus, une carotte fiscale renforcera l'incitation des ménages à se tourner rapidement vers les régimes par capitalisation : les ménages qui transféreront d'ici le 1/1/2023, tout ou partie de leurs contrats d'assurance-vie de plus de 8 ans sur les nouveaux contrats d'épargne-retraite, bénéficieront de conditions fiscales privilégiées; enfin le rendement de ces contrats devrait être amélioré par leur mode de gestion dit piloté : sauf refus explicite de l'épargnant, l'épargne retraite sera investie en partie dans une poche d'actifs risqués, (actions en particulier), importante en début de carrière, puis qui se réduira, au profit d'emplois moins risqués et donc moins performants (obligations) au fur et à mesure que l'âge de la retraite de l'épargnant se rapprochera.

L'exemple allemand de l'échec relatif des retraites par capitalisation dites Riester, qui devaient compenser, pour les ménages les plus modestes la baisse des taux de remplacement, montre la difficulté de l'exercice (voir encadré 8 ci-après). Il faut probablement considérer que l'une des dimensions importantes de la réforme programmée du système français de retraite est d'orienter une part croissante de l'épargne des ménages vers le financement des entreprises⁶⁹.

Encadré 8

Les fonds Riester en Allemagne

Le futur système de retraite français devrait se rapprocher du système allemand, qui repose sur un régime de base par points (auquel ne participent pas les fonctionnaires), complété par un système de retraites d'entreprises plus développé qu'en France. Dans les deux pays, le système de retraite subit le poids d'une évolution démographique* qui compromet, à paramètres inchangés, la capacité du régime de base à préserver le taux de remplacement des retraites.

⁶⁹ Selon le dernier rapport du COR, le taux de remplacement net, pour un salarié non cadre est passé de 80,5% pour la génération 1940 à 73,2% pour la génération 1950, celle qui partira entre 2022 et 2025, et en prévision, à 70% pour la génération 1970 et 66% pour la génération 1990. Selon les calculs de Heuri Sterdyniak, les taux de remplacement offerts par le nouveau régime de retraite seront encore plus bas.

Le nouveau système français assigne à un régime additionnel par capitalisation l'objectif de gérer cette question. Les allemands en créant les retraites Riester ont précédé la France dans cette voie, avec une efficacité incertaine.

Les fonds Riester, du nom du ministre allemand du travail, ont été créés en 2001, pour contrebalancer la chute du taux de remplacement des retraites publiques. Ce sont des contrats d'épargne-retraite, à adhésion individuelle, qui permettent d'obtenir quel que soit l'âge de liquidation des retraites publiques, une retraite par capitalisation ; l'âge de liquidation, fixé à l'origine à 60 ans, doit être porté à 62 ans en 2029. Ces plans ont bien rempli leur but, puisqu'ils ont permis effectivement de compenser la baisse des taux de remplacement, mais à condition que les ménages consacrent 4% de leurs revenus durant 45 ans ... Alors que ces fonds devaient bénéficier en priorité aux salariés les moins rémunérés qui recevaient à cette fin une aide publique de 175€ et une incitation fiscale plafonnée à 2100€ par an, ils ont surtout été souscrits par des ménages aisés : 16 millions de contrats Riester ont été souscrits, mais 20% de ces contrats ne sont alimentés. L'expérience Riester mérite réflexion au moment où la France décide de développer l'épargne-retraite.

*Selon les prévisions démographiques utilisées par le Conseil d'Orientation des Retraites, en France, le nombre de personnes de plus de 65 ans devraient passer de 12 à 17 millions entre 2014 et 2035.

Selon les estimations du ministère de l'économie et des finances diffusées par la presse, 350 000 assurés sont potentiellement concernés par les nouveaux contrats, dont 200 000 salariés, 100 000 professions libérales et 15 000 fonctionnaires. Les estimations ministérielles affirment que la nouvelle réglementation pourrait permettre de porter les encours de l'épargne-retraite de 230 Md€ en 2018 à 300 Md€ d'ici 2023. Une telle évolution (+30%) est importante, mais résulte en grande partie de l'aubaine fiscale. Il n'est pourtant pas certain qu'elle soit à la hauteur des montants résultant de la réalisation de l'Union des Marchés de Capitaux.

7-2 Les limites du fléchage de l'épargne financière des ménages vers le financement des entreprises

L'accroissement de la part de la finances de marché dans le financement des entreprises comporte une difficulté spécifique, car, si les crédits bancaires génèrent spontanément l'épargne nécessaire, la finance de marché n'agit qu'en mobilisant une épargne existante. La réorientation vers les marchés impose donc aux Pouvoirs Publics de prendre des mesures pour accroître l'épargne financière des ménages.

La réalisation de cet objectif peut résulter, à comportement inchangé des ménages, soit d'une forte augmentation de leurs revenus, soit d'un accroissement de la part des revenus accaparée par les ménage aisés et donc à forte capacité d'épargne, soit, d'une modification des motifs d'épargne

La période actuelle de faible croissance économique est peu propice à une hausse des revenus suffisante pour générer spontanément une hausse significative de l'épargne financière, l'accroissement des inégalités⁷⁰ est un moyen d'augmenter l'épargne financière, mais il est peu réaliste politiquement. Enfin la réduction de la part de l'épargne non financière des ménages, serait un moyen d'accroître leur épargne financière sans exiger une hausse de leur effort total d'épargne ; cette troisième voie suppose une action forte pour réduire l'investissement immobilier mais cette orientation n'est guère compatible avec le contexte actuel de crise immobilière. La seule solution pour accroître l'épargne financière des ménages semble donc être d'agir sur les motifs d'épargne.

La structure des placements est révélatrice de la hiérarchie des objectifs recherchés par les ménages ; Le tableau ci-dessous montre l'importance de leurs objectifs de sécurité et de liquidité, et leur forte aversion au risque.

⁷⁰ En 2011, le taux d'épargne des ménages les plus aisés (5^{ème} quintile de la distribution des revenus) était de 40%, alors que celui des ménages les plus modestes (1^{er} quintile) était négatif, -13,4%, et le taux d'épargne des ménages du quintile suivant était quasi nul (Source : Note de conjoncture Insee de juin 2019).

Placement des ménages français (encours fin 2017)

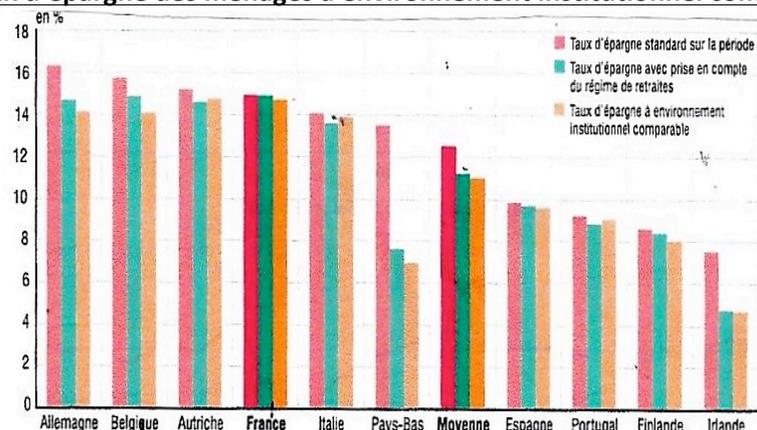
OPC : Organismes de Placement Collectif, RdB : Revenu Disponible Brut.

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

(Source : de l'auteur d'après données Banque France)

L'aversion au risque des ménages dépend a priori fortement de l'environnement institutionnel du pays et, plus particulièrement, des caractéristiques de son système de protection sociale. Cette piste de réflexion a fait l'objet d'une étude récente de l'Insee⁷¹ qui s'efforce de mesurer la contribution des facteurs institutionnels dans le niveau d'épargne des ménages européens : la nature des systèmes de retraites joue un rôle important dans la formation de l'épargne de pays comme les Pays Bas ou l'Irlande où l'épargne constituée en vue de la retraite représente près de la moitié de l'épargne totale des ménages ; L'étude de l'INSEE, montre que la contribution des autres facteurs institutionnels ou socio-économiques (démographie, inégalité des revenus, etc.) pouvant expliquer les différences des taux d'épargne entre les pays est significative, mais de faible importance ; le graphique ci-après visualise ce constat, a priori surprenant :

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 DB 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 69)

⁷¹ 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.

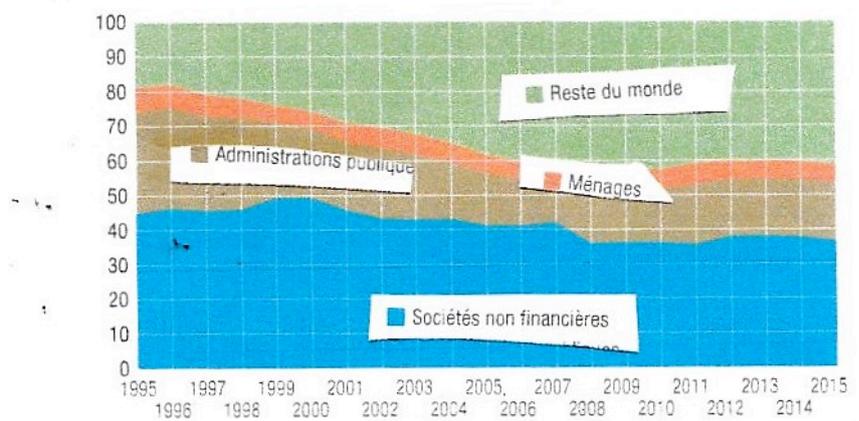
L'étude de l'INSEE débouche donc sur deux conclusions :

- le poids des retraites par capitalisation est un facteur essentiel, mais non suffisant, pour expliquer les différences entre les taux d'épargne nationaux. Toutefois, la grande inertie de l'orientation marché des systèmes financiers fini par peser sur le poids des patrimoines financiers des ménages, mesuré en années de revenus disponibles : dans les pays fortement orientés vers la finance de marché, ils atteignaient en 2016 plus de cinq années du 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. (Source OCDE, voir annexe 1).
- les autres facteurs examinés ne suffisant pas à compléter l'explication des différences nationales des taux d'épargne ainsi que de leurs variations, il faut bien admettre que les comportements d'épargne. reposent sur des spécificités nationales que l'analyse causale peine à expliquer.

Une autre approche⁷² reposant sur l'examen de la destination finale des placements financiers des ménages français, calculée en mettant « en transparence » les intermédiaires financiers (organismes de placements collectifs, banques et sociétés d'assurance), met en évidence (graphique ci-après) l'importance croissante des financements vers l'étranger : ce « secteur », devenu la première destination de l'épargne financière des ménages, a détrôné le secteur des entreprises résidentes, qui était encore la première destination finale en 2000. La réorientation des placements financiers vers le reste du monde pourrait bien résulter d'une demande accrue de rendement que les intermédiaires financiers ont trouvé hors de France.

Secteurs financés directement ou indirectement par les ménages français

(en pourcentage du total)



(Source : A. Bachelier et alii, cf note 73)

Une réorientation profonde du système financier français peu réaliste et socialement contestable

Les études citées plus haut, font douter de la capacité des Pouvoirs Publics français à trouver les moyens d'une la transformation radicale et rapide du système financier français. 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 très faiblement rémunérés, mais parfaitement liquides et abrités des risques de moins values en valeur nominale) 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. Le développement de la capitalisation semble donc en retrait sur l'objectif

⁷² Adeline Bachelier, 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 financiers (dites «en qui à qui») qui permettent d'associer à chaque secteur détenteur d'actifs, un secteur émetteur, résident ou étranger.

envisagé par l'UMC, alors même qu'en instaurant une protection sociale moins protectrice pour les faibles, la question se pose de son acceptabilité sociale.

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 ajoute « Nous sommes entrés dans l'âge sombre de la macroéconomie, celui où l'ensemble de la profession [des économistes] a perdu ses anciennes connaissances, comme lorsque l'Europe des invasions barbares perdit le savoir des grecs et des romains »⁷³. Il n'est pas certain que depuis cette dénonciation de l'aveuglement 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... cela créera des tensions dans les populations qui pourront avoir des répercussions négatives sur l'économie »⁷⁴ ; pour notre part, nous avons insisté dans cette note sur les risques d'un allègement de la régulation bancaire, ainsi que ceux qui sont associés à la finance de l'ombre en général, aux fonds d'investissement en particulier. Le risque d'une nouvelle crise partant de cette composante des systèmes financiers secteur, avant de contaminer le système bancaire, n'est pas négligeable. Une telle crise déboucherait sur une dévalorisation des actifs financiers et des patrimoines financiers des ménages. Les analystes de la période actuelle de transformation du capitalisme ne fournissent guère de réponse aux problèmes soulevés par les réformes en gestation et les incohérences des politiques actuelles : ainsi, dès lors que l'on a retiré aux banques la capacité à financer la dette publique, on a mis les politiques budgétaires sous la tutelle des marchés financiers et par ailleurs, alors que se dessine un consensus pour considérer que la prochaine crise proviendra des marchés financiers, on considère qu'il faut s'appuyer sur ces marchés pour restaurer la croissance.
- D'autre part, il convient de souligner le coût social des moyens de la réalisation du projet de l'Union des Marchés de Capitaux. La remise en question du système français de protection sociale, la flexibilité accentuées du marché du travail, sont les marqueurs d'une politique économique qui, pour rendre possible la réalisation de l'Union des Marchés de Capitaux, ne recule pas devant l'accroissement des injustices sociales. Ce coût apparaît d'autant plus insupportable que la réussite du projet de réorientation du système de financement semble incertaine.

⁷³ Source Alternatives Economiques n° 309, janvier 2011.

⁷⁴ Interview dans les Echos du 21/09/2018.

Annexe 1

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 »⁷⁵), 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

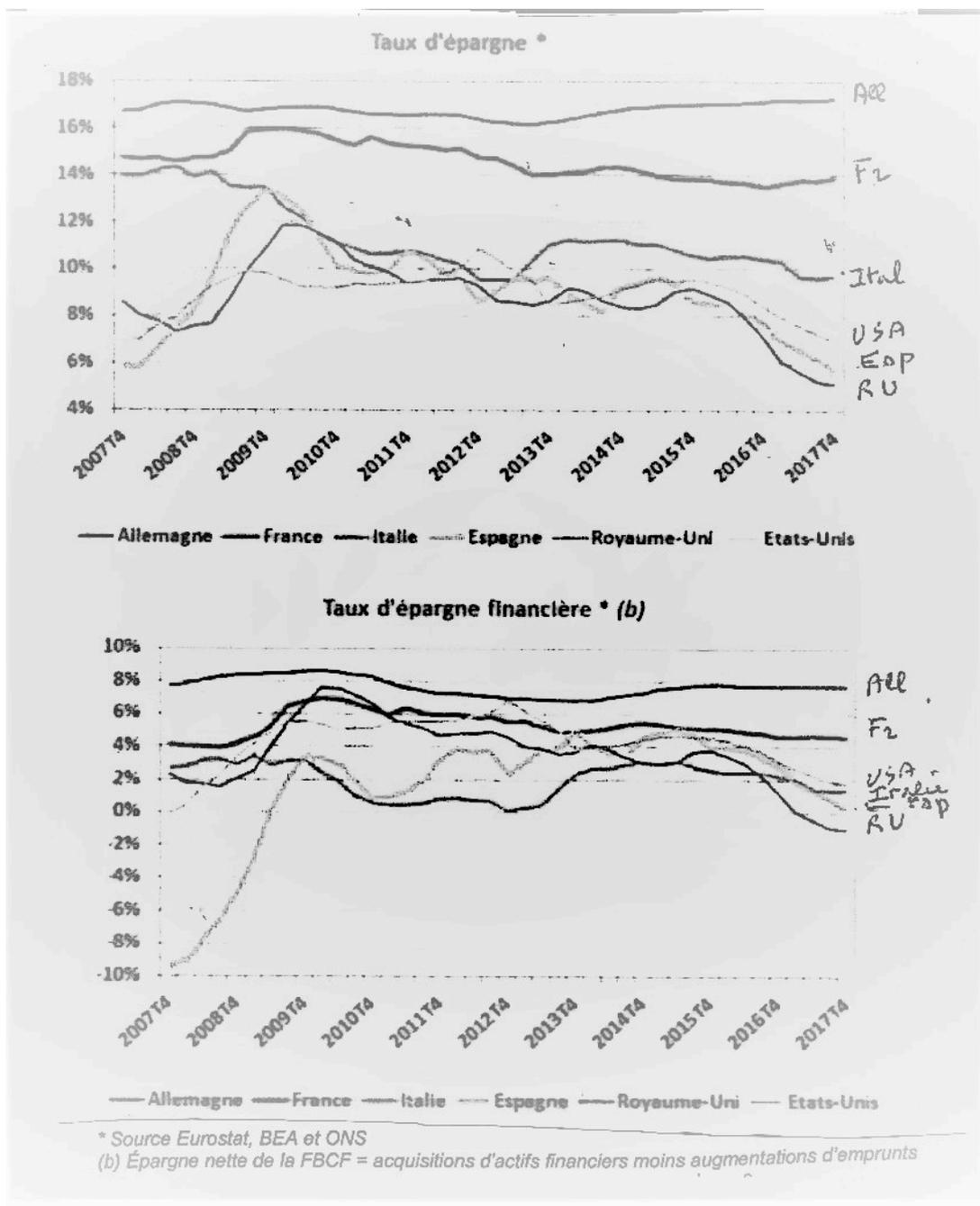
*En 2015) **les engagements financiers sont déduits en totalité des actifs financiers, bien qu'une grande partie ait été utilisée pour financer l'acquisition d'actifs non financiers, de logements en particulier.

(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 :

⁷⁵ 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 et patrimoines, INSEE)

Annexe 2

Les régimes de retraite par capitalisation en France

1/Part des capitalisation l'ensemble de retraite et facultatifs

Part (en %) dans ...	2010	2015
-Les cotisations employeurs et salariés	4,3	4,3
-Les prestations (droits directs et dérivés et avantages non contributifs)	2,1	1,9

régimes par dans des régimes obligatoires

2/Les principaux régimes par capitalisation

2-1 les régimes personnels

- *PERP (plan d'Épargne et de Retraite Populaire) : Créé en 2003, il permet une sortie en rente ou en capital (avec un plafond de 30% de la valeur de rachat du contrat*
- *Les contrats spécifiques fonctionnaires (Prefon et Cref) et élus locaux (Fonpel et Carel).*

2-2 Les régimes réservés aux indépendants (notamment Madelin pour les professions libérales)

2-3 Les régimes d'entreprises

- *PERCO (Plan d'Épargne Retraite Collectif) : Créé en 2003 ; adhésion facultative des salariés, alimenté par des versements volontaires ou par intéressement et participation et compte épargne-temps. Même en l'absence de versements volontaires, l'entreprise peut abonder le compte du salarié. Le plan doit offrir une gestion pilotée des placements (diminution des risques au fur et à mesure que le salarié se rapproche de l'âge de la retraite*
- *Article 83 (du code général des impôts) : plan à cotisations définies, adhésion obligatoire des salariés et sortie en rente*
- *Article 82 : plan à adhésion individuelle et facultative*
- *Article 39 : seul plan professionnel à prestations définies. Il s'agit d'une retraite chapeau réservée à une catégorie de salariés, en général des cadres dirigeants ; le plus souvent, le montant de la pension de l'a 39 est déterminé pour garantir que la somme des retraites de toutes natures est égal au montant prévu par l'entreprise. Compte-tenu des excès auxquels ce type de plan a été associé, le législateur oblige les entreprises qui le créent à proposer à tous leurs salariés un PERCO.*

- **Les régimes de retraites par capitalisation en 2015**

	Cotisations (Md€)	Prestations (Md€)	Nbre adhérents (000) Inscrits cotisants	Engagements (Md€)

Total épargne retraite	12,93	5,67	<i>nd</i>	<i>nd</i>	206,68
Retraites souscrites dans un cadre personnel	2,81	1,67	3012	1333	45,721
dont : (PERP)	(2,02)	(0,24)	(2225)	(960)	(14,34)
Retraites des indépendants	3,10	0,54	1549	1001	40,63
dont : (Madelin)	(2,85)	(0,45)	(1280)	(804)	(35,59)
Retraites souscrites en entreprise par salariés	7,01	3,47	<i>nd</i>	<i>nd</i>	120,34
dont : (PERCO)	(2,07)	(0,31)	(2087)	(1096)	(12,20)
(a 83)	(3,10)	(1,59)	(4847)	(2097)	(60,26)
(a 39)	(1,40)	(1,26)	<i>nd</i>	<i>nd</i>	(39,42)

Les engagements des régimes de retraite correspondent au montant des provisions mathématiques.

(Source : DREES)