



SYNTHÈSE



1 LES LEÇONS DE LA CRISE N'ONT PAS ÉTÉ CORRECTEMENT TIRÉES

Les pays développés ont connu depuis 2007 une succession de crises d'une intensité sans précédent depuis la Grande dépression des années 1930 ; il doit ainsi être distingué, d'une part, une crise financière, dont le point culminant est la faillite de Lehman Brothers et qui aurait pu entraîner une Grande Dépression sans l'intervention coordonnée des autorités publiques ; et, d'autre part, une crise des dettes souveraines de la zone euro, qui s'est développée selon un mode de contagion analogue à celle de la fin des années 1980 pour certains pays en développement. Ces crises ont largement impacté l'économie réelle. Leur intensité conduit à s'interroger sur le poids pris par l'économie financière, sur l'organisation et le rôle de celle-ci ; elle conduit également à s'interroger sur les modalités de régulation et de contrôle de la finance par la puissance publique, ainsi que sur certains déséquilibres macroéconomiques apparus depuis 30 ans.

Si le déroulement de la crise est aujourd'hui bien documenté (partie 1), son origine reste complexe et associe mauvais fonctionnement des marchés financiers, accroissement des déséquilibres mondiaux et interventions publiques défailtantes (partie 2). De nombreuses réformes, essentiellement de nature réglementaire, ont été entreprises, ou sont en cours de discussion ; ces initiatives ne traitent à ce jour qu'une partie des enjeux (partie 3).

1.1. LES PAYS DÉVELOPPÉS AFFRONTENT UNE SÉRIE DE CRISES FINANCIÈRES D'UNE INTENSITÉ INÉGALÉE DEPUIS LA GRANDE DÉPRESSION DES ANNÉES 1930

Le déroulement de la crise

La crise trouve son origine directe dans un sous-segment du marché hypothécaire américain de taille relativement modeste : le marché des *subprimes*, qui ne représentait pas plus de 1000 Md\$ avant l'été 2007 (soit un peu moins de 7 % du PIB des États-Unis).

D'origine américaine, la crise des *subprimes* éclate en juin 2007 et touche rapidement l'ensemble du système financier international. Alors que la fermeture des marchés de produits structurés rend impossible la cotation de certains fonds monétaires, plusieurs fonds d'investissement annoncent des pertes liées à leurs activités dans l'immobilier.

Dans un premier temps, la crise des *subprimes* ne semble toucher que l'économie financière. En raison de leur exposition au secteur du logement américain et des doutes sur leur solidité, les banques éprouvent à partir d'août 2007 des difficultés à se refinancer ; certaines d'entre elles doivent être recapitalisées en urgence. Dans ce contexte, la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers le 15 septembre 2008 aggrave encore la crise et entraîne un gel total et inédit du marché monétaire. L'automne 2008 marque ainsi la diffusion de la crise de liquidité à toute la sphère financière, et l'apparition des problèmes de solvabilité (chute du cours des actions ; multiplication des faillites bancaires, en particulier aux États-Unis).

La crise financière suscite une crise de confiance qui affecte l'ensemble du système économique, et devient systémique : les difficultés des institutions financières entraînent une contraction du crédit réduisant fortement le financement de l'économie ; l'effondrement des cours de bourse et immobiliers entraîne une contraction de la consommation, des investissements et des embauches ; les agents économiques modifient durablement leurs anticipations.

Trois indicateurs permettent de mesurer l'ampleur de la crise :

- chute des taux de croissance (- 3,7 % en moyenne pour les pays de l'Organisation de coopération et de développements économiques - OCDE - en 2009) ;
- contraction du commerce international (- 9 % en 2009) ;
- dégradation du marché du travail (au sein de l'OCDE, le taux de chômage moyen passe de 5,6 % de la population active en décembre 2007 à 8,5 % en 2011).

La crise de 2007 résulte d'une politique économique insoutenable, notamment aux États-Unis, d'une prise de risque excessive de certaines institutions financières et de la mise en œuvre de normes comptables inadaptées

D'un point de vue macroéconomique, deux tendances de fond ont contribué à l'apparition d'une bulle immobilière : l'accumulation de déséquilibres globaux entre les États-Unis et les pays asiatiques - qui ont massivement investi leur surplus d'épargne dans les Bons du Trésor américain, d'une part ; l'augmentation de 10 % par an de la liquidité mondiale, d'autre part. Cette

bulle a été largement favorisée par la politique monétaire accommodante de la *Federal Reserve* (FED) et par une politique excessive d'encouragement d'accès à la propriété.

Cette bulle a débouché sur une crise financière plus large et sur une crise bancaire du fait de la sophistication croissante des produits financiers, notamment des pratiques de titrisation non maîtrisées. La réglementation appliquée aux banques, qui reposait sur une vision statique et historique de l'économie a en outre contribué à une mauvaise évaluation du risque par les investisseurs, les agences de notation et les régulateurs.

Par ailleurs, la supervision des institutions financières s'est révélée inefficace dans certains pays, négligeant le risque systémique (en particulier, les effets de la chute de Lehman Brothers en septembre 2008 ont été mal évalués).

Enfin, les normes comptables IFRS (*International Financial Reporting Standards*), en rendant impossible la définition d'une juste valeur des produits à chaque fois que les marchés se fermaient, ont contribué à créer un climat de défiance vis-à-vis du système bancaire et contraint les institutions financières à liquider dans l'urgence certains de leurs actifs. Ce caractère cyclique a été un facteur décisif d'aggravation de la crise.

Les réponses apportées par les États

L'ampleur de la récession a contraint les autorités publiques à des interventions massives. Les banques centrales ont été les premières à agir en assurant la liquidité des marchés interbancaires (Banque centrale européenne - BCE - le 9 août 2007 ; baisse des taux d'intérêt dès l'automne 2007 aux États-Unis). Les autorités budgétaires sont intervenues ensuite, pour recapitaliser certaines banques puis pour stimuler la croissance au moyen de plans de relance coordonnés (G20). Ces plans, nécessaires, ont porté les déficits et endettements publics (souvent déjà élevés) à des niveaux jusqu'alors inconnus en période de paix (+ 30 points de produit intérieur brut – PIB - de dette publique pour les pays de l'OCDE).

1.2. DES DYSFONCTIONNEMENTS ET DES LACUNES ONT CONDUIT LA ZONE EURO À SUBIR UNE SÉRIE DE CRISES DE DETTES SOUVERAINES

Bien que d'origine américaine, la crise a largement frappé la zone euro. Cette crise n'a cependant pas une origine unique, et résulte de la conjugaison de plusieurs mécanismes :

- depuis l'adoption de la monnaie unique en 1999, des différentiels d'inflation importants ont pu être constatés (20 points entre l'Allemagne et la Grèce par exemple) ;
- en l'absence de gains de productivité suffisamment élevés et en raison de l'impossibilité de procéder à des dévaluations monétaires, les écarts de compétitivité se sont creusés au sein de la zone. En raison de ces écarts, les soldes des balances des paiements courants ont connu des évolutions divergentes ;
- dans les pays à faible compétitivité, la demande interne a été artificiellement soutenue par la dépense publique ; dans d'autres pays, des politiques budgétaires laxistes ont pu être conduites. Par ailleurs, la situation de la Grèce a pu être aggravée par des doutes sur la sincérité des comptes nationaux, en particulier sur le niveau réel de l'endettement public de ce pays ;
- les mécanismes de coordination de la zone euro et le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) n'ont pas été suffisamment contraignants ;
- enfin, dans le cas de l'Espagne et de l'Irlande, l'éclatement d'une bulle sur le prix des actifs immobiliers a eu des effets très importants sur l'économie réelle de ces pays.

L'intervention massive des pouvoirs publics, tout d'abord pour soutenir certaines banques nationales mises en difficulté par leurs investissements dans des produits structurés opaques dont le risque avait été mal évalué, puis pour tenter de relancer la croissance, et des rentrées fiscales en forte baisse ont transformé la crise, à partir de 2010, en une crise des dettes souveraines. Il en a résulté un phénomène de « fuite vers la qualité » de la part des investisseurs, qui s'est traduit par l'accroissement brutal des écarts de taux (« *spreads* ») payés par les États membres de la zone euro et par des difficultés de certains d'entre eux à se financer.

La zone euro a depuis entamé un processus de rénovation de son architecture pour convaincre les marchés de sa solidité : élargissement du rôle de la BCE ; adoption du Fonds européen de stabilité financière (FESF) puis mise en œuvre à partir de 2013 du Mécanisme européen de stabilité (MES) ; adoption du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union (TSCG) ; projet d'Union bancaire.

1.3. LES RÉPONSES APPORTÉES, POUR L'ESSENTIEL DE NATURE RÉGLEMENTAIRE NE TRAITENT QUE PARTIELLEMENT LES ENJEUX SOULEVÉS PAR LA CRISE

Lors des sommets du G20 (Washington en novembre 2008, Londres en avril 2009) et des sommets européens, une démarche supranationale de réformes a été initiée selon plusieurs axes :

- amélioration de la solidité financière des banques et compagnies d'assurance (Bâle III et Solvabilité II) ;

1/ Les accords de Bâle III ont été adoptés le 16 décembre 2010 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), qui réunit les gouverneurs des banques centrales des économies mondiales les plus avancées¹. Bâtissant sur les acquis de Bâle I (1988) et Bâle II (2004), Bâle III met en lumière, sous forme de recommandations, la nécessité de durcir le ratio « *Fonds propres / actifs pondérés des risques* » :

- par une amélioration de la qualité des fonds propres considérés, en modifiant la définition de ces derniers, notamment via une restriction des instruments financiers éligibles aux fonds propres de base avec exclusion progressive de certains titres hybrides ;
- par une valorisation plus prudente des actifs ;
- par un relèvement du niveau minimal requis de fonds propres de 2 % à 4,5 % à horizon 2015, puis à 7 % à horizon 2019 par intégration d'un « coussin de conservation » supplémentaire de 2,5 %.

Par ailleurs, Bâle III introduit un ratio de levier, qui limite l'endettement des établissements. Ainsi, le total des expositions (bilan et hors bilan) ne pourra dépasser 33 fois le capital *Tier One* des banques d'ici 2018. Son calibrage définitif devrait être arrêté en 2017 et sa mise en application est prévue d'ici 2018. Enfin, le dispositif introduit deux ratios de liquidité :

- **un ratio de liquidité à court terme** (*Liquidity Coverage Ratio* - LCR) correspondant à l'obligation pour les banques de disposer d'actifs liquides de très bonne qualité, permettant de faire face à des sorties de trésorerie pendant 30 jours dans des scénarios de stress test avancés. Les actifs liquides sont pondérés en fonction de leur qualité ;
- **un ratio de liquidité à long terme** (*Net Stable Funding Ratio* - NSFR) correspondant à l'obligation pour les banques de financer leurs engagements durables par des ressources stables de long terme.

Le relèvement des exigences de fonds propres à 7 % entraîne pour les banques un besoin de fonds propres supplémentaires estimé par le comité de Bâle au 31 décembre 2011 à 374,1 Md€. Pour leur part, les besoins de ressources résultant des ratios de liquidité proposés par le régulateur s'élèveraient à 4 300 Md€.

2/ La directive Solvabilité II, adoptée par l'Union européenne le 22 avril 2009, vise à construire pour les compagnies d'assurance un cadre réglementaire harmonisé.

Comme le système de Bâle, Solvabilité II, repose sur trois piliers :

- le premier pilier définit les normes de calcul des provisions techniques et des fonds propres, et introduit deux niveaux de fonds propres ;
- le deuxième pilier, relatif à la gouvernance des compagnies d'assurance, fixe des normes qualitatives de suivi interne des risques et précise de quelle manière l'autorité de contrôle doit exercer ses pouvoirs de surveillance ;
- le troisième pilier porte sur la transparence des compagnies d'assurance.

Le Pilier 1 de la réforme a pour ambition d'adapter le niveau des capitaux propres des compagnies aux risques réels auxquels elles sont exposées (notamment les risques financiers, qui sont les plus importants, mais aussi les risques assurantiels et opérationnels). Le niveau des capitaux propres doit être proportionné au risque des passifs et actifs détenus par les assurances : ainsi, plus un actif est considéré comme risqué, plus les exigences en capital correspondant sont élevées (à une obligation d'État correspond une exigence en capital nulle, car cette obligation est supposée sans risque ; *a contrario*, une action d'entreprise, considérée comme risquée, conduit à avoir une exigence en capital plus importante.

La crise financière a d'ores et déjà mis en évidence les vices de conception de Solvabilité II :

- d'une part, le principe d'évaluation des actifs en valeur de marché est extrêmement nocif. Alors même que l'activité d'un assureur s'analyse sur le long terme, cette norme soumet l'activité de l'assureur à l'instabilité des marchés ;
- d'autre part, l'appréciation de la solvabilité d'un assureur à un horizon très court (un an) apparaît totalement inadaptée à cette activité ;

¹ Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Belgique, Brésil, Canada, Chine, Corée, Espagne, États-Unis, France, Hong Kong, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suède, Suisse et Turquie.

- enfin, la réglementation édicte le principe que la compagnie d'assurances doit avoir à tout moment des fonds propres lui permettant de faire face à un choc bicentenaire. Outre qu'on peut s'interroger sur la disponibilité de statistiques bicentennaires, l'homogénéité de leur interprétation par les parties concernées et l'absence de vision dynamique en ce qui concerne les nouveaux risques, ce mécanisme est procyclique en ce qu'il requiert de reconstituer la marge de sécurité dans les fonds propres alors que le risque s'est matérialisé.

- encadrement de certains produits (comme les dérivés) et activités de marchés. Des projets de séparation des activités de dépôts et de certaines activités de banques d'investissement (*Dodd-Frank Act* adopté en juillet 2010 aux États-Unis ; commission Vickers en Grande-Bretagne ; commission Liikanen en Europe) ;

En raison du rôle des *brokers* dans le déclenchement de la crise, plusieurs projets de séparation de l'activité de dépôt/crédit et de certaines activités de banque d'investissement ont été élaborés.

Au Royaume-Uni, la commission Vickers a proposé en septembre 2011 un cloisonnement des activités bancaires. L'application de cette proposition est envisagée pour 2019. Ce cloisonnement n'a pas pour objectif de démanteler les groupes bancaires ; l'activité de banque de détail devient une entité économique, avec son propre conseil d'administration et des exigences en capital plus élevée. Elle devient la seule entité véritablement protégée, avec une garantie explicite de protection de l'État. L'activité de banque d'investissement ne peut plus utiliser les dépôts dans un but spéculatif, et ne bénéficie plus de la garantie publique.

Aux États-Unis, le *Dodd-Frank Act*, a été adopté en juillet 2010. Il n'agit pas sur le groupe en lui-même, mais interdit à toute banque qui collecte des dépôts un certain nombre d'opérations, notamment le *trading* pour compte propre et limite la possibilité pour les banques de détenir des parts de *hedge funds* et de fonds de *private equity*.

- renforcement de la supervision avec la création du Conseil de Stabilité Financière et la création de structures communes au sein de l'Union européenne (UE) ;
- développement d'une régulation « macroprudentielle » permettant de mieux apprécier le risque systémique en portant attention aux liens entre les établissements entre eux, à l'évolution des secteurs économiques ou à l'accumulation de déséquilibres macroéconomiques.

Les problèmes qui demeurent sont nombreux :

- le rééquilibrage des échanges internationaux reste à réaliser ;
- les normes comptables IFRS, et notamment le champ d'application du concept de *fair value* (valorisation des actifs à la valeur instantanée de marché), n'ont pas été révisés malgré la démonstration de leur caractère pro-cyclique ;
- la supervision américaine des banques et des compagnies d'assurances reste morcelée ;
- enfin, les initiatives prises pour limiter le rôle des agences de notation n'ont pas encore conduit à des changements visibles. Le rôle des agences, et notamment la référence explicite à leur notation dans les réglementations financières, n'ont pas été modifiés.

2

LES EFFETS COLLATÉRAUX DE LA RÉGULATION FINANCIÈRE SUR LA CROISSANCE EN EUROPE

Si l'ampleur de la crise justifiait un renforcement significatif de la régulation financière, celui-ci ne doit pas entraver le financement de l'économie et ne pas être préjudiciable à la croissance économique et à l'emploi.

Les accords de Bâle III, la directive Solvabilité II et les normes comptables bouleversent d'ores-et-déjà le modèle de financement de l'économie de l'Europe continentale (partie 1). Certaines modalités de cette régulation financière pénaliseront durablement la croissance économique, sans que leur contribution à la stabilité financière soit clairement établie (partie 2).

2.1. LA NOUVELLE DONNE RÉGLEMENTAIRE BOULEVERSE LE MODÈLE EUROPÉEN CONTINENTAL DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Le modèle américain de financement de l'économie est avantagé

Les modalités de financement de l'économie ne sont pas les mêmes en Europe continentale et dans les pays anglo-saxons :

- la zone euro est marquée par le modèle « *originate to hold* », dans lequel les financements sont en vaste majorité intermédiés par les bilans bancaires ;
- le paysage financier américain est organisé selon un modèle « *originate to distribute* », fondé sur la titrisation massive par les banques des prêts qu'elles ont initiés afin d'alléger leur bilan. Ainsi, les banques américaines ne portent à leur bilan qu'environ de 40 % des prêts aux ménages et aux sociétés non financières, contre plus de 85 % en zone euro.

Cette différence de modèle n'est pas sans effet. L'utilisation massive de la titrisation permet aux banques américaines d'être moins contraintes par les nouvelles règles de liquidité prévues par Bâle III.

Bâle III conduit inéluctablement les banques d'Europe continentale vers le modèle « *originate to distribute* » :

- dans un contexte d'accès restreint au capital, le ratio de levier réduit la taille des bilans bancaires, limitant ainsi la fonction de financement des banques à la simple origination des crédits. Les banques ne conservent plus qu'une faible partie des créances de leurs clients à leur bilan ;
- plus fondamentalement, les ratios de liquidité limitent, quant à eux, la fonction de transformation en pénalisant la détention d'actifs de maturité longue. Cette fonction est pourtant essentielle dans une économie où les ménages ont une préférence pour les placements liquides alors que les besoins d'investissements sont à long terme. Les banques sont contraintes de maintenir à leur bilan des quantités importantes d'actifs liquides (cash, titres souverains) et doivent se défaire des crédits aux entreprises, notamment ceux de long terme et ceux octroyés aux émetteurs les moins bien notés (petites et moyennes entreprises – PME - et entreprises de taille intermédiaire - ETI - en particulier).

Des différences sont constatées dans la mise en œuvre des réglementations

En Europe, la mise en œuvre de réformes prudentielles est bien avancée. La situation est plus complexe aux États-Unis ; en particulier, la transposition en droit américain des principes fixés par le Comité de Bâle n'a historiquement jamais été satisfaisante.

Le Conseil des gouverneurs de la FED a adopté trois projets de règles le 7 juin 2012. La FED a toutefois considéré que les ratios de liquidité devaient être écartés. Si une telle initiative est économiquement pertinente, elle renforce néanmoins le risque d'asymétrie entre l'Europe et les États-Unis. En outre, la mise en œuvre du *Dodd-Frank Act* comprend de nombreuses exemptions et connaît un retard important dans son application du texte.

2.2. CERTAINS ASPECTS DES RÉFORMES EN COURS, EN PARTICULIER LA MISE EN ŒUVRE DES RATIOS DE LIQUIDITÉ, ENTRAVERONT S'ILS SONT ADOPTÉS, LA CROISSANCE DES ÉCONOMIES EUROPÉENNES SANS ACCROÎTRE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

Une réforme d'ampleur de la régulation et de la supervision était incontestablement nécessaire pour améliorer la stabilité financière ; Bâle III et Solvabilité II comportent ainsi des avancées positives. En revanche, les conséquences de ces réformes n'ont pas été correctement évaluées et le calendrier de mise en œuvre n'est pas adéquat.

En France, ces réformes interviennent dans un contexte déjà défavorable au financement de l'économie

Le financement de l'économie est impacté par la directive Solvabilité II, l'évolution défavorable de la fiscalité de l'épargne et l'absence de remise en cause de normes comptables pro-cycliques et court-termistes :

- la directive Solvabilité II pénalise la détention d'actions par les compagnies d'assurances réduisant les capacités de financement de long terme de l'économie. En effet, pour ne pas être en insuffisance de fonds propres dans le nouveau régime Solvabilité II, et compte tenu de la masse des investissements en cause, les compagnies d'assurance ont entrepris, depuis trois ans, de réorienter leurs investissements vers les actifs privilégiés par la nouvelle réglementation soit des actifs courts et prétendument sans risque (dettes souveraines) ;
- les réformes successives de la fiscalité entravent le financement de l'économie (durcissement de la fiscalité de l'épargne, réforme des livrets réglementés, absence de lisibilité et de sécurité juridique). En particulier, les incitations à détenir de l'épargne liquide via le relèvement des plafonds des livrets réglementés réduisent encore la liquidité des banques sans permettre de développer une épargne de long terme susceptible de pallier le retrait forcé par la réglementation des banques ;
- enfin, les normes comptables adoptées avant la crise poussent les acteurs bancaires et non bancaires vers un court-termisme incompatible avec une croissance durable à long terme.

Ces facteurs défavorables se traduisent par la disparition des investisseurs de long terme :

- à peine 5 % à 10 % des encours de l'assurance-vie, selon les estimations et les variations de cours, étaient investis en actions ces trois dernières années ;
- les encours des livrets réglementés atteignent des records, les épargnants se détournent des actions.

Le financement de l'économie sera dorénavant plus difficile, ce qui pénalisera la croissance

Bâle III, et en particulier la mise en œuvre des ratios de liquidité, aura un effet négatif durable sur la consommation et l'investissement et, *in fine*, sur la croissance :

- **baisse des volumes de crédit** : pour une quantité donnée d'actifs, les institutions financières doivent détenir davantage de capital ; en d'autres termes, elles doivent réduire leur effet de levier. Dans un contexte où les banques ne peuvent pas lever autant de capitaux que nécessaire, le *deleveraging* se traduit par une moindre distribution de prêts ;
- **hausse du coût du crédit** : un modèle dans lequel la banque origine un crédit pour le céder à un investisseur implique que deux intervenants réalisent une marge sur l'opération – trois si le client est apporté par un courtier. L'augmentation du nombre d'intermédiaires aura pour conséquence mécanique d'augmenter le coût de l'emprunt. En France, où les ménages sont habitués à acquérir un logement avec un apport relativement limité, sur une durée d'emprunt très longue et avec des taux fixes et faibles, ces effets seront très importants. La pratique des taux fixes pourrait également être remise en cause par le coût de la couverture que l'investisseur devra supporter contrairement aux banques qui peuvent couvrir une partie de leur risque par les opérations de marché qu'elles réalisent par ailleurs ;
- **accès plus volatil aux financements** : la crise a démontré que le marché de la titrisation pouvait se fermer très rapidement, asséchant de ce fait quasi-instantanément les capacités d'origination de certains crédits bancaires. Les statistiques de la Banque de France montrent, à l'inverse, que l'encours de crédit aux entreprises a continué de croître pendant la crise, progressant de 921 Md€ en juin 2008 à 1012 Md€ en juillet 2012, du fait des engagements du système bancaire.

Les simulations des effets de Bâle III suggèrent toutes *in fine* une baisse de la croissance. Bien entendu, selon les paramètres retenus dans les modèles de simulation, cet impact récessif est exagérément faible ou massif. **En tout état de cause, dans un contexte de stagnation ou de récession, toute altération du potentiel de croissance est malvenue.**

Enfin, le calendrier de mise en œuvre de Bâle III qui prévoyait une mise en œuvre étalée jusqu'en 2019 a été raccourci de sept ans sous la pression des marchés financiers. Du fait de la crise bancaire de l'été 2011, les banques françaises se sont engagées à la mise en œuvre des ratios de

solvabilité dès 2013. Les compagnies d'assurances ont également largement anticipé les ratios de Solvabilité II. Cette précipitation amplifie les effets de la réforme, en affectant particulièrement certains emprunteurs (collectivités locales, PME, ETI, et sans doute bientôt une partie des ménages).

La maîtrise de la gestion du risque sera paradoxalement plus aléatoire qu'auparavant en l'absence de réglementation suffisamment ambitieuse du secteur financier non bancaire

Le nouveau cadre de régulation, qui favorisera l'adoption en Europe du modèle « *originate to distribute* », n'aura pas les effets escomptés en termes de stabilité financière :

- il est paradoxal que le modèle de financement à l'origine de la plus importante crise de l'après-guerre soit proposé comme solution universelle alors qu'aucune étude n'a démontré que ce modèle permettait un accès plus stable et moins coûteux en financement pour les entreprises et les ménages ;
- le transfert des crédits hors du système bancaire régulé ne signifie pas pour autant une disparition du risque. Celui-ci est simplement dispersé auprès des investisseurs et, *in fine*, des épargnants et des fonds de pension et assimilés. Avant de favoriser le transfert des risques hors du système bancaire, il est nécessaire d'adopter un cadre réglementaire sur le segment communément appelé *Shadow Banking*, afin de contenir le risque systémique.

3 POUR RÉCONCILIER LA NÉCESSAIRE STABILITÉ FINANCIÈRE ET LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE, L'INSTITUT MONTAIGNE FORMULE 20 PROPOSITIONS

Les problèmes macroéconomiques internationaux à l'origine de la crise persistent et nécessitent un règlement global pour renforcer la croissance potentielle. En particulier, le rééquilibrage des échanges internationaux reste à faire. Un effort particulier doit être réalisé sur la réduction des excédents des pays asiatiques et des pays producteurs de pétrole, accompagné de la réduction symétrique des déficits américains. En Europe, un rééquilibrage est également nécessaire et suppose la réduction des déficits français et espagnols, d'une part, et celle de l'excédent de la balance des paiements courants allemande, d'autre part. Pour les pays développés, la correction de ces déséquilibres passe par une baisse du déficit public et par une augmentation des taux d'épargne et des niveaux de marge des entreprises ; dans la plupart des pays européens, dont la France, elle suppose également des gains de compétitivité.

3.1. LA SUPERVISION FINANCIÈRE ET LES MÉCANISMES DE RÉOLUTION BANCAIRE DOIVENT DÉSORMAIS ÊTRE PENSÉS À L'ÉCHELLE EUROPÉENNE

- mettre en place rapidement une architecture de supervision couvrant l'ensemble de la zone euro sous la responsabilité de la BCE, qui pourra le cas échéant, déléguer une partie de ses tâches au niveau national ;
- mettre à l'étude les mécanismes européens de garantie des dépôts et de résolution des crises bancaires ; compléter ces mécanismes financiers d'un cadre juridique clair et distinct permettant de sécuriser leurs conditions de mise en œuvre ;

3.2. UNE REFONDATION DES NORMES COMPTABLES EST INDISPENSABLE

- refonder les normes comptables sur des principes qui ne se résument pas à la référence à la valeur instantanée de marché. En effet, ce n'est pas tant le concept de valeur de marché qui est remis en cause, que ses modalités d'application aux instruments financiers. Le groupe recommande ainsi aux autorités compétentes nationales et européennes de tempérer l'usage qui est fait de ce concept en le réservant aux activités pour lesquelles il est adapté (négoce d'instruments financiers par exemple) ;
- réduire l'influence des agences de notation :
 - laisser la BCE évaluer elle-même, et non plus par le truchement des agences de notation, la qualité du collatéral qu'elle prend en pension ;

- ▶ promouvoir, pour les émissions des ETI, l'utilisation de la cotation de la Banque de France afin d'en faire un standard de marché ;

3.3. UN ÉQUILIBRE ENTRE LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE DOIT ÊTRE ASSURÉ

- moduler les exigences en fonds propres des banques de manière à favoriser la diversification de leurs profils d'activités ;
- ne pas mettre en œuvre les ratios de liquidité prévus par Bâle III et demander au comité de Bâle de reprendre ses travaux en la matière ;
- veiller à ce que les réflexions en cours sur une réforme de la structure des banques françaises ne débouchent pas sur une réduction de leur capacité à financer l'économie ;
- faire de la future banque publique d'investissement (BPI) un acteur agissant indépendamment des pouvoirs politiques et en complément des banques commerciales ;
- renforcer les capacités de l'Europe continentale à enrichir et à influencer la régulation financière et comptable ;

3.4. LES COMPAGNIES D'ASSURANCES DOIVENT ÊTRE EN MESURE DE CONTINUER À ASSURER LEUR RÔLE DE FINANCEMENT À LONG TERME DE L'ÉCONOMIE

- faire entrer en vigueur le Pilier 2 de Solvabilité II, et demander à la Commission européenne de reprendre intégralement ses travaux sur le Pilier 1 afin que celui-ci ne bride pas le financement de long terme de l'économie
- mettre en place rapidement, sur le modèle du schéma qui semble s'esquisser pour les banques, une architecture de supervision des compagnies d'assurance couvrant l'ensemble de la zone euro ;

3.5. POUR COMPENSER EFFICACEMENT LA RÉDUCTION DE LA CAPACITÉ DE CRÉDIT DU SYSTÈME BANCAIRE, LE RECOURS AUX MARCHÉS FINANCIERS DEVRA ÊTRE ORGANISÉ

- adapter la législation de manière à autoriser l'émission par les banques opérant en France d'obligations garanties par des portefeuilles de crédits aux PME et aux ETI (*covered bonds*) ;
- mettre en place, comme dans d'autres pays européens, des mécanismes adaptés d'apport de liquidité pour le financement du commerce extérieur en complément de l'assurance-crédit Coface ;
- orienter le financement des infrastructures publiques vers le marché obligataire ;
- recréer un instrument de financement du secteur public local ;
- promouvoir la définition et la réglementation internationales des activités du *Shadow Banking* ;

3.6. L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE DOIT ÊTRE RÉORIENTÉE VERS LE FINANCEMENT DE LONG TERME DE L'ÉCONOMIE

- rééquilibrer les avantages fiscaux à l'épargne en faveur des instruments à duration longue et relativement risqués comme les actions ;
- favoriser l'épargne à long terme et aménager notamment le projet de doublement du plafond des livrets réglementés en ce sens ;

3.7. UN « ART RÉGLEMENTAIRE », CONDITION DE LA SÉCURITÉ DES MARCHÉS, DU CRÉDIT ET DES ACTEURS, DOIT ÊTRE CONÇU

- sensibiliser les autorités publiques en charge de la régulation financière et les législateurs nationaux à la nécessité de disposer de normes intelligibles, claires et stables dans le temps.



SOMMAIRE





PREMIÈRE PARTIE :

LES LEÇONS DE LA CRISE N'ONT PAS ÉTÉ CORRECTEMENT TIRÉES

15

1	La crise des subprimes a entraîné les pays développés dans une série de crises financières d'une intensité inégalée depuis la Grande Dépression des années 1930	16
1.1.	Née aux États-Unis à l'été 2007, la crise des subprimes s'est diffusée à toute la sphère financière et à l'ensemble de l'économie mondiale	16
1.2.	La crise de 2007 résulte d'une prise de risque excessive des institutions financières, de politiques économiques insoutenables et de normes comptables inadaptées	22
1.3.	Face à l'intensité de la crise, les pays développés sont intervenus de manière massive et coordonnée	29
2	Des politiques économiques inadaptées et une gouvernance fragile ont conduit la zone euro à subir une série de crises des dettes souveraines à partir de 2009	32
2.1.	À partir de 2009, l'Europe connaît une succession de crises des dettes souveraines dont elle peine à sortir	32
2.2.	Des erreurs de politique économique ont fragilisé une zone monétaire non optimale	33
2.3.	La zone euro a entamé un double processus de consolidation budgétaire et de rénovation de son architecture institutionnelle pour convaincre les marchés de sa solidité	34
3	Les réponses apportées, pour l'essentiel de nature réglementaire, ne traitent que partiellement les enjeux révélés par ces deux crises	35
3.1.	Quatre axes d'évolution se dégagent des réformes adoptées depuis 2007	36
3.1.1.	Premier axe : l'amélioration de la solidité financière des acteurs	36
3.1.2.	Second axe : l'encadrement de certains instruments et activités de marché	41
3.1.3.	Troisième axe : un renforcement bienvenu de la supervision	45
3.1.4.	Quatrième axe : le développement d'une régulation « macroprudentielle »	46
3.2.	Alors que l'Union européenne a multiplié les réformes, les États-Unis ont choisi d'adopter une loi-cadre globalisante	46
3.3.	Cet ensemble de réformes a globalement permis des avancées utiles, mais laisse également en suspens des questions majeures	51

DEUXIEME PARTIE :

DANS UN CONTEXTE ECONOMIQUE DEFAVORABLE, CERTAINES REFORMES ENTRAVERONT LA CROISSANCE, CONTRIBUERONT A DIFFUSER LES RISQUES ET DEFAVORISERONT L'EUROPE

53

1	Le financement de l'économie sera dorénavant plus difficile, notamment pour les PME	54
1.1.	Un renforcement des ratios prudentiels n'est pas sans effet négatif sur le financement de l'économie	55
1.2.	Les simulations de Bâle III suggèrent un financement de l'économie plus difficile à court terme et <i>in fine</i> une baisse de la croissance potentielle	56
1.3.	Les contraintes pesant en Europe sur l'assurance pénaliseront le financement de long terme de l'économie	59
1.4.	Les réformes interviennent dans un contexte d'alourdissement de la fiscalité de l'épargne qui devrait accélérer la disparition des investisseurs de long terme	60
2	Dans le système financier qui se dessine, le rôle des banques sera transformé sans garantie d'une meilleure maîtrise des risques	61
2.1.	Le rôle des banques dans l'économie devra évoluer	61
2.2.	Paradoxalement, la maîtrise de la gestion du risque sera plus aléatoire	64
2.3.	L'encouragement à détenir des titres souverains pourrait <i>in fine</i> se révéler coûteux dans le cas où la crise des dettes souveraines s'accroîtrait	66





3 L'Europe continentale sera davantage pénalisée par ces évolutions que les autres régions du monde	66
3.1. Les modalités de financement des économies ne sont pas les mêmes en Europe continentale et dans les pays anglo-saxons	66
3.2. La directive Solvabilité II pénalisera également les modalités de financement en capital en Europe	68
3.3. Les pays anglo-saxons adaptent de manière souple les cadres réglementaires et comptables	68
3.4. Le panorama réglementaire en Asie reste fragmenté et globalement moins contraignant	69
3.5. Ces approches différentes pourraient durablement pénaliser la zone euro	71

TROISIEME PARTIE :

VINGT PROPOSITIONS DOIVENT ETRE MISES EN OEUVRE POUR ECHAPPER

A UN CREDIT CRUNCH REGLEMENTAIRE

73

1 Plusieurs réformes favorables à la stabilité financière doivent compléter le cadre mis en œuvre depuis 2007	74
1.1. La supervision financière et les mécanismes de résolution bancaire doivent désormais être pensés à l'échelle européenne	74
1.2. Une refondation des normes comptables est indispensable	76
1.3. L'influence des agences de notation doit être réduite	79
2 Un équilibre entre la stabilité financière et la croissance économique doit être assuré par les pouvoirs publics	80
2.1. La régulation ne doit pas empêcher les banques de jouer leur rôle de financement de l'économie, en particulier en faveur des TPE, des PME et des ETI	81
2.2. Les compagnies d'assurance doivent être en mesure de continuer à jouer leur rôle de financeur de long terme de l'économie	84
2.3. Pour compenser efficacement la diminution du rôle de transformation des banques, le recours aux marchés financiers devra être organisé	85
2.4. L'épargne individuelle doit être réorientée vers les financements de long terme de l'économie	87
3 Un « art réglementaire », condition de la sécurité des marchés, du crédit et des acteurs, devra rapidement être restauré	90

CONTRIBUTIONS

91

Contribution n° 1 : La fiscalité de l'épargne	92
1. Il est nécessaire de différencier taxation de l'épargne et taxation du travail pour ne pas accentuer le désavantage fiscal relatif de la France et limiter la fuite des capitaux hors du pays	92
2. Le renforcement des avantages consentis à l'épargne liquide et non risquée est inefficace si elle n'est pas assortie de contreparties	95
3. L'incitation fiscale doit au contraire être utilisée pour favoriser l'épargne en actifs dont se détournent les épargnants : l'épargne d'une durée longue et l'épargne en actions	98
Contribution n° 2 : Un mécanisme juridique de résolution des défaillances bancaires	101
Contribution n° 3 : Améliorer la qualité de la réglementation	103
1. Les textes réglementaires doivent satisfaire l'impératif de sécurité juridique : clarté dans leur sens, stabilité dans le temps et cohérence dans leur articulation	103
2. Les textes doivent manier les éléments de base du système juridique : les droits de propriété, le contrat, la responsabilité et le juge	105





PREMIÈRE PARTIE :

**LES LEÇONS DE LA
CRISE N'ONT PAS ÉTÉ
CORRECTEMENT TIRÉES**



Les pays développés ont connu depuis 2007 une succession de crises d'une intensité sans précédent depuis les années 1930 ; il doit ainsi être distingué, d'une part, une crise financière, dont le point culminant est la faillite de Lehman Brothers et qui aurait pu entraîner une Grande Dépression sans l'intervention coordonnée des autorités publiques ; et, d'autre part, une crise des dettes souveraines, avec un mode de contagion relativement analogue à ce qu'avaient pu connaître, dans les années 1980, certains pays en voie de développement.

Par rapport aux crises financières récentes (krach boursier de 1987, faillite des caisses d'épargne américaines de 1992, crise asiatique de la fin des années 1990, effondrement de la bulle internet ...), celles qui débutent à l'été 2007 ont profondément et durablement impacté l'économie mondiale.

Par ailleurs, la sphère financière a également défrayé la chronique en raison de scandales, tel celui de la manipulation du Libor par certaines grandes banques internationales. Ces affaires montrent, s'il en était besoin, qu'il n'y a pas de régulation efficace sans surveillance des acteurs de la finance internationale.

Ce double contexte conduit naturellement à s'interroger sur le poids pris par l'économie financière, sur son organisation et sur son rôle ; il conduit également à s'interroger sur ses modalités de régulation et de contrôle par la puissance publique, ainsi que sur les politiques économiques mises en œuvre depuis 30 ans dans les pays développés.

Il existe désormais de nombreux travaux universitaires expliquant les causes de la crise, et documentant ses effets sur l'économie réelle. Elle résulterait d'un enchevêtrement complexe de facteurs relevant pour partie d'un mauvais fonctionnement des marchés financiers (facteurs microéconomiques), d'un accroissement des déséquilibres mondiaux (facteurs macroéconomiques) et d'interventions publiques défailtantes (partie 1). Bien que d'origine américaine, la crise a durement frappé l'Europe, révélant des fragilités qui résultent de politiques économiques et d'une gouvernance inadaptées (2). Afin d'éviter l'apparition d'une nouvelle crise, de nombreuses réformes ont été entreprises, ou sont en cours de discussion ; toutefois, il apparaît que toutes les leçons de la crise n'ont pas été correctement tirées (3).

1 LA CRISE DES SUBPRIMES A ENTRAÎNÉ LES PAYS DÉVELOPPÉS DANS UNE SÉRIE DE CRISES FINANCIÈRES D'UNE INTENSITÉ INÉGALÉE DEPUIS LA GRANDE DÉPRESSION DES ANNÉES 1930

Si la chronologie de la crise est désormais bien établie² (partie 1.1), sa genèse est beaucoup plus débattue (1.2). Compte tenu de son intensité, elle a donné lieu à des interventions massives et coordonnées des États (1.3).

1.1. NÉE AUX ÉTATS-UNIS À L'ÉTÉ 2007, LA CRISE DES SUBPRIMES S'EST DIFFUSÉE À TOUTE LA SPHÈRE FINANCIÈRE ET À L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

Après plusieurs années de forte augmentation du prix des actifs immobiliers aux États-Unis³, le marché se stabilise à partir de l'été 2005, et se retourne progressivement à la fin de l'année 2006. **La crise trouve son origine directe dans un segment de marché de taille relativement modeste : le marché des *subprimes*, qui ne représentait pas plus de 1000 Md\$ avant l'été 2007.**

² Cf. par exemple Banque des règlements internationaux, *Rapport trimestriel*, septembre 2007.

³ Selon les données de la *First American Loan Performance*, les prix de l'immobilier ont cru de plus de 10 % par an entre 2002 et 2006. La hausse continue des prix de l'immobilier a ainsi atteint +60 % sur cette période.

ENCADRÉ 1 : LA GENÈSE DE LA CRISE DES *SUBPRIMES* : LES CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES AUX ÉTATS-UNIS

Les ménages américains s'étant endettés pour acheter un bien immobilier ont la possibilité, lorsque la valeur de celui-ci augmente, d'accroître via un crédit hypothécaire leur endettement à proportion de cette augmentation. Ces liquidités supplémentaires peuvent servir à financer des dépenses de consommation, des achats d'actifs non immobiliers, ou à rembourser d'autres crédits.

Les crédits *subprime* désignent les crédits hypothécaires accordés à des emprunteurs à risque, par opposition aux crédits *prime* souscrits par des emprunteurs offrant des garanties normales. Plusieurs critères établis par la Réserve fédérale américaine permettent d'identifier les crédits *subprime* (par exemple, l'emprunteur a connu au moins deux défauts de paiement de 30 jours dans l'année écoulée ; son risque de défaut est relativement élevé ; son ratio d'endettement par rapport aux revenus est supérieur à 50 % etc.).

Source : Conseil d'analyse économique, *La crise des subprimes*, novembre 2008.

En dépit de cette taille modeste, les difficultés posées par les *subprimes* ont eu très rapidement des conséquences sur l'ensemble des marchés financiers, en particulier sur les marchés de la titrisation et sur les fonds monétaires qui avaient investi dans ces produits.

ENCADRÉ 2 : DÉRIVÉS DE CRÉDIT ET TITRISATION

1/ Les dérivés de crédit

Un dérivé de crédit est un produit financier dont le sous-jacent est une créance ou un titre représentatif d'une créance (par exemple, une obligation). Le but du dérivé de crédit est de permettre à un acheteur de protection de transférer à une ou plusieurs contreparties les risques (et tout ou partie des revenus) relatifs à un actif, sans transférer l'actif lui-même. Les produits dérivés permettent ainsi de se couvrir contre certains risques liés au défaut d'une contrepartie.

Un *Credit Default Swap* (CDS) est un contrat par lequel un vendeur de protection (*Protection Seller*) s'engage, contre le paiement d'une prime, à dédommager l'acheteur de protection (*Protection Buyer*) en cas d'événement (*Credit Event*) affectant la solvabilité d'une entité de référence (*Reference Entity*),

Les CDS possèdent plusieurs caractéristiques importantes :

- mis à part la prime, le CDS ne générera des flux financiers qu'en cas de réalisation d'un événement de crédit portant sur l'entité sous-jacente. Le CDS n'est donc pas un *swap* à proprement parler mais fonctionne donc comme une option déclenchable au moment du défaut de l'entité de référence ;
- à l'exception de la prime, qui fait l'objet d'un transfert monétaire, le CDS constitue un engagement pour le vendeur, et une assurance pour l'acheteur. Il est donc comptabilisé au hors-bilan ;
- les CDS se négocient de gré à gré, en dehors d'un marché organisé ; les CDS font donc partie des « dérivés OTC » (*Over The Counter*). Suite à la crise des *subprimes*, les régulateurs ont imposé la création de chambres de compensation pour le marché des CDS (CME et ICE Trust aux États-Unis, ICE Europe, LCH. Clearnet et Eurex en Europe) ;
- les CDS sont très souvent utilisés dans les montages de produits structurés tels que les CDO et CDO synthétiques.

2/ La titrisation

La titrisation est un montage financier qui consiste à émettre des titres adossés à un panier d'actifs, le plus souvent des créances. Les actifs sous-jacents sont pour ainsi dire « transformés » en titres, d'où l'expression « titrisation » (*Securitization*). Les revenus versés au détenteur du titre sont issus des produits des actifs sous-jacents, d'où le terme générique ABS (*Asset-Backed Securities*).

L'avantage d'une opération de titrisation est de permettre au détenteur des créances sous-jacentes de refinancer celles-ci. La titrisation permet donc de créer un actif négociable, et un marché, à partir d'actifs qui ne le sont pas. Parmi les actifs généralement titrisés, on trouve ainsi des actifs typiquement illiquides et impossibles à céder directement.

- créances hypothécaires (*Mortgage Backed Securities – MBS*) sur des particuliers (par exemple, les subprimes), ou sur des entreprises ;
- crédits bancaires aux entreprises (*Collateralized Loan Obligation - CLO*) ;
- créances commerciales (*Asset-Backed Commercial Paper – ABCP*) ;
- prêts aux particuliers (prêts étudiants, encours de cartes de crédit, prêts automobiles etc.).

Parmi les ABS, les CDO (*Collateralized Debt Obligation*) ont connu un développement spectaculaire à partir de la fin des années 1990. Il s'agit d'actifs très divers, généralement non hypothécaires, dont la particularité est d'être structurés en « tranches » de niveau de risques croissant. Ainsi l'émetteur vend aux investisseurs des produits plus ou moins risqués, selon la tranche choisie.

La création d'un CDO comporte trois étapes :

- à l'origine, l'initiateur, généralement une banque, cède son portefeuille de créances à une société *ad hoc* (véhicule émetteur ou *Special Purpose Vehicle – SPV*) ;
- lors de la deuxième étape, le SPV émet des tranches de CDO pour se refinancer ;
- enfin, les tranches émises sont souscrites par des investisseurs.

Avant la faillite de Lehman Brothers s'étaient développés des re-titrisations du type CDO² (carré ou square) qui sont des CDO de CDO mais également des CDO³ qui sont des CDO de CDO². Fortement pénalisées par les règles adoptées par le Comité de Bâle en juillet 2009, ces re-titrisations ont quasiment disparu aujourd'hui.

Selon la chronologie établie par la Banque des règlements internationaux (BRI), la crise des *subprimes* débute réellement avec le déclassement, le 15 juin 2007, de 131 *Asset-Backed Securities* (ABS)⁴ adossés à des prêts au logement américains. Les premières conséquences de la crise étaient néanmoins déjà perceptibles dès le début de l'année 2007, avec l'augmentation des provisionnements de certaines banques, et les difficultés croissantes de cotation des actifs structurés.

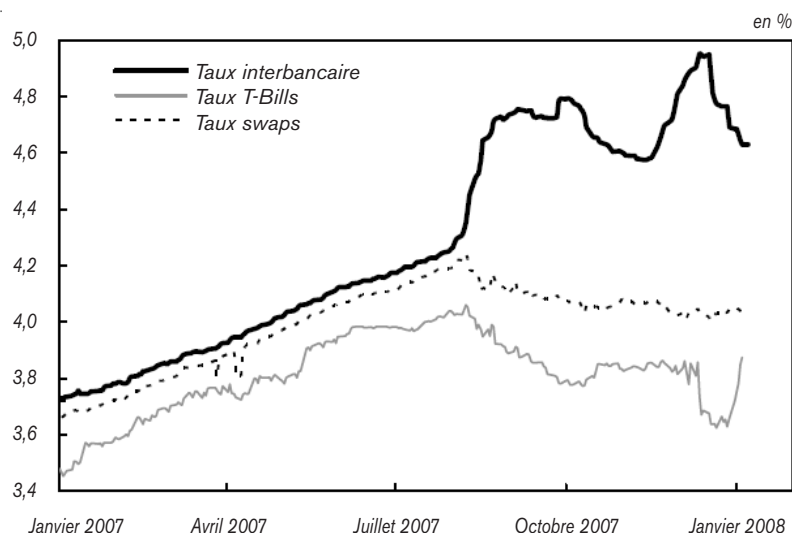
Très rapidement, à l'été 2007, les turbulences financières s'intensifient ; la crise, dont l'épicentre se situe aux États-Unis, devient internationale, ce qui montre que les déséquilibres qui l'ont engendrée n'étaient pas qu'américains. Certains fonds d'investissement annoncent alors des pertes liées à leurs activités dans l'immobilier, tandis que les agences de notations mettent sous surveillance plusieurs *Collateralised Debt Obligations* (CDO) adossés à des hypothèques. Certaines banques doivent être recapitalisées en urgence à la fin du mois de juillet 2007 à la suite de pertes massives. Au début du mois d'août 2007, certains fonds monétaires et des produits structurés ne peuvent plus être valorisés, faute de liquidité sur ces segments de marché ; certaines banques n'arrivent par ailleurs plus à se refinancer. Face à la disparition de la liquidité, la Banque centrale européenne (BCE) doit, le 9 août 2007, injecter en urgence 95 Md€ de liquidités sur le marché interbancaire.

Dans un premier temps, la crise des *subprimes* ne semble toucher que l'économie financière. La liquidité disparaît ainsi de certains segments de marché (marchés des ABS, marchés des *covered bonds*), en dépit d'une forte croissance de la liquidité macroéconomique

4 Les ABS sont des titres représentatifs d'un portefeuille d'actifs financiers.

globale ; par ailleurs, les écarts de taux d'intérêt entre les taux des prêts interbancaires, les taux des swaps ou les taux sur les billets des trésors augmentent fortement et brutalement.

GRAPHIQUE 1 : ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT À 3 MOIS (ZONE EURO)



Source : Conseil d'analyse économique.

En raison de leur exposition au secteur du logement, et des doutes sur leur solidité, les banques éprouvent à partir d'août 2007 de vives difficultés à se refinancer. Si les faillites bancaires restent limitées pendant la première année de la crise, **la situation des institutions financières se dégrade rapidement en 2008 (cf. encadré infra). Dans ce contexte de fortes tensions, la faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers le 15 septembre 2008, et la non-intervention de l'État américain, aggravent encore la crise** et entraînent un gel total et inédit des marchés interbancaires. L'intensité de la crise fait craindre une matérialisation du risque systémique pendant plusieurs semaines et conduit le gouvernement américain à accorder une garantie de refinancement aux principales agences hypothécaires (Fannie Mae et Freddie Mac). **Bien que d'origine américaine, la crise des subprimes a largement frappé le système financier européen.** Dans la plupart des pays européens, notamment en Allemagne ou au Royaume-Uni, la crise financière résulte d'une participation non-avisée de certaines banques nationales aux marchés de dérivés, notamment certains produits structurés. Dans certains pays ayant pu connaître des crises bancaires intenses, comme l'Islande et l'Irlande, l'origine nationale de celles-ci doit cependant être soulignée.

ENCADRÉ 3 : LA RECONFIGURATION DU SECTEUR FINANCIER DEPUIS 2007

D'origine nord-américaine, la crise financière débutant à l'été 2007 déborde très rapidement les frontières des États-Unis ; les premières faillites en Europe sont soit la conséquence d'une mauvaise appréciation du risque des produits achetés (IKB), soit une mauvaise gestion du risque (Northern Rock).

La crise aboutit ainsi à une reconfiguration en profondeur de l'ensemble du secteur financier international, parfois suite à d'importantes faillites :

- Le 31 juillet 2007, la banque allemande IKB doit être recapitalisée en urgence par l'État fédéral allemand et un consortium de banques (6 Md€) ;
- Le 17 février 2008, le gouvernement britannique doit nationaliser en urgence la banque Northern Rock, victime d'un *bank run* en septembre 2007 puis en début d'année 2008 ;
- Le 16 mars 2008, Bear Stearns est rachetée par JP Morgan Chase après avoir perdu plus de 80 % de sa valeur ;
- Le 7 septembre 2008, les deux agences semi-publiques de crédit immobilier américain Fannie Mae et Freddie Mac, qui assuraient plus de la moitié des encours de crédit immobilier aux États-Unis, sont mises

sous tutelle et refinancées par l'État fédéral ; le plan du Trésor américain est plafonné à 100 Md\$;

- Le 15 septembre 2008, Lehman Brothers devient la plus grande faillite de l'histoire financière américaine (la banque d'affaires était endettée à hauteur de 613 Md\$, pour un portefeuille d'actifs de 639 Md\$) ;
- Le 16 septembre 2008, l'assureur AIG est mis sous tutelle publique ;
- Fin septembre 2008, les banques islandaises font faillite ;
- Au cours des mois de septembre et d'octobre 2008, le paysage des banques d'affaires américaines change considérablement : Merrill Lynch est rachetée par Bank of America ; Goldman Sachs et Morgan Stanley sont transformées en *bank holding companies* afin d'être régulées par la Fed, et d'avoir ainsi accès à ses liquidités ; ce changement de statut leur permet également de collecter des dépôts ;
- Le 28 septembre 2008, Fortis, est nationalisée partiellement par les trois États du Benelux (11,2 Md€) ; le même jour, la banque britannique Bradford & Bingley, spécialisée en crédit immobilier, est nationalisée, et son réseau bancaire est racheté par l'espagnol Banco Santander (773 M€) ; la banque allemande Hypo Real Estate, spécialisée dans le financement de l'immobilier, fait l'objet d'un plan d'urgence (35 Md€) ;
- Le 30 septembre, Dexia, lève 6,4 Md€ auprès de ses actionnaires (dont les gouvernements belge, français et luxembourgeois) ;
- Le 5 octobre 2008, Fortis est démantelée ;
- Le 8 octobre, cinq banques britanniques (HBOS, Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Nationwide et Abbey) sont partiellement nationalisées ;
- En octobre 2008, l'assureur ING doit être recapitalisé par le gouvernement néerlandais (10 Md€) ;
- Le 23 novembre 2008, Citigroup fait l'objet d'un plan de sauvetage de 45 Md\$;
- Le 24 février 2009, le Groupe Caisses d'épargne et le Groupe Banques populaires annoncent leur rapprochement ;
- Le 10 octobre 2011, Dexia est démantelée ; Dexia Banque Belgique est nationalisée (4 Md€).

L'automne 2008 marque ainsi la diffusion de la crise des *subprimes* à toute la sphère financière :

- si les marchés actions⁵ sont restés liquides pendant toute la crise, la chute des cours a été particulièrement brutale. À titre d'exemple, l'indice CAC 40 a perdu en octobre 2008 près de 600 points, soit près de 15 % de sa valeur. Au mois d'octobre 2012, l'indice n'avait pas retrouvé sa valeur d'avant crise⁶ ;
- **le secteur financier mondial est au bord de l'implosion. Les faillites bancaires ont atteint des niveaux inconnus depuis les années 1930, en particulier aux États-Unis.** Ainsi, 884 banques ou caisses d'épargne américaines (soit 11,5 % des établissements) étaient recensées par la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) comme étant « à problème » au 31 décembre 2010, contre 860 au 30 septembre de la même année. Le nombre de banques aux États-Unis s'établissait fin 2010 à 7 700 établissements, contre plus de 8 500 en 2007 et près de 9 900 en 2000. Au total, 439 institutions financières ont fait faillite aux États-Unis entre août 2007 et mai 2011 (dont 157 en 2010 - soit le nombre le plus élevé depuis 1992 - et 148 en 2009).

Au-delà de la sphère financière, la crise se globalise rapidement et s'étend à l'économie réelle : les difficultés des institutions financières entraînent une situation de *credit crunch* réduisant fortement le financement de l'économie. L'effondrement des cours de bourse amène les agents économiques, via des « effets richesse »⁷, à réduire leur consommation ou leurs investissements ; plus fondamentalement, les anticipations des agents économiques sont profondément modifiées.

La crise des *subprimes* devient dès lors la plus grave crise économique depuis la Grande dépression des années 1930 ; trois indicateurs permettent de mesurer son ampleur :

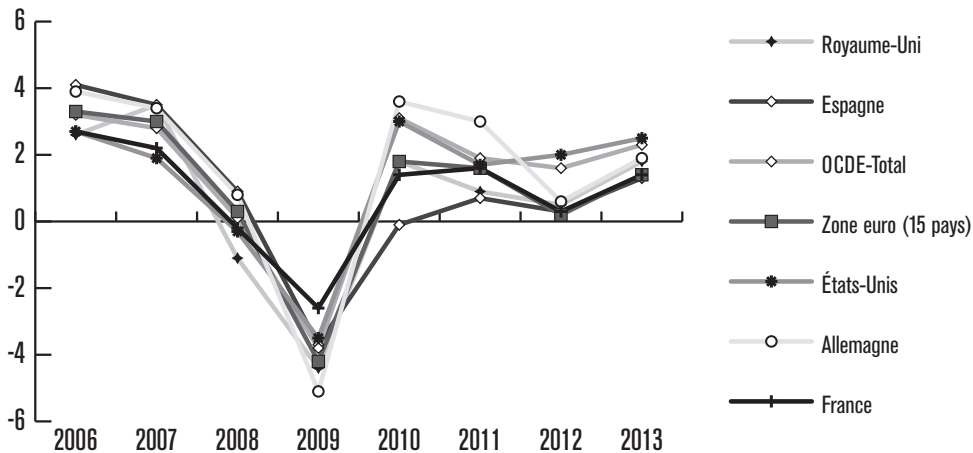
5 Les marchés obligataires souverains et les marchés des changes sont également restés liquides.

6 Le 1^{er} juin 2007, l'indice du CAC 40 s'élevait à 6 168,15 points, contre 3 401,20 points le 24 octobre 2012.

7 L'effet richesse désigne la propension des agents économiques à dépenser de manière proportionnellement plus importante au fur et à mesure que leur patrimoine augmente (et inversement).

● **en moins d'un semestre, les taux de croissance chutent brutalement** : alors que les économies de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) avaient connu en 2006 et 2007 une croissance moyenne de 3,2 % puis de 2,8 %, celle-ci n'est plus que de 0,1 % en 2008 ; en 2009, les pays de l'OCDE connaissent la récession la plus marquée depuis les chocs pétroliers, avec une contraction de leur activité de -3,7 % en moyenne ;

GRAPHIQUE 2 : TAUX DE CROISSANCE (% PAR AN)



Source : OCDE.

Note : Les données des années 2012 et 2013 sont des données prévisionnelles.

● **le commerce international connaît sa plus forte baisse depuis la seconde guerre mondiale**. Si le taux des exportations continue de croître en 2008 (selon les chiffres de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), il atteint 2 % cette année-là, contre 6 % en 2007 et 8,5 % en 2006), il s'effondre en 2009 (- 9 %). Pour les pays de l'OCDE, cette chute est encore plus brutale (- 11,6 % en 2009) ;

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DES VOLUMES D'EXPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICES DE L'OCDE (% PAR AN)

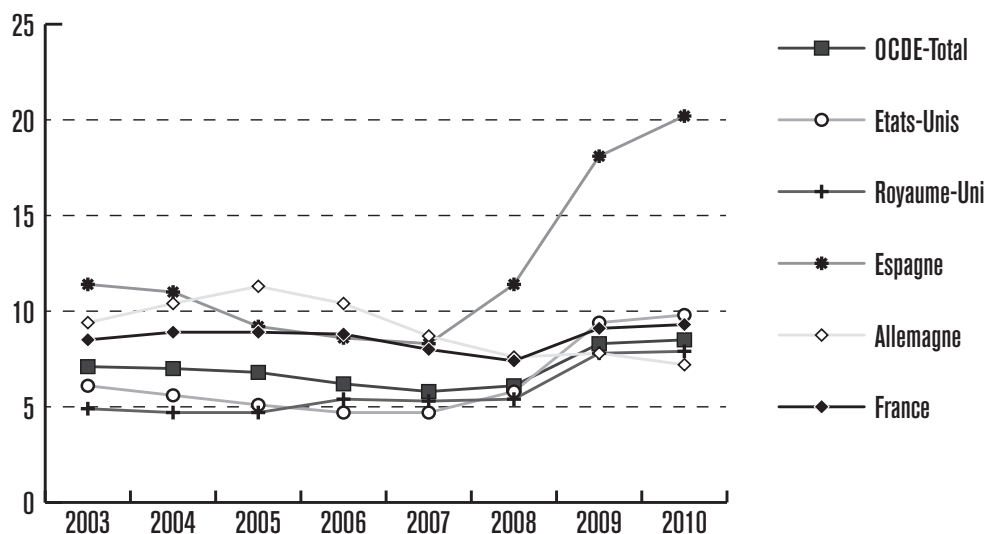


Source : OCDE.

Note : Les données des années 2012 et 2013 sont des données prévisionnelles.

- **enfin, la dégradation du marché du travail a été particulièrement marquée :** au sein de l'OCDE, le taux de chômage moyen est ainsi passé de 5,6 % de la population active en décembre 2007 à 8,5 % en 2011, ce qui constitue un record depuis 1945. Au total, les pays membres de l'organisation comptent près de 60 millions de chômeurs, soit 15 millions de plus depuis 2007.

GRAPHIQUE 4 : TAUX DE CHÔMAGE (% DE LA POPULATION ACTIVE TOTALE)



Source : OCDE.

1.2. LA CRISE DE 2007 RÉSULTE D'UNE PRISE DE RISQUE EXCESSIVE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES, DE POLITIQUES ÉCONOMIQUES INSOUTENABLES ET DE NORMES COMPTABLES INADAPTÉES

Si les mécanismes de transmission de la crise des *subprimes* et ses effets sur l'économie réelle sont bien documentés, **son origine résulte d'un enchevêtrement de facteurs dont l'importance individuelle et la corrélation sont encore débattues**⁸. Au-delà de fondements à la fois micro et macroéconomiques, qui sont communs à la plupart des crises financières, une intervention publique défaillante a également joué un rôle non négligeable dans le déclenchement de la crise et son aggravation.

Au niveau microéconomique, trois éléments ont joué un rôle important :

- **une bulle spéculative s'est progressivement constituée sur le marché immobilier américain.** La formation d'un écart croissant entre la valeur fondamentale d'un actif financier et sa valeur de marché est un phénomène complexe, qui peut résulter de l'existence de comportements mimétiques, d'asymétries d'information entre agents économiques ou encore d'un fonctionnement naturellement procyclique des marchés financiers. Une bulle peut également être facilitée par une diminution de l'aversion au risque et un aveuglement collectif face au désastre, que les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff appellent le syndrome du « *cette fois-ci, c'est différent* »⁹. **Dans le cas d'espèce, les excès du marché immobilier américain ont incontestablement été facilités par l'accroissement, par les banques, de la distribution de prêts immobiliers à risque**¹⁰ ; plus généralement, l'accroissement du niveau d'endettement de tous les agents économiques a fragilisé l'économie mondiale ;
- **la constitution de cette bulle intervient dans un contexte de sophistication croissante des produits financiers. Les excès du recours à la titrisation par les banques, et les insuffisances des agences de notation ont pu faciliter la formation de la bulle :**

⁸ Cf. par exemple J. Tirole, *Leçons d'une crise*, 2008.

⁹ C. Reinhart et K. Rogoff, *This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly*, 2009.

¹⁰ Cf. par exemple C. Calomiris, *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, What's Next*, 2008.

▸ la titrisation soulève un problème d'aléa moral dès lors que l'émetteur (c'est-à-dire la banque à l'origine du crédit) ne porte pas une partie significative du risque de crédit ; en effet, en raison de la forte asymétrie d'information entre l'émetteur et l'acheteur du risque, le premier maximise son profit à court terme dès lors qu'il émet un maximum de crédits sans se soucier de la solidité de l'emprunteur ;

▸ en théorie, ce risque est limité par l'intervention des agences de notation, dont la fonction consiste à réduire l'asymétrie d'informations entre émetteurs et acheteurs. Toutefois, l'existence de conflits d'intérêts¹¹, la concentration des agences et leurs capacités inégales d'analyse du risque n'ont pas permis aux agences de notation de jouer efficacement leur rôle. Dans ce contexte, les acheteurs de produits titrisés n'ont pas pu prendre la mesure exacte de leurs risques. **Les agences de notation ont ainsi joué un rôle direct dans la mauvaise appréciation du risque ;**

● **une fois la crise déclenchée, le développement d'une titrisation non-maîtrisée a démultiplié les effets du choc financier :**

▸ d'une part, elle a réduit la bonne appréhension des risques au sein du système financier. Lorsque la crise s'est déclenchée, la faible transparence des acteurs financiers sur leur exposition au risque a ainsi érodé la confiance et engendré une défiance généralisée contribuant à l'arrêt du marché interbancaire ;

▸ d'autre part, en facilitant le contournement des exigences réglementaires en fonds propres, elle a fragilisé les établissements financiers qui se sont brutalement retrouvés sous-capitalisés.

D'un point de vue macroéconomique, l'accumulation de déséquilibres et la forte croissance de plus de 10 % par an depuis 2003 de la liquidité mondiale ont contribué à favoriser l'apparition de la bulle immobilière :

● **certains économistes, dont John Taylor¹², estiment que la politique monétaire conduite par la *Federal Reserve* (FED) après l'explosion de la « bulle internet » et les attentats du 11 septembre a été trop accommodante**, y compris après le relèvement des taux directeurs en 2004. Selon Taylor, la FED aurait dû, pour respecter la célèbre règle de politique monétaire¹³ qu'il a inventée, remonter ses taux d'intérêt rapidement à partir de 2003 ; en moyenne, les taux de la FED ont ainsi été inférieurs, jusqu'en 2007, de 1,5 % à ce que la règle prescrivait, favorisant ainsi un excès d'endettement et alimentant la constitution d'une bulle sur les actifs immobiliers. Tout en contestant cette analyse, certains banquiers centraux admettent néanmoins que la politique monétaire a été inadaptée pendant cette décennie¹⁴ ;

● **l'augmentation des déséquilibres globaux doit également être soulignée.** Face à l'important besoin de financement des États-Unis, les pays asiatiques et les pays exportateurs de matières premières ont en effet massivement investi leur surplus d'épargne dans les marchés financiers américains, notamment les obligations du Trésor. Une telle stratégie permettait en effet à ces pays de conserver leur modèle de croissance, fondé pour l'essentiel sur une monnaie sous-évaluée et les exportations ; elle a en revanche contribué à réduire le niveau des taux d'intérêt, augmentant ainsi la liquidité mondiale.

Au-delà d'un mauvais fonctionnement des marchés financiers, une intervention publique défailante aux États-Unis a favorisé l'accroissement des déséquilibres puis, à partir de l'été 2007, aggravé la crise.

En effet, les déséquilibres précités ont en partie une origine publique. Si la responsabilité des autorités monétaires dans l'accroissement de la liquidité est débattue (*cf. supra*), les défauts des interventions microéconomiques de la puissance publique sont plus consensuels :

¹¹ Par exemple, les agences de notation offraient avant 2007 des services d'évaluation préliminaire (« Pre-rating Assessments ») permettant à l'émetteur de mieux apprécier la notation finale de ses produits ; par ailleurs, certaines agences intervenaient directement dans la construction des produits vendus. Plus fondamentalement, les modalités de rémunération des agences n'apparaissent pas satisfaisantes (les commissions des agences de notation sont en effet proportionnelles aux montants émis, ce qui encourage la surnotation).

¹² J. Taylor, *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crises*, 2008.

¹³ La « règle de Taylor » est une règle de politique monétaire énoncée par John B. Taylor en 1993. En reliant le niveau d'intérêt aux écarts entre, d'une part, le taux d'inflation observé et le taux d'inflation désiré, et, d'autre part, la croissance observée et la croissance potentielle, elle suggère un taux d'intérêt relativement haut quand l'inflation dépasse sa cible et un taux d'intérêt relativement bas dans les situations inverses. La « règle de Taylor » peut également être utilisée *ex post*, afin d'évaluer le caractère accommodant ou restrictif d'une politique monétaire.

¹⁴ Dans un discours tenu à Colombia en décembre 2009, le président de la FED de New York William Dudley a ainsi reconnu que les banques centrales n'avaient pas suffisamment accordé d'importance à la formation des bulles financières dans le passé. A ses yeux, la crise financière a montré les limites de l'approche traditionnelle des banques centrales selon laquelle il est plus efficace d'intervenir de manière agressive après leur explosion pour « nettoyer les dégâts » plutôt qu'avant.

- **la formation de la bulle immobilière aux États-Unis a été favorisée par la politique d'encouragement à l'accession à la propriété** dont l'origine remonte aux années 1970 (*Fair Housing Act, Equal Credit Opportunity Act* et *Community Reinvestment Act*). Selon certains économistes¹⁵, cette législation a incité les banques à prendre des risques importants, alimentant ainsi la hausse du prix des actifs immobiliers ;
- **l'accroissement des encours de crédits immobiliers et de crédits hypothécaires, facilité par la généralisation de la titrisation, s'est développé, à partir des années 1990, sous l'égide de deux agences semi-publiques bénéficiant d'une garantie implicite de l'État américain** (les *Government-sponsored Enterprises* – GSE- Fannie Mae, Freddie Mac) et d'une agence détenue par l'État (Ginnie Mae)¹⁶ ;
- **la réglementation appliquée aux banques** (en particulier les règles de Bâle II – cf *encadré suivant*), qui reposait sur une vision statique et historique de l'économie et négligeait l'existence d'un risque systémique, **a contribué à une évaluation inexacte du risque et suscité des politiques de « contournement » des contraintes ;**

ENCADRÉ 4 : LES ACCORDS DE BÂLE

- Bâle I reposait sur un principe simple : il s'agissait d'exiger de chaque banque un minimum de fonds propres égal à 8 % du total de ses actifs, pondérés par des coefficients visant à refléter le risque de crédit de ces actifs. Ce montant minimum de fonds propres était censé donner une mesure du risque de crédit total pris par la banque. Les coefficients retenus pour le calcul étaient particulièrement simples : 0, 25 %, 50 % ou 100 % en fonction des caractéristiques du titre (par exemple, le coefficient était de 0 % pour les États souverains de l'OCDE) ;
- Bâle I a eu le double mérite de contraindre les banques occidentales à se recapitaliser et réduire les distorsions de concurrence entre pays. Cependant, il a fait l'objet de vives critiques. Bâle I a ainsi été accusé de provoquer un resserrement du crédit aux particuliers et aux entreprises. En effet, le système de Bâle I incitait par exemple les banques à acheter des emprunts d'État à 10 ans plutôt que prêter aux ménages ou aux entreprises (pour lesquels le risque était pondéré à 100 % et l'exigence en capital était par conséquent de 8 %) ;
- Le système de Bâle II, adopté pour corriger ces défauts, est beaucoup plus complexe que Bâle I ; il introduit notamment trois « piliers ». Le ratio de capital minimum ou pilier 1 est ainsi complété par un rôle plus important donné au superviseur (pilier 2) et des exigences de transparence beaucoup plus rigoureuses (pilier 3) ;
- L'essentiel du changement apporté par Bâle II concerne le pilier 1 :
 - le calcul du minimum de capital est désormais obtenu par la somme de trois termes, représentant le risque de crédit, le risque de marché et le risque opérationnel ;
 - la méthodologie générale est celle de la *Value at Risk* (VAR), estimée sur données historiques. En d'autres termes, le système consiste, en supposant que les conditions futures seront similaires aux conditions passées, à estimer pour chaque risque le montant de fonds propres permettant de couvrir les pertes de la banque sur une période donnée avec une certaine probabilité (par exemple, pour le risque de crédit, la période est de un an et la probabilité de 99,9 %) ;
 - Bâle II valide, pour la mesure du risque de crédit, l'approche dite *Internal Risk Based* (IRB). Par rapport à la situation antérieure, dans laquelle le régulateur imposait directement aux établissements financiers les pondérations censées mesurer le risque de crédit des différents actifs, le Comité de Bâle offre, aux banques qui le souhaitent, la possibilité d'utiliser leurs propres modèles internes (sous réserves d'une validation par le régulateur).

Source : J.-Ch. Rochet, Le futur de la réglementation bancaire, décembre 2008.

¹⁵ Cf. par exemple T. Di Lorenzo, *The Government-Created Subprime Mortgage Meltdown*, 2007.

¹⁶ Créées à partir des années 1930, avec le système des *Federal Home Loan Banks* (1932), les GSEs, qui sont de statut privé, constituent l'un des socles de la politique du logement. Initialement, leur création visait à faciliter l'accès à la propriété et à stabiliser le marché immobilier. Ces agences, qui stockent et titrisent les prêts immobiliers « originés » par les banques, émettent des créances assorties d'une garantie de l'État fédéral. Ce soutien implicite, associé à une fiscalité plus avantageuse, des exigences en capital plus faibles, une moindre supervision a encouragé leur position dominante sur le marché secondaire. À partir de 2004, les deux GSEs ont assoupli leurs exigences sur les prêts qu'elles garantissaient, dégradant ainsi significativement la qualité de leur portefeuille d'actifs. L'éclatement de la bulle a entraîné des pertes considérables entraînant leur mise sous tutelle et l'injection de 180 Md\$ depuis 2008.

- **enfin, la supervision financière était inadaptée**, comme l'a établi le rapport du groupe Larosière¹⁷ : d'une part, celle-ci était essentiellement microprudentielle, négligeant ainsi le risque systémique ; d'autre part, elle ne prenait pas suffisamment en compte l'innovation financière, conduisant à une baisse des primes de risque. Enfin, elle était particulièrement fragmentée et fragilisée par des phénomènes de concurrence entre superviseurs, notamment aux États-Unis (*cf. encadré suivant*)¹⁸.

ENCADRÉ 5 : LA SUPERVISION DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES AUX ÉTATS-UNIS AVANT 2007

La régulation financière est d'abord apparue aux États-Unis au niveau des États fédérés. Les faiblesses propres à cet échelon administratif mais surtout la succession de guerres et de crises financières ont conduit à un renforcement relatif de l'échelon fédéral.

La régulation et la supervision financières sont ainsi organisées de manière particulièrement complexe, mêlant plusieurs échelons de décision (État fédéral, États fédérés) et autorégulation par le marché. La crise débutant en 2007 a montré que cette organisation était défailante ; elle n'a pas empêché l'accumulation de créances « toxiques » par les intermédiaires financiers, à la fois directement dans leur bilan et au travers de garanties hors bilan, explicites ou implicites.

1/ La régulation des banques : une concurrence entre cinq agences fédérales et les régulateurs des États

Dans le secteur bancaire, deux lois adoptées du temps de la guerre civile, le *National Currency Act* de 1863 et le *National Bank Act* de 1864, ont donné naissance à un système bancaire dual. Aux côtés des banques exerçant dans un État, ces deux lois ouvraient la possibilité à d'autres banques, d'être actives et supervisées au niveau fédéral par l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), logé au sein du *Treasury* :

- pour les banques relevant de l'OCC, les règles édictées par ce dernier prévalent sur celles des États dans lesquelles les banques exercent leur activité. Elles doivent toutes être membres du *Federal Depository Insurance Corporation* (FDIC) ce qui les soumet aux règles et aux contrôles de cette dernière. Toutes sont membres du *Federal Reserve System* (FED) ;
- les autres banques commerciales (*State Bank* ou *State Chartered Banks*) continuent de relever du pouvoir d'autorisation et de supervision des États. Celles qui sont membres de la FED sont régulées principalement par cette dernière, et doivent aussi être membres du FDIC. Les autres sont régulées par le régulateur propre à chaque État et au niveau fédéral par le FDIC.

Adopté avec le souci de prévenir d'éventuelles difficultés, le *Bank Holding Company Act* de 1956 confère à la FED le pouvoir de réguler et superviser les *holdings* contrôlant plusieurs ou même, depuis un amendement de 1970, une seule banque.

Parmi les autres banques de détail, deux catégories doivent être mentionnées :

- les caisses d'épargne (*Saving and Loans*) sont des banques de dépôt qui privilégient le financement hypothécaire des ménages, sans toutefois s'y réduire. Historiquement, leur autorisation et leur supervision relevaient de chaque État. La crise des *Saving and Loans* dans les années 1980 a conduit à la création de l'*Office of the Thrifts Supervision* (OTS) au sein du *Treasury* et au transfert de la garantie des dépôts de leur clientèle au FDIC. Les règles de l'OTS préemptent les règles des États ;
- les banques mutualistes (*Credit Unions*) sont des institutions financières détenues par leurs clients. Elles sont autorisées et supervisées par une agence fédérale (la *National Credit Union Administration -NCUA*), qui assure également les dépôts.

¹⁷ Rapport du Groupe de haut niveau sur la surveillance financière au président de la Commission européenne, février 2009.

¹⁸ Cf. J. Tirole, *Leçons d'une crise, 2008 : la concurrence entre superviseurs américains a été particulièrement forte avant la crise, se traduisant même pour certaines institutions financières par des changements de superviseur ; ainsi, au printemps 2007, Countrywide Financial choisit d'être supervisée par l'Office of Thrift Supervision (OTS), qui était réputé pour sa bienveillance. Par la suite, ce superviseur dû affronter les difficultés de plusieurs banques, dont Countrywide Financial. Plus généralement, la supervision des brokers était défailante.*

2/ Les marchés de capitaux : des régulateurs fédéraux principalement, mais aussi des régulateurs étatiques

Comme pour le secteur des banques, la réglementation des marchés de titres était à l'origine le fait des États qui ont tous, progressivement, arrêté des dispositions destinées à protéger les investisseurs contre la fraude. Ces lois, connues sous le nom de *Blue Sky Laws*, prévoient l'enregistrement des titres et des professionnels du secteur et la supervision de ces derniers.

Des lois fédérales n'ont commencé à être appliquées qu'à partir de la Grande Dépression. En particulier, le *Securities Exchange Act* de 1934 a créé la SEC. Il l'a doté du pouvoir d'enregistrer, de réguler et de superviser les bourses de valeur (*exchanges*), les chambres de compensation (*clearing agencies*) ainsi que les *broker-dealers* et leurs associations professionnelles, aujourd'hui la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA). Les bourses, les chambres de compensation et la FINRA disposent elles-mêmes de pouvoir de régulation de leurs membres sous l'autorité de la SEC et sont désignées à ce titre comme *Self Regulatory Organizations - SRO*. Le *Securities Exchange Act* de 1934 a également accordé à la SEC le pouvoir de définir les normes comptables applicables aux comptes des entités émettrices.

De nombreux amendements ont étendu les compétences de la SEC, lui confiant en particulier la réglementation des offres publiques d'achat et la prohibition des délits d'initiés. Des textes subséquents ont créé un statut pour les fonds d'investissement publics (*Investment Company Act* de 1940) les conseillers en investissement (*Investment Advisers Act* de 1940) et, plus récemment, les auditeurs (le *Public Companies Audit and Oversight Board - PCAOB*, créé par le *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 est lui même placé sous le contrôle de la SEC). Enfin, le *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006 donne à la SEC le pouvoir d'enregistrer et de superviser les agences de notation.

La régulation des produits dérivés relève de l'État fédéral et de l'industrie elle même en application du *Commodity Exchange Act* de 1936 et du *Commodity and Futures Trading Commission Act* de 1974. Le *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 exclut explicitement de la régulation les produits dérivés d'actifs financiers lorsqu'ils sont échangés de gré à gré (*OTC Financial derivatives*) entre des contreparties « sophistiquées », intermédiaires financiers principalement.

3/ La régulation des compagnies d'assurance : une compétence de droit commun des États

La primauté des États dans la régulation des assurances a été posée par la Cour Suprême dès 1869 (*Paul v. Virginia*). À la suite de cet arrêt, la *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC) a été créée en 1871, afin de coordonner la régulation des compagnies d'assurances présentes sur plusieurs États. Elle est avant tout un centre d'expertise au service des départements des assurances de chaque État. Sa capacité à uniformiser effectivement les règles et pratiques dans certains domaines est controversée.

4/ Les institutions financières spécialisées dans le financement de l'immobilier : un régulateur spécialisé et, partiellement, la FED

La FED disposait d'un pouvoir général de réglementation des pratiques abusives en matière de crédit hypothécaire en application du *Home Ownership and Equity Protection Act (HOEPA)* de 1994. Ce n'est que depuis juillet 2008 que la régulation des *Government Sponsored Enterprises* (Fannie Mae et Freddie Mac), chargées de faciliter le financement de l'accès à la propriété, et des *Federal Home Loan Banks*, qui refinancent les créances immobilières des banques commerciales et des caisses d'épargne, relève d'une agence fédérale (la *Federal Housing Finance Agency - FHFA*). C'est cette agence qui a placé Fannie Mae et Freddie Mac sous tutelle dès le 7 septembre 2008.

Source : Direction générale du Trésor.

Une fois la crise des *subprimes* déclenchée, les défaillances publiques ont également été nombreuses :

- en septembre 2008, les régulateurs et le gouvernement américains ont mal évalué le risque systémique, en laissant Lehman Brothers faire faillite. Cet événement a créé un traumatisme sans précédent, aggravant les tensions existant entre banques ;
- **les normes comptables** dominantes dans la sphère financière (US GAAP et IFRS), **fondées sur la théorie de l'efficacité des marchés financiers, se sont avérées procycliques pour le secteur financier** (cf. encadré suivant).

Compte tenu de leur rôle dans l'aggravation de la crise, il convient de s'attarder sur les nouvelles normes comptables et, plus particulièrement, sur le concept de la « *fair value* ».

Fondée sur le présupposé que la « juste valeur » d'un actif est sa valeur de marché à chaque instant, la « *fair value* » a démontré la nocivité de son application à la valorisation de l'ensemble des actifs financiers. En effet, celle-ci a incité les institutions financières à liquider dans l'urgence certains de leurs actifs, aggravant ainsi la crise en auto-entretenant les dépréciations d'actifs et, *in fine*, en faisant disparaître la liquidité de certains segments de marché.

ENCADRÉ 6 : L'EFFICIENCE DES MARCHÉS FINANCIERS ET LE PRINCIPE DE « *FAIR VALUE* »

La théorie des marchés financiers efficaces repose sur les travaux de l'économiste américain Eugene Fama (1965). Celui-ci considère que les marchés financiers sont efficaces si deux conditions sont réunies : d'une part, les anticipations des agents sont rationnelles et, d'autre part, les marchés financiers sont parfaits (c'est-à-dire que le prix de marché d'un actif est égal à sa valeur fondamentale). L'une des principales conséquences de l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers est que les prix sur un marché efficace sont toujours justes.

Cette théorie économique a inspiré le développement des normes comptables IAS/IFRS (*International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards*) dites de « *fair value* », qui sont entrées en vigueur en Europe à partir du 1^{er} janvier 2005. L'IASB, par le biais de la norme IAS 39 (Instruments financiers – comptabilisation et évaluation) sur les instruments financiers, a en effet permis d'étendre la quantité d'actifs évalués à la juste valeur.

La crise a permis d'invalider la thèse des marchés financiers efficaces. L'hypothèse des marchés efficaces est en effet souvent invalide¹⁹, et les marchés illiquides sont plutôt la règle et non l'exception. Les mouvements de prix ont des origines très diverses, et les prix de transactions isolées ne donnent pas nécessairement une bonne prévision des *cash flows* que l'entreprise générera dans le futur. L'observation du fonctionnement des marchés au cours de la période récente a renforcé la validité de cette critique, conceptualisée par les économistes du comportement, tels que Robert Shiller²⁰.

Pour le secteur financier, cette méthode de comptabilisation pose deux principaux problèmes :

- lorsqu'il existe une valeur de marché, elle force les intermédiaires financiers à reconnaître immédiatement les dépréciations de leurs actifs lorsque le prix de ces derniers baisse. Il en résulte un besoin de capital, qui peut être obtenu soit par une recapitalisation, soit par une vente d'actifs (on parle alors de « *fire sales* » - ventes panique), soit une restriction des crédits aux particulier et aux entreprises ;
- lorsque les produits financiers sont complexes, et que leur valeur de marché n'est pas directement observable, la détermination et la fiabilité de la juste valeur s'avèrent problématiques. En particulier, dès lors qu'il existe le moindre doute sur la qualité des modèles de valorisation, un assèchement immédiat de la liquidité sur les marchés concernés peut être observé.

¹⁹ Cf. par exemple As. Shleifer, *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, 2000.

²⁰ Robert J. Shiller, *The New Financial Order: Risk in the 21st Century*, 2003.

Si ces « défaillances publiques » sont indéniables, elles ne remettent cependant pas en cause la nécessité d'une intervention publique dans le fonctionnement des marchés financiers ; en particulier, les fonctions de régulation et de supervision restent, plus que jamais, indispensables pour assurer la stabilité financière (*cf. encadré suivant*).

ENCADRÉ 7 : LES JUSTIFICATIONS À L'INTERVENTION DE LA PUISSANCE PUBLIQUE DANS LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS

Contrairement à ce que suppose l'hypothèse d'efficience des marchés, l'observation empirique des marchés financiers révèle que ceux-ci fonctionnent de manière procyclique, ce qui se traduit par des phases d'euphorie, un aveuglement face au risque, un court-termisme et un mimétisme des agents financiers... Dans un environnement de croissance modérée, les rendements à deux chiffres attendus par les investisseurs ne peuvent que conduire à la formation de bulles.

Plus spécifiquement, **trois « défaillances de marché » affectent le fonctionnement des marchés financiers, justifiant alors une intervention publique correctrice :**

- d'une part, **l'existence d'asymétries d'information** entre les agents réduit l'optimalité de leur prise de décision. Ces asymétries d'information peuvent entraîner en amont de la décision des phénomènes d'anti-sélection²¹, **en aval des situations d'aléa moral²² et des conflits d'intérêts ;**
- d'autre part, **la stabilité financière est un bien public²³ - voire un bien public mondial pour J. Stiglitz ;**
- enfin, **les crises financières engendrent de fortes externalités négatives.** En particulier, elles peuvent avoir un impact négatif sur la croissance. Une étude du FMI de 2003 montrait à cet effet que les pertes de production définitives liées à l'effondrement du prix des actions étaient de 4 %, et de 8 % pour les bulles immobilières.

En conséquence, il apparaît justifié que les autorités publiques interviennent dans le fonctionnement des marchés financiers afin de réduire leur instabilité structurelle. Traditionnellement, cette intervention prend trois formes :

- **la réglementation (fonction de régulation)** a pour objectif d'éviter la matérialisation du risque systémique, et les paniques bancaires. Au-delà de l'établissement de ratios prudentiels pour les établissements financiers, elle peut consister à améliorer l'information sur les marchés financiers, et à éliminer les conflits d'intérêt avec Bâle III, les régulateurs sembleraient même chercher à piloter l'allocation des ressources bancaires ;
- **la surveillance des intermédiaires financiers (fonction de supervision)** consiste à vérifier que les établissements financiers et les opérateurs de marché respectent les règles établies par le régulateur ;
- **enfin, en cas de crise, les autorités publiques interviennent afin d'éviter l'apparition d'une crise systémique, ou de phénomènes de panique et de contagion.** Cette fonction peut être assurée en cas de crise de liquidité par la banque centrale (celle-ci joue alors le rôle de prêteur en dernier ressort), ou en cas de crise de solvabilité par l'autorité budgétaire.

21 Cf. par exemple J. Stiglitz et A. Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, 1981, qui établit l'existence d'un rationnement endogène du marché du crédit : compte tenu des asymétries d'informations entre prêteurs et emprunteurs, la banque doit exiger un taux d'intérêt élevé. Ces exigences de taux d'intérêt risquent de détourner les clients dont la situation financière est saine ; dans ces conditions, il est préférable pour la banque de ne pas prêter.

22 Cf. supra sur la titrisation.

23 C'est en effet un bien non-rival (tous les agents bénéficient de la stabilité financière, et le bénéfice de cette stabilité ne se fait pas au détriment des autres agents) et non-exclusif (les pouvoirs publics ne peuvent pas en exclure ceux qui ne veulent pas en payer le prix)..

1.3. FACE À L'INTENSITÉ DE LA CRISE, LES PAYS DÉVELOPPÉS SONT INTERVENUS DE MANIÈRE MASSIVE ET COORDONNÉE

L'ampleur de la récession a contraint les autorités publiques à des interventions massives. Les banques centrales ont été les premières à agir, afin d'assurer la liquidité des marchés financiers : aux premières interventions de la Banque centrale européenne (BCE) à l'été 2007²⁴ ont succédé des baisses de taux d'intérêt dès l'automne 2007 aux États-Unis, puis des opérations non conventionnelles de politique monétaire²⁵.

Parallèlement, les autorités budgétaires ont été contraintes d'intervenir, initialement pour recapitaliser certaines banques²⁶. Le 20 septembre 2008, un plan présenté par le secrétaire au Trésor américain Henry Paulson (plan *Troubled Asset Relief Program* -TARP) prévoit que le gouvernement fédéral puisse racheter jusqu'à 700 Md\$ de MBS non liquides afin d'augmenter la liquidité du marché secondaire des hypothèques et de réduire les pertes potentielles des institutions financières. Le 11 octobre 2008, les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro et le président de la BCE ont tenu un sommet extraordinaire à Paris, qui a permis de stabiliser l'ensemble du système financier international grâce à un plan de sauvetage des banques prévoyant de garantir les prêts interbancaires et des recapitalisations des établissements menacés. Dans un second temps, les États ont été contraints de stimuler la croissance au moyen de plans de relance coordonnés à l'échelle internationale.

Ces interventions publiques ont permis d'enrayer les effets systémiques de la crise américaine. Cependant, elles ont eu deux conséquences :

- les bases monétaires ont fortement augmenté ; la taille du bilan des banques centrales a ainsi plus que doublé aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro ;
- les déficits et endettements publics ont atteint des niveaux jusqu'alors inconnus en période de paix²⁷ ; au sein de l'OCDE, la dette publique a ainsi augmenté de plus de 30 points de PIB (105,7 % en moyenne en 2012, contre 73,3 % en 2007). Cette dégradation des comptes publics résulte à la fois de plans de relance d'inspiration keynésienne, des baisses de recettes fiscales, du jeu des stabilisateurs automatiques et, dans une moindre mesure, des coûts de recapitalisation du secteur financier²⁸. Il semble nécessaire de relever que l'impact de ces derniers diffère sensiblement au sein des pays développés selon la solidité initiale du système bancaire. Même s'il reste délicat d'établir un bilan financier des opérations de sauvetage des institutions financières, il semblerait que la France présente, à ce stade, de meilleurs résultats que les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne puisque les banques n'y ont rien coûté aux contribuables²⁹.

24 La BCE a initialement fourni de la liquidité supplémentaire via des opérations d'open-market afin d'éviter que les taux à très court terme ne s'écartent trop du taux directeur. À titre de seconde mesure, la BCE a procédé à des opérations de refinancement à plus long terme, d'une durée de trois mois, puis de six mois. À la fin du mois d'octobre 2008, l'ensemble des opérations de long terme de la BCE représentait près de 600 Md€.

25 Élargissement de la palette des collatéraux pris en pension, engagement verbal des autorités monétaires à maintenir un faible niveau de taux d'intérêt, opérations de Quantitative Easing aux États-Unis (300 Md\$ à partir de mars 2009, puis 600 Md\$ à partir de novembre 2010).

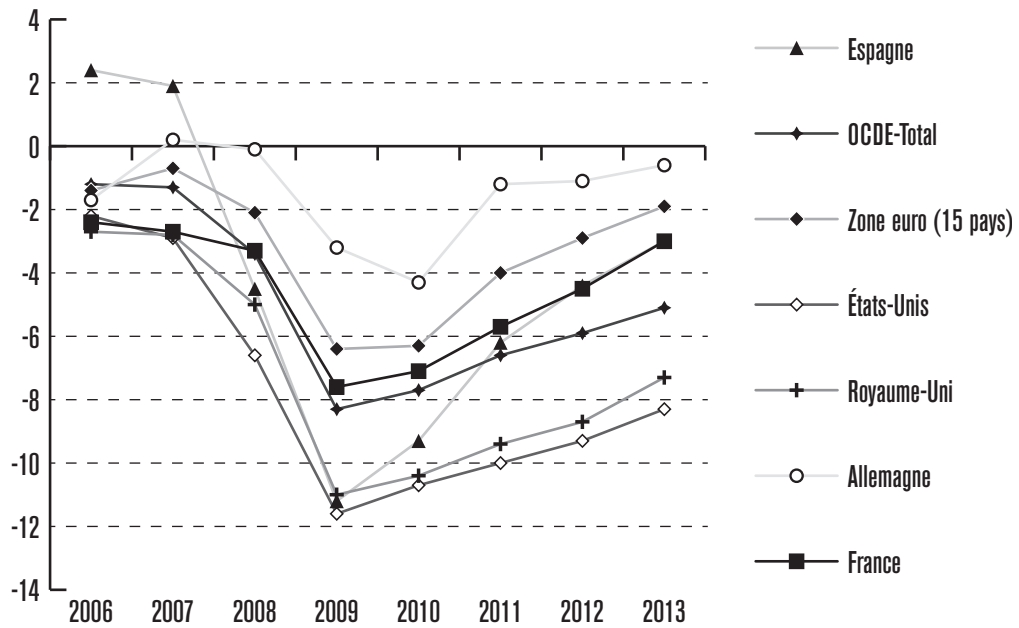
26 De manière ponctuelle dès l'été 2007 (par exemple, pour IKB), puis massivement à partir de l'automne 2008.

27 Cf. par exemple C. Cottarelli et A. Schaechter, *Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies*, Fonds monétaire international, septembre 2010.

28 Selon le FMI, le soutien au secteur financier représente moins de quatre points de PIB de la dette supplémentaire.

29 Cf. par exemple Cour des comptes, *Les concours publics aux établissements de crédit : premiers constats, premières recommandations*, juin 2009.

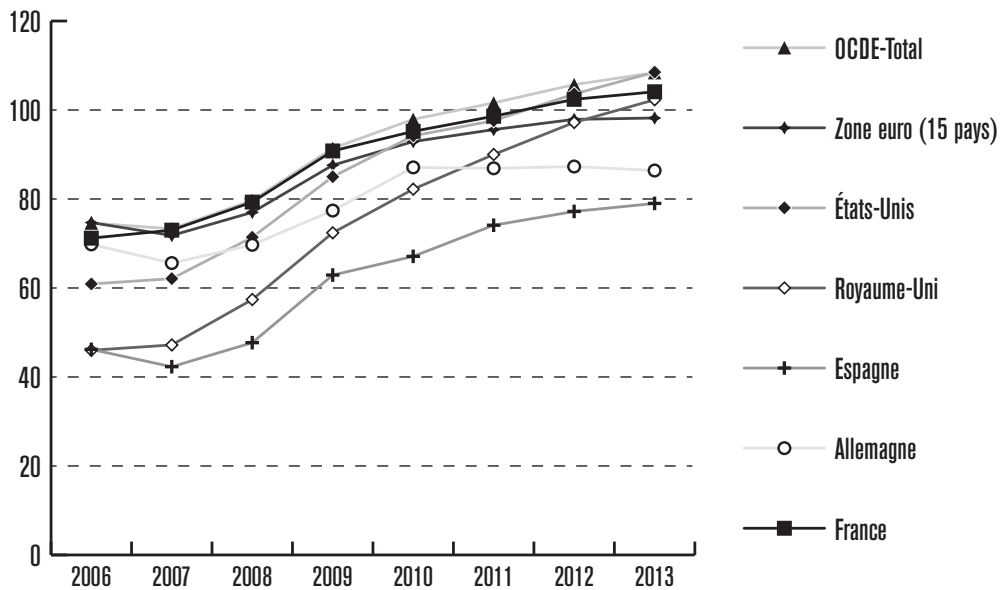
**GRAPHIQUE 5 : DÉFICIT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES
(EN % DU PIB)**



Source : OCDE.

Note : Les données des années 2012 et 2013 sont des données prévisionnelles.

**GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DES TAUX D'ENDETTEMENT PUBLIC
(% DU PIB)**



Source : OCDE.

Note : Les données des années 2012 et 2013 sont des données prévisionnelles.

Au-delà des interventions conjoncturelles, l'intensité du choc économique qui a suivi la crise des *subprimes* a mis en exergue la nécessité de réformer en profondeur le système financier international. Lors des sommets du G20 (Washington en novembre 2008 ; Londres en avril 2009) et des sommets européens, une démarche supranationale de réforme a été initiée avec six objectifs principaux³⁰ :

- renforcer la transparence et la responsabilité du système financier ;
- promouvoir une régulation saine ;
- améliorer le contrôle prudentiel ;
- promouvoir l'intégrité des marchés financiers ;
- renforcer la coopération internationale ;
- réformer les institutions financières internationales.

ENCADRÉ 8 : LE PLAN D'ACTION DU SOMMET DU G20 DE WASHINGTON (NOVEMBRE 2008) ET DE LONDRES (AVRIL 2009)

Réunis en sommet à Washington le 15 novembre 2008 à l'initiative du Premier ministre britannique Gordon Brown et du président de la République Nicolas Sarkozy, **les chefs d'État et de gouvernement du groupe des 20 (G20) ont cherché à jeter les bases d'une réforme du système financier international.**

À côté des questions macroéconomiques (le communiqué final du sommet prévoit une relance concertée et coordonnée de la croissance par des mesures budgétaires et monétaires) et d'un engagement à lutter contre le protectionnisme, le sommet consacre une importante partie de ses conclusions à la régulation des marchés financiers. Les chefs d'État et de gouvernement s'engagent ainsi à :

- **mettre en œuvre des réformes destinées à renforcer les marchés financiers et les régimes de régulation afin d'éviter de futures crises ; les États, responsables en matière de régulation, s'engagent à ce que les régulateurs coopèrent et à renforcer les normes internationales ;**
- **accroître la transparence des marchés financiers, notamment pour les produits financiers complexes ;**
- **exercer une surveillance stricte sur les agences de notation ;**
- **renforcer la protection des investisseurs et déposants ;**
- **réformer les institutions financières internationales, en ouvrant davantage aux pays en voie de développement.**

Par ailleurs, les chefs d'État demandent à leurs ministres des Finances de formuler des recommandations permettant :

- **d'atténuer la procyclicité des politiques de régulation ;**
- **d'harmoniser les normes comptables, en particulier celles des titres complexes ;**
- **de renforcer les marchés des produits dérivés et de réduire leurs risques systémiques ;**
- **de réviser les pratiques en matière de rémunération ;**
- **de définir les institutions d'importance systémique et de déterminer leur régulation et leur surveillance de façon appropriée.**

Les chefs d'État et de gouvernement du G20 se réunissent de nouveau à Londres, le 2 avril 2009. Au-delà de l'augmentation des moyens du FMI (les capacités de ce dernier sont portées à 750 Md\$), le G20 renouvelle ses engagements formulés à Washington en matière de régulation financière. Il s'engage en outre à :

- **mettre en place un nouveau Conseil de stabilité financière (CSF), doté d'un mandat renforcé, pour succéder au Forum de stabilité financière (FSF),**
- **réformer les systèmes de régulation de manière à prendre en compte les risques macro-prudentiels ;**

30 Cf. la Déclaration du sommet sur les marchés financiers et l'économie mondiale, Washington DC, 15 novembre 2008, et la Déclaration des chefs d'États et de gouvernement, Londres, 2 avril 2009.

- étendre la régulation et la surveillance à toutes les institutions financières, à tous les instruments et à tous les marchés d'importance systémique ;
- améliorer la qualité, la quantité et la cohérence internationale des fonds propres du système bancaire. À l'avenir, la régulation devra empêcher les effets de levier excessifs et nécessitera de constituer, en période de croissance, des réserves de ressources ;
- demander aux organismes édictant les normes comptables d'améliorer les normes en matière d'évaluation et de provision.

En dehors du G20, d'autres objectifs ont pu être poursuivis, en particulier en matière de protection des épargnants et des investisseurs³¹.

2 DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES INADAPTÉES ET UNE GOUVERNANCE FRAGILE ONT CONDUIT LA ZONE EURO À SUBIR UNE SÉRIE DE CRISES DES DETTES SOUVERAINES À PARTIR DE 2009

Au-delà des banques, la crise des *subprimes* a également révélé la fragilité de l'Union économique et monétaire (UEM) et de certains de ses membres (2.1). Dans une zone monétaire, dont il faut aujourd'hui reconnaître qu'elle n'est pas optimale et ne dispose pas d'une gouvernance adaptée, les erreurs de politique économique, les pertes de compétitivité et les finances publiques dégradées de certains États membres ont conduit à une crise majeure (2.2). Les réponses apportées à la crise européenne vont dans le sens d'une Europe fédérale ; elles restent cependant insuffisantes (2.3).

2.1. À PARTIR DE 2009, L'EUROPE CONNAÎT UNE SUCCESSION DE CRISES DES DETTES SOUVERAINES DONT ELLE PEINE À SORTIR

Bien que d'origine américaine, la crise a eu des répercussions particulièrement importantes dans la zone euro, en testant pour la première fois sa capacité de résistance.

Dans un premier temps, un double phénomène de « fuite vers la qualité » et de réévaluation du risque a pu être observé à partir de 2008. Ce phénomène s'est traduit par l'accroissement inédit et soudain des écarts de taux (« *spreads* ») payés par les États membres de la zone et, pour certains d'entre eux, des difficultés croissantes d'accès au financement. Même si les écarts de taux entre États membres étaient anormalement bas jusqu'en 2007, cette augmentation signifie que les marchés financiers estiment que le risque de défaut de certains pays de la zone euro augmente.

Dans un second temps, la crise européenne s'est transformée en une crise des dettes souveraines symbolisée par la faillite de la Grèce. Si des interrogations sur la situation financière de ce pays ont toujours existé, la question de sa solvabilité a commencé à être posée à partir de septembre 2009, lorsque le gouvernement grec a annoncé que le déficit budgétaire pour 2009 dépasserait les 10 % du PIB. Pendant plusieurs mois, la publication de statistiques défavorables au pays, et le déclassement en dessous de la note A par les agences de notation, alimentent la spéculation et l'augmentation des *spreads*. **Finalement, après plusieurs mois de négociations, un premier plan d'aide à la Grèce de 110 Md€ est alloué par l'Union européenne (UE) et le Fonds monétaire international (FMI) le 11 avril 2010, sous réserve d'un strict ajustement budgétaire et de réformes structurelles d'ampleur.**

³¹ En octobre 2008, les ministres européens des Finances ont ainsi décidé de relever le plafond de garantie des dépôts des particuliers en cas de faillite bancaire de 20 000 à 50 000€.

Sous la pression des marchés financiers, la crise s'étend progressivement aux pays les plus fragiles de la zone. Ainsi, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie sont également contraints de consolider leurs finances publiques voire, pour certains d'entre eux, de solliciter l'aide communautaire (cf. *infra*). **Les autres pays de la zone euro se retrouvent en difficulté, pour leur part, via leurs banques** : chaque dégradation de la notation d'un pays se traduit, en effet, pour les institutions financières qui détiennent des titres souverains, par des provisions qui peuvent, le cas échéant, nécessiter des recapitalisations.

Pour certains économistes anglo-saxons³², l'intensité de la crise européenne annoncerait même à terme la disparition de la monnaie unique.

2.2. DES ERREURS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE ONT FRAGILISÉ UNE ZONE MONÉTAIRE NON OPTIMALE

La crise de l'UEM n'a pas une origine unique. Si les symptômes sont parfois les mêmes (insolvabilité de certains États, et difficultés à se refinancer), **tous les pays ne sont pas victimes de la même crise** : certains pays pâtissent en effet de déséquilibres macroéconomiques anciens (pertes de compétitivité, politiques budgétaires laxistes) ; pour d'autres, la crise trouve son origine dans les difficultés de leur système financier, nécessitant une recapitalisation massive.

La situation de la zone s'explique ainsi par la conjonction de plusieurs mécanismes :

- en raison d'écart de compétitivité, les balances des paiements courants connaissent des évolutions divergentes au sein de la zone ;

TABLEAU 1 : SOLDE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS DE LA ZONE EURO (2007)

	BE	DE	IE	EL	ES	FR	IT	LU	NL	AT	PT	FI	Zone euro
Solde de la balance des paiements (Md€)	5,6	184,1	-10,3	-32,4	-105,9	-22,3	-37,4	3,6	43,5	8,6	-15,6	7,3	28,8
Balance des paiements (% PIB)	1,7 %	7,6 %	-5,4 %	-14,2 %	-10,1 %	-1,2 %	-2,4 %	9,8 %	7,7 %	3,2 %	-9,5 %	4,1 %	0,3 %

Source : Eurostat.

- ces écarts de compétitivité proviennent :
 - › de **différentiels d'inflation importants**, constatés depuis l'adoption de la monnaie unique en 1999. Entre l'Allemagne et la Grèce, celui-ci s'établit par exemple à près de 20 points ;

TABLEAU 2 : ÉVOLUTION DU NIVEAU DES PRIX DANS LA ZONE EURO (INDICE 100 EN 1999)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Zone euro	101,8	104,0	106,8	109,1	111,1	113,3	116,0	118,1	121,9	124,3
Allemagne	101,7	102,9	105,2	106,2	107,5	109,2	111,6	113,5	116,9	118,6
Grèce	102,4	105,6	110,7	114,3	117,8	122,8	126,5	130,3	135,4	138,9
Espagne	102,9	105,8	109,1	113,2	115,8	119,4	124,5	127,5	133,0	135,9
France	101,7	103,1	105,6	107,6	109,9	111,7	114,3	115,8	119,6	121,0
Italie	102,2	104,7	107,1	110,1	112,5	114,7	117,2	119,5	123,2	127,2
Portugal	101,9	106,4	110,3	114,6	117,2	119,6	122,8	125,9	129,6	130,9

Source : Eurostat.

- › de **l'absence de gains de productivité suffisamment élevés dans les pays où l'inflation est plus forte, et de l'impossibilité de procéder à des ajustements via des dévaluations monétaires.** Dans le cas de la France, la compétitivité, mesurée par l'évolution du coût unitaire relatif du travail, s'est maintenue par rapport à la moyenne de la zone entre 1999 et 2007. En revanche, l'évolution particulièrement favorable de l'Allemagne (baisse relative de près de 12 % du coût unitaire du travail) contraste fortement avec celles des pays du sud de l'Europe ;

³² Cf. par exemple Robert Barro, *It's Time to End the 'Failed' Euro*, janvier 2012, ou Nouriel Roubini, *Early Retirement for the Eurozone?*, août 2012.

TABLEAU 3 : ÉVOLUTION DE LA COMPÉTITIVITÉ RELATIVE AU SEIN DE LA ZONE EURO (1999-2007)

	BE	DE	IE	EL	ES	FR	IT	NL	AT	PT	FI
Évolution du coût unitaire relatif du travail 1999-2007	-3 %	-12 %	+14 %	+10 %	+8 %	0 %	+6 %	+4 %	-10 %	+10 %	-5 %

Source : Eurostat.

(Lecture du tableau : un chiffre positif indique une perte de compétitivité).

- **dans les pays à faible compétitivité, la demande interne a été artificiellement soutenue par la dépense publique ; dans d'autres pays, des politiques budgétaires laxistes ont pu être conduites ;**
- **les mécanismes de coordination de la zone euro, et le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) adopté lors du Conseil européen d'Amsterdam en juin 1997, n'ont pas été suffisamment contraignants.** À ce titre, le refus franco-germanique de 2004 de mettre en application les mécanismes de sanction du Pacte ont durablement affaibli celui-ci ;
- enfin, dans le cas de l'Espagne et de l'Irlande, l'existence d'un différentiel d'inflation avec le reste de la zone a eu pour conséquence des taux d'intérêts négatifs pendant toute la première décennie du siècle. Ceux-ci ont favorisé l'apparition d'une bulle sur le prix des actifs immobiliers, dont l'éclatement a eu des effets très importants sur l'économie réelle et les niveaux d'endettement public de ces pays.

Parmi ces causes, il doit cependant être relevé que les divergences en matière de finances publiques et de compétitivité sont directement à l'origine de l'augmentation des spreads (cf. supra).

Quoi qu'il en soit, les conséquences de cette crise des dettes souveraines sont importantes : en particulier, la fragilisation du système financier, et l'existence de tensions périodiques sur les marchés interbancaires menacent désormais le financement de l'économie et font courir un risque de *credit crunch* en Europe.

2.3. LA ZONE EURO A ENTAMÉ UN DOUBLE PROCESSUS DE CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE ET DE RÉNOVATION DE SON ARCHITECTURE INSTITUTIONNELLE POUR CONVAINCRE LES MARCHÉS DE SA SOLIDITÉ

L'intensité de la crise européenne a bouleversé la conception et la conduite des politiques macroéconomiques, et modifié en profondeur la gouvernance de l'UEM. **Schématiquement, quatre types d'intervention peuvent être distingués :**

- **concernant la crise de liquidité, la BCE a joué, dès le mois d'août 2007, un rôle essentiel** en conduisant des opérations non-conventionnelles de refinancement. Plus récemment, en septembre 2012, la BCE s'est également engagée à assurer la liquidité de titres souverains et à lutter contre l'écartement des *spreads*, en rachetant des obligations sous réserve de réformes structurelles ;
- **la gestion de la crise de la solvabilité est pour sa part assurée par les États.** Après l'adoption du plan d'aide à la Grèce, les États membres ont instauré, le 10 juin 2010, un mécanisme d'aide temporaire, le FESF (Fonds européen de stabilité financière). Celui-ci peut émettre des obligations afin d'aider certains pays à se financer ; ces titres sont garantis par les États membres, et l'aide est strictement conditionnée à l'adoption de réformes structurelles. Dotée d'une capacité de financement de 440 Md€ en mars 2011, le FESF a d'ores-et-déjà été sollicité par la Grèce et par l'Irlande le 7 décembre 2010 (plan d'aide de 85 Md€). Pour le Portugal, un plan d'aide est accordé le 17 mai 2011 (78 Md€). Le 11 juillet 2011, les États membres mettent en place un mécanisme permanent, prévu à partir de 2013 : le Mécanisme européen de stabilité (MES) ;
- **parallèlement aux actions entreprises à un niveau communautaire, les États membres ont entamé, pour certains d'entre eux, un processus de consolidation budgétaire ;**
- **enfin, la crise a contraint la zone euro à profondément modifier l'architecture de sa gouvernance.** Avec l'adoption du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire (TSCG) le 2 mars 2012, les États membres renforcent la coordination budgétaire au sein de la zone, en rendant plus contraignantes les obligations en matière de finances publiques. En particulier, le pacte budgétaire européen introduit une règle d'or qui engage les États signataires à avoir des comptes publics « *en équilibre ou en excédent* » sur l'ensemble d'un cycle économique.

LES RÉPONSES APPORTÉES, POUR L'ESSENTIEL DE NATURE RÉGLEMENTAIRE, NE TRAITENT QUE PARTIELLEMENT LES ENJEUX RÉVÉLÉS PAR CES DEUX CRISES

Aux niveaux régional et national, la démarche initiée lors des G20 de Washington et de Londres et lors des sommets européens s'est traduite par environ trente réformes ou pistes de réformes significatives entre 2007 et janvier 2012 (cf. l'encadré suivant détaillant l'inflation réglementaire en cours).

ENCADRÉ 9 : ÉVOLUTIONS DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE (AOÛT 2007- JUIN 2012)

La réglementation financière internationale a fait l'objet de nombreuses réformes depuis 2007 :

- **Les réformes qui visent à renforcer les fonds propres et à diminuer le levier financier** : les réformes dites de Bâle III concernant la solvabilité bancaire sont en cours de mise en place en Europe via la CRD IV, et aux États-Unis via l'amendement Collins du *Dodd-Frank Act* (cf. *infra*), et une proposition de règle publiée en juin 2012. Des initiatives plus locales complètent ces réformes; la Suisse impose un niveau de fonds propres supérieurs à celui requis par Bâle III pour ses banques (*Swiss Finish*) via l'introduction d'obligations convertibles subordonnées au ratio de fonds propres par rapport aux actifs pondérés par le risque ;
- **Les réformes qui encadrent l'activité des banques et visent à limiter l'exposition du contribuable à une faillite bancaire** : le cloisonnement des activités de dépôts au Royaume-Uni, les stress-tests européens, la mise en place de taxes sur les banques pour réduire le coût supporté par le contribuable en cas de faillite, une garantie des dépôts améliorée, une revue des modes de rémunération, la rédaction de testaments bancaires, la définition de régimes de résolution de crises, mais aussi, aux États-Unis, la règle Volcker et la mise en place de rapports réglementaires supplémentaires pour les fonds détenus par les citoyens américains (FATCA) ;
- **Une série de réglementations des activités de marchés de capitaux** : en règle générale, les régulateurs ont accru leur place sur les marchés de capitaux depuis la crise de 2007. En Europe, l'interdiction de vente à découvert sur certains produits, la standardisation des échanges de produits dérivés avec des chambres de compensation centrale (EMIR) et la mise en place d'infrastructures plus standardisées pour l'échange de titres et d'obligations (Target 2 Securities) sont les principaux axes d'amélioration. Une taxe sur les transactions financières est par ailleurs à l'étude dans plusieurs pays. Aux États-Unis, l'interdiction pour les banques de participer à des activités de *trading* pour compte propre, de posséder des parts dans des *hedge funds* ou des fonds de *private equity* et l'obligation d'enregistrer les *swaps* et de les exécuter dans des entités légales dédiées en dehors des banques (*Swap Push out Rule*) ont été adoptées. Leur mise en place reste cependant très progressive. Les grandes places financières mondiales discutent par ailleurs de l'instauration d'une limite sur les montants de produits dérivés sur les matières premières ;
- **Une série d'autres réglementations plus ou moins avancées** : la mise en place de nouvelles règles comptables au niveau mondial (IFRS) et un nouveau cadre réglementaire pour les assureurs européens (Solvabilité II). En Europe, la mise en place d'une régulation homogénéisée pour les entreprises fournissant des services d'investissement (Mifid) et d'un cadre réglementaire clair et efficace pour les gestionnaires de fonds alternatifs (AIFM) a été réalisée. Le régime auquel sont soumises les OPCVM a par ailleurs été harmonisé au niveau européen par la directive UCITS IV. Aux États-Unis, une amélioration de la protection des consommateurs a été instaurée via le *Card Act* ; un renforcement de la régulation entre courtier et vendeur est à l'étude.

Ainsi, la crise aura permis d'initier une réflexion très large sur le niveau adéquat de réglementation des activités financières. Si cette évolution était tout à fait nécessaire au regard de l'ampleur de son incidence sur l'économie, on peut regretter le manque de vision globale et d'harmonisation internationale, notamment entre les États-Unis et l'Europe.

L'analyse de ces réformes permet de dégager quatre axes d'évolution (3.1) :

- l'amélioration de la solidité financière des acteurs de la sphère financière ;
- l'encadrement de certains instruments et pratiques de marché ;
- le renforcement de la supervision ;
- le développement d'une régulation « macroprudentielle ».

L'approche en matière de réformes diffère cependant entre les États-Unis et l'Europe (3.2) ; en dépit des avancées, ces réformes laissent de nombreuses questions en suspens (3.3).

3.1. QUATRE AXES D'ÉVOLUTION SE DÉGAGENT DES RÉFORMES ADOPTÉES DEPUIS 2007

3.1.1. Premier axe : l'amélioration de la solidité financière des acteurs

La crise de 2007-2009 a montré les limites des régulations existantes. En particulier, les ratios de fonds propres se sont parfois révélés insuffisants, à la fois en quantité et en qualité. Ces ratios de solvabilité sont apparus procycliques et le risque de liquidité insuffisamment prévenu. Dans ce cadre, les régulateurs ont cherché, d'une part, à améliorer la solvabilité des institutions financières en exigeant davantage de fonds propres et en limitant le niveau de levier financier. D'autre part, ils ont visé à assurer un niveau élevé de liquidité des acteurs bancaires. **Outre les banques, les compagnies d'assurance ont également connu des évolutions réglementaires substantielles.**

– **Le renforcement de la solvabilité des institutions financières est le principal objectif poursuivi**

Une série d'accords et de mesures adoptés à un niveau international et européen ont fait du renforcement de la solvabilité des acteurs financiers un critère central de gestion du risque depuis 2009.

Pour le secteur bancaire, l'évolution majeure réside dans les accords de Bâle III, qui renforce les exigences de détention de fonds propres à leur égard et introduit un nouveau ratio de solvabilité qui limite leur levier financier (*cf. encadré suivant*).

ENCADRÉ 10 : LES ACCORDS DE BÂLE III

Les accords de Bâle III ont été adoptés le 16 décembre 2010 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), qui réunit les gouverneurs des banques centrales des économies mondiales les plus avancées³³. **Bâtissant sur les acquis de Bâle I (1988) et Bâle II (2004), Bâle III met en lumière, sous forme de recommandations, la nécessité de durcir le ratio « Fonds propres / actifs pondérés des risques » :**

- par une amélioration de la qualité des fonds propres considérés, en modifiant la définition de ces derniers (restriction des instruments financiers éligibles aux fonds propres de base avec exclusion progressive de certains titres hybrides) ;
- par une valorisation plus prudente des actifs ;
- par un relèvement du niveau minimal requis de fonds propres de 2 % à 4,5 % à horizon 2015, puis à 7 % à horizon 2019 par intégration d'un « coussin de conservation » supplémentaire de 2,5 %.

Par ailleurs, Bâle III introduit un ratio de levier, qui limite l'endettement des établissements. Ainsi, le total des expositions (bilan et hors bilan) ne pourra dépasser 33 fois le capital *Tier One* des banques d'ici 2018. Son calibrage définitif devrait être arrêté en 2017. Enfin, le dispositif introduit deux ratios de liquidité (*cf. infra*).

Le relèvement des exigences de fonds propres à 7 % entraînerait pour les banques un besoin de fonds propres supplémentaires estimé par le Comité de Bâle au 31 décembre 2011 à 374,1 Md€. Pour leur part, les besoins de ressources résultant des ratios de liquidité proposés par le régulateur s'élèveraient à 4 300 Md€³⁴.

Au sein de l'Union européenne, les accords de Bâle III seront transposés par un règlement et une directive, couramment désignés comme le « paquet CRD IV » (*Capital Requirement Directive*), et mis en œuvre de manière progressive de 2013 à 2018. Sous la pression des marchés financiers, les chefs d'État et de gouvernement européens ont accéléré la transition vers Bâle III alors même que les règles sont actuellement toujours en cours de discussion. **Lors du sommet tenu à Bruxelles le 26 octobre 2011, il fut ainsi décidé d'avancer la mise en œuvre des accords de Bâle 2.5 à juin 2012. En réponse à la crise des dettes souveraines, les banques françaises ont décidé d'accélérer le passage à Bâle III avec une mise en place des nouveaux ratios de fonds propres dès 2013.**

Au-delà des besoins de capitaux, le système de Bâle III soulève deux importantes difficultés :

- en premier lieu, il perturbe le champ concurrentiel. En effet, le nouveau ratio de solvabilité est plus ou moins contraignant pour les banques européennes en fonction du niveau actuel de leurs expositions. Cette limitation de l'effet de levier pourrait être particulièrement contraignante pour certaines banques allemandes et suisses, traditionnellement plus « *leveragées* » ;
- en second lieu, l'absence de vision commune des ministres des finances européens n'a pas permis une harmonisation des règles au sein de l'Union. Ainsi, chaque régulateur national devrait imposer un coussin de capitaux supplémentaires de 3 %. Un autre coussin de 2 %, soit un total de 5 %, serait autorisé à la condition que les fonds propres correspondants servent à couvrir des prêts réalisés sur le marché domestique. Selon le choix du régulateur national, les obligations de fonds propres pourraient donc varier quasiment du simple au double.

33 Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Belgique, Brésil, Canada, Chine, Corée, Espagne, États-Unis, France, Hong Kong, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suède, Suisse et Turquie.

34 Basel Committee on Banking Supervision, Results of the Basel III monitoring exercise as of 30 June 2011, avril 2012.

– **Pour les 29 institutions présentant un risque systémique, le principe d'une surcharge complémentaire a été acté au niveau global**

Les régulateurs ont porté une attention particulière aux 29 banques internationales considérées comme présentant un risque systémique (*Systemically Important Financial Institutions* - SIFIs - ou banques systémiques)³⁵. Pour ces établissements, les accords de Bâle III prévoient une surcharge additionnelle de 1 % à 2,5 % du ratio de fonds propres *Tier One*, en fonction de leur importance systémique ; cette surcharge en capital vise à leur permettre de mieux absorber un éventuel choc en cas de pertes importantes sur leurs actifs et crédits. **L'essentiel des établissements concernés (16 sur 29) sont des banques européennes.**

– **Des critères supplémentaires visant à assurer la liquidité des banques**

Au-delà de la solvabilité, la gestion de la liquidité constitue également un enjeu majeur. Les accords de Bâle III insistent ainsi sur l'amélioration de la gestion de la liquidité à court et long terme, à travers la surveillance de deux ratios :

- **un ratio de liquidité à court terme** (*Liquidity Coverage Ratio* - LCR) correspondant à l'obligation de disposer d'actifs liquides de très bonne qualité, permettant de faire face à des sorties de trésorerie pendant 30 jours dans des scénarios de stress avancé. Les actifs liquides sont pondérés en fonction de leur qualité supposée ;
- **un ratio de liquidité à long terme** (*Net Stable Funding Ratio* - NSFR) correspondant à l'obligation pour les banques de financer leurs engagements durables par des ressources stables de long terme³⁶.

Certaines études récentes permettent de mesurer l'importance de ces transformations.

Selon l'étude d'impact précitée du Comité de Bâle, publiée en avril 2012, l'industrie bancaire devrait mobiliser 1 760 Md€ d'actifs liquides pour se conformer au ratio LCR, et 2 780 Md€ pour respecter le ratio NSFR. Dans ce contexte, l'instauration de ces ratios de liquidité ne peut qu'entraîner un changement de modèle économique des banques européennes et avoir un impact majeur sur la structure et la taille de leurs bilans :

- les établissements européens seront fortement incités à ne plus porter d'actifs peu liquides à leur bilan, tels que les crédits aux entreprises et les produits structurés ; à l'inverse, ils seront incités à détenir des obligations souveraines bien notées et des liquidités non productives ;
- la détention de dépôts bancaires deviendra un enjeu stratégique, ce qui devrait peser sur l'industrie de la gestion de fonds, les compagnies d'assurance-vie et les établissements les moins solides.

– **Pour les compagnies d'assurance, la directive Solvabilité II vise à renforcer la solidité des bilans**

La directive Solvabilité II, adoptée par l'Union européenne le 22 avril 2009, vise à construire pour les compagnies d'assurance un cadre réglementaire harmonisé en s'appuyant notamment sur de nouvelles exigences en termes de solvabilité. Elle devrait entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2014.

35 En Europe : UBS, Santander, BPCE, BNP Paribas, Société générale, Nordea, Barclays, Lloyds Banking Group, Citigroup, UniCredit Group, RBS, Credit Suisse, Dexia, Deutsche Bank, Commerzbank, Calyon, ING ; aux États-Unis : Bank of America, BNY Mellon, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, StateStreet, Wells Fargo ; Au Japon : Mizuho, MUFG, SMFG, Bank of China.

36 La formule de calcul envisagée, relativement complexe, consiste à ne prendre en compte que les ressources à plus d'un an et une partie des ressources à moins d'un an dont la stabilité est avérée (via l'utilisation d'un coefficient de pondération). Côté engagements, le principe est de prendre en compte pleinement les engagements risqués illiquides venant à maturité à court terme. Les engagements moins risqués et liquides bénéficient de taux de pondération plus favorables pouvant aller jusqu'à l'absence de prise en compte (par exemple le cash et les obligations d'État à plus d'un an bénéficiant d'un rating minimum AA-).

ENCADRÉ 11 : LE CADRE DE LA DIRECTIVE SOLVABILITÉ II

Comme le système de Bâle, Solvabilité II, repose sur trois piliers :

1/ Le premier pilier définit les normes de calcul des provisions techniques et des fonds propres, et introduit deux niveaux de fonds propres :

- le SCR (*Solvency Capital Requirement*) ;
- le MCR (*Minimum Capital Requirement*).

Le « capital de solvabilité requis » (SCR) correspondant au niveau de fonds propres requis pour faire face au montant de pertes qui ne devraient pas être dépassées selon une probabilité de 99,5 % à horizon un an. Les fonds propres éligibles au SCR sont répartis en trois catégories en fonction de leur qualité. Ces fonds propres doivent comprendre plus d'un tiers de fonds propres éligibles de niveau 1 (c'est-à-dire de haute qualité), et moins d'un tiers de fonds propres éligibles de niveau 3. Le montant maximal des pertes possibles à horizon un an correspond à la « valeur en risque » (*value-at-risk*) des différents modules de risques (risque de souscription en vie, en non vie, en santé, risque de marché, risque de contrepartie) de l'entreprise.

Le deuxième niveau de sécurité introduit par la directive est le « minimum de capital requis » (MCR), en-deçà duquel les preneurs et les bénéficiaires seront exposés à un niveau de risque inacceptable. Les fonds propres éligibles au MCR sont les fonds propres de base (c'est-à-dire hors fonds propres auxiliaires, qui correspondent aux fonds propres de niveau 3). Les fonds propres éligibles de niveau 1 doivent constituer plus de 50 % du MCR. Le montant des pertes auxquelles le MCR doit permettre de faire face correspond à la valeur en risque du portefeuille de risques de l'entreprise, avec un niveau de confiance de 85 % à horizon d'un an. De plus, le MCR doit être compris entre 25 et 45 % du SCR.

Les actifs destinés à couvrir le SCR et le MCR doivent être investis de façon à garantir la sécurité, la qualité, la liquidité et la rentabilité de l'ensemble du portefeuille. Enfin, la localisation des actifs doit garantir leur disponibilité.

Deux méthodes d'évaluation de l'exigence de capital coexistent :

- soit par un modèle standard ;
- soit par un modèle interne approuvé par les autorités de contrôle (prise en compte du profil de risque spécifique de chaque compagnie). Les méthodes et les hypothèses utilisées devront pouvoir être justifiées aux autorités de contrôle.

2/ Le deuxième pilier, relatif à la gouvernance des compagnies d'assurance, fixe des normes qualitatives de suivi interne des risques et précise de quelle manière l'autorité de contrôle doit exercer ses pouvoirs de surveillance. Les autorités de contrôle auront la possibilité de réclamer aux sociétés les plus risquées de détenir un capital plus élevé que le montant suggéré par le calcul du SCR (*capital add-on*) et/ou de réduire leur exposition aux risques.

3/ Le troisième pilier porte sur la transparence des compagnies d'assurance ; il définit, d'une part, l'ensemble des informations détaillées publiques et, d'autre part, les informations auxquelles les autorités de contrôle pourront avoir accès pour exercer leur pouvoir de surveillance.

Solvabilité II a fait l'objet de plusieurs critiques depuis son adoption :

- à ce jour, les formules de calcul du modèle standard ne sont pas encore définitivement arrêtées ;
- **la réglementation adoptée a des effets procycliques.** Aux termes d'un dialogue avec les compagnies d'assurance, plusieurs dispositions ont été mises en œuvre afin de réduire ceux-ci :
 - l'effet procyclique du « *mark-to-market* » est atténué par l'intégration d'un mécanisme d'ajustement symétrique par rapport à la variation du cours des actions (c'est-à-dire la limitation de l'impact des fluctuations à très court terme par la prise en compte de la moyenne pondérée des indices sur une période appropriée) ;
 - une clause dite de « sauvegarde générale », prévue à l'article 28 de la directive, assure que « *dans les périodes d'extrême instabilité des marchés financiers, les autorités de contrôle prennent en compte les éventuels effets procycliques de leurs actions* » ;
- **elle fragilise l'industrie du *private equity*, en incitant les assureurs à se désengager de cette activité ;**
- enfin, elle renforce de manière très importante les contraintes pesant sur les assureurs, et perturbe le champ concurrentiel (notamment entre l'Europe et le reste du monde).

ENCADRÉ 12 : LES EFFETS DE SOLVABILITÉ II

Cinq études d'impact quantitatives (« QIS ») ont été réalisées pour simuler les effets de l'application des exigences quantitatives. La dernière étude d'impact, intégrant les données de la crise financière, a conduit à des résultats moins favorables pour les assureurs : dans un contexte de faiblesse des taux d'intérêt, qui pèse sur la valorisation des actifs, la révision de la pondération des risques a en effet conduit à alourdir le coefficient de risque de certaines catégories d'actifs comme les actions.

Au total, les assureurs n'atteignent en moyenne que 88 % de l'objectif de solvabilité. Les résultats des études d'impact sont cependant fortement contrastés d'un pays à l'autre (à titre d'exemple, la solidité des assureurs allemands contraste avec la vulnérabilité des assureurs britanniques), d'un produit à l'autre (les garanties fixes d'assurance-vie sont ainsi pénalisées) et d'un assureur à l'autre.

– D'autres initiatives plus ponctuelles ont été prises, principalement pour renforcer la protection des épargnants

Parallèlement au relèvement des ratios de fonds propres, d'autres initiatives visant à stabiliser le secteur financier ont été adoptées :

- en premier lieu, l'Union européenne a entrepris un renforcement de la garantie des dépôts des déposants. Une directive de mars 2009 relève ainsi le plafond de la garantie des dépôts de 50 000 à 100 000 €, et réduit le délai de remboursement des déposants en cas de faillite de leur banque à 35 jours ;
- en second lieu, des embryons de réglementations cherchent à étendre la protection des investisseurs à des secteurs jusqu'à présent non (ou peu) régulés.

ENCADRÉ 13 : LE DÉVELOPPEMENT D'UNE RÉGULATION HARMONISÉE DES OPCVM ET DES FONDS D'INVESTISSEMENT

Les directives Bâle III et Solvabilité II ne couvrent pas les acteurs tels que les fonds alternatifs et les gestionnaires d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). C'est pourquoi de nouvelles réglementations européennes cherchent à répondre aux préoccupations de protection des investisseurs mises en exergue par la crise financière et la médiatisation de scandales financiers tels que l'affaire Madoff.

1/ Les OPCVM sont couverts par les directives dites « UCITS » (*Undertakings for the Collective Investment In Transferable Securities*) qui visent un modèle pan-européen de distribution des fonds et une amélioration de l'information aux investisseurs. La directive UCITS IV de juillet 2009 met en place le *Key Investor Information* qui permet de communiquer de manière homogène sur la politique d'investissement et les performances des fonds. Elle établit également le passeport « société de gestion » permettant de gérer des fonds dans d'autres États membres sans avoir à s'y implanter.

La future directive UCITS V va plus loin dans la transparence et l'information aux investisseurs en se concentrant sur la rémunération des gestionnaires de fonds et le régime des dépositaires. La Commission Européenne devrait publier courant 2012 des amendements à la directive UCITS, bases de la future UCITS V.

2/ La directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs dite « AIFM » (*Alternative Investment Fund Managers*) fixe quant à elle les règles d'agrément applicables aux gestionnaires de fonds alternatifs (c'est-à-dire de tous les fonds qui ne sont pas assujettis à la directive UCITS), ainsi que des règles permettant d'accroître la transparence de ces fonds (notamment en ce qui concerne leur éventuel impact systémique) ; elle vise d'autre part, pour les investisseurs professionnels, à la création d'un marché européen transfrontalier. La directive AIFM constitue une première tentative de régulation harmonisée d'un secteur jusqu'à présent en marge des réglementations appliquées aux autres organismes financiers. Elle innove également en ce qu'elle cherche à aligner les incitations des gestionnaires et les intérêts des investisseurs.

Ces nouvelles règles entraînent des coûts additionnels pour les fonds alternatifs, estimés à 3,5 Md€³⁷ ; ces coûts résultent pour l'essentiel des besoins de changement de structure légale, des redomiciliations au sein de l'UE et des coûts de désintermédiation.

Pour autant, les exigences de solvabilité restent bien en deçà de celles appliquées aux institutions financières régulées, ce qui peut conduire à s'interroger sur la solidité de ces acteurs.

3.1.2. Second axe : l'encadrement de certains instruments et activités de marché

Parallèlement au renforcement de la réglementation des acteurs financiers « traditionnels », **un certain nombre d'instruments et de pratiques de marché porteurs de risques ont été encadrés par de nouvelles dispositions.**

– **La réglementation des dérivés pour améliorer la transparence et le contrôle des marchés de gré à gré (*Over the Counter* –OTC)**

Compte tenu du rôle joué par les produits dérivés lors de la crise (cf. *supra*), les autorités publiques ont cherché à mieux réguler les transactions sur les produits dérivés structurés, en particulier en organisant leurs modalités d'échange.

³⁷ Charles River Associates pour la FSA, *Impact of the proposed AIFM Directive across Europe*, octobre 2009.

ENCADRÉ 14 : LES TRANSACTIONS SUR PRODUITS DÉRIVÉS

Les transactions sur produits dérivés, qui ont connu une forte croissance depuis le début des années 1980, représentent désormais l'essentiel de l'activité des marchés financiers. Elles se répartissent en deux grandes catégories :

- des contrats à terme négociés sur des marchés organisés (*futures*, options) appelés dérivés listés, sur lesquels les transactions passent par une chambre de compensation centrale ;
- des contrats dérivés de gré à gré (*Over the Counter* - OTC), négociés bilatéralement entre un acheteur et un vendeur, sans standardisation des termes de règlement/livraison ni compensation centralisée.

L'existence d'un marché organisé et d'une compensation centrale garantissent une régulation plus efficace du marché :

- l'existence d'un marché organisé contribue à la standardisation des contrats (échéances, termes du règlement/livraison...) ;
- l'existence d'une chambre de compensation centrale protège le marché contre les risques de défaut d'une contrepartie et liés à la fluctuation de la valeur des actifs sous-jacents en collectant des dépôts de garantie auprès des acheteurs et des vendeurs, et en procédant fréquemment (en général quotidiennement) à des appels de marge permettant d'ajuster les positions à l'appréciation ou à la dépréciation des actifs sous-jacents ;
- le développement des dérivés listés est limité par la nécessité d'adapter les contrats de dérivés aux besoins des utilisateurs finaux (cas d'une entreprise qui souhaite se couvrir contre un risque de change à une date ou pour un montant non standard). Il est toutefois possible de mettre en œuvre une compensation centralisée des contrats de dérivés de gré-à-gré sans que ces produits soient nécessairement échangés sur des marchés organisés ou totalement standardisés (cas des *swaps* de taux d'intérêt ou des CDS).

En septembre 2009, le G20 réuni à Pittsburgh a notamment conclu que « *tous les contrats dérivés normalisés devront être échangés sur des plateformes d'échange ou via des plateformes de négociation électroniques et compensées par des contreparties centrales fin 2012 au plus tard. Les contrats dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux organismes appropriés. Les contrats n'ayant pas fait l'objet d'une compensation centrale devront être soumis à des exigences en capital plus élevées* ».

En Europe, cette recommandation a donné naissance au projet de règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (dit règlement EMIR - *European Market Infrastructure Regulation*), déposé par la Commission européenne en septembre 2010. Il prévoit que les entreprises financières (banques, assurances, fonds d'investissement, gestionnaires d'OPCVM) fassent compenser leurs contrats dérivés de gré à gré répondant à certains critères de risque, de liquidité et de capacité par des chambres de compensation. De plus, il prévoit que les transactions sur produits dérivés soient toutes enregistrées dans des bases de données centralisées afin d'améliorer la transparence. De leur côté, les États-Unis ont démarré la mise en œuvre de cette résolution dès 2010 dans le *Dodd-Frank Act* (cf. *infra pour le descriptif de la loi*), et prévoyaient à l'origine un fonctionnement complet d'ici fin 2012.

Ces avancées très positives en Europe comme aux États-Unis ne doivent pas occulter le fait que le périmètre exact des produits dérivés de gré à gré concernés par les réformes n'est pas totalement défini à ce jour. Seront concernés l'ensemble des produits dérivés de taux et de crédits standardisés, qui représentaient en 2010 un volume de transactions de 357 trillions de dollars sur un total de transactions de produits dérivés de gré à gré de 601 trillions. Pratiquement la moitié des encours de produits dérivés, et notamment les plus complexes, ne seront donc pas concernés.

– Des projets de séparation des activités de dépôts et des banques d'investissement
En raison du rôle des banques d'investissement dans le déclenchement et l'aggravation de la crise, plusieurs projets de séparation, au sein des banques, de l'activité de dépôt/crédit et de l'activité de banque d'investissement ont été élaborés. Ils visent à la fois à éviter la constitution d'établissements systémiques ayant de fortes activités spéculatives, et à protéger les épargnants des risques liés une financiarisation excessive :

- **au Royaume-Uni, la commission Vickers a proposé en septembre 2011 un cloisonnement des activités bancaires.** Cette proposition, qui a été adoptée, doit être appliquée d'ici 2019. Ce cloisonnement n'a pas pour objectif de démanteler les groupes bancaires ; l'activité de banque de détail devient une entité économique, avec son propre conseil d'administration et des exigences en capital plus élevée. Elle devient la seule entité véritablement protégée, avec une garantie explicite de protection de l'État. L'activité de banque d'investissement ne peut plus utiliser les dépôts dans un but spéculatif, et ne bénéficie plus de la garantie publique ;

ENCADRÉ 15 : LES CONCLUSIONS DE LA COMMISSION VICKERS

Les recommandations du rapport de l'ICB (*Independent Commission on Banking*) visent à créer un environnement plus stable et plus compétitif pour le système bancaire britannique. Pour remplir ces objectifs, la commission Vickers recommande trois réformes principales :

- **une refonte structurelle du système dont la mesure phare est le cloisonnement des activités de banque de dépôts vis-à-vis des activités de banque d'investissement.** Son objectif est de faciliter le processus de résolution bancaire et de limiter l'exposition du contribuable britannique, en isolant les activités d'une banque pouvant faire l'objet d'un sauvetage financier public ;
- **un renforcement des capacités d'absorption de perte des banques :** un ratio fonds propres / actifs pondérés par le risque au minimum de 10 % est visé pour les banques de dépôts. La commission recommande que les activités de détail et la partie non cloisonnée des plus grands groupes bancaires britanniques aient chacun une capacité d'absorption des pertes (*Primary loss absorbing capacity*) d'au moins 17 %. Pour ces banques, le régulateur se réservera le droit d'imposer un coussin supplémentaire de capital jusqu'à 3 % des actifs pondérés par le risque dans le cas où des doutes existeraient sur la capacité de la banque à être démantelée sans coût pour le contribuable. La capacité d'absorption des pertes inclut les fonds propres et une certaine forme de dette à long terme, qui pourrait être utilisée pour absorber des pertes si la banque se trouvait dans une situation difficile. La capacité d'absorption des pertes peut aussi inclure des obligations convertibles subordonnées (« cocos »). Pour l'effet de levier financier, le rapport Vickers recommande que toutes les banques maintiennent un levier d'au moins 3 % et que la partie cloisonnée en maintienne un de 4,06 % au minimum. Toutefois, le gouvernement britannique n'a pas souhaité suivre les recommandations de l'ICB sur cette voie. La commission Vickers recommande par ailleurs une « préférence » pour les dépôts par rapport aux autres types de dettes, remontant les déposants dans la hiérarchie des créanciers de la banque ;
- **un renforcement de la concurrence :** la commission Vickers estime que la concurrence sur le marché de la banque de détail serait renforcée par l'émergence d'un nouvel entrant efficace et d'une taille raisonnable ; la restructuration de la banque Lloyds doit permettre de créer la banque de détail sus-décrite. La commission recommande par ailleurs de faciliter le changement de banque pour les particuliers et les PME afin de renforcer l'environnement concurrentiel.

- **aux États-Unis, le Dodd-Frank Act, adoptée en juillet 2010 (cf. encadré infra), marque un retour partiel des dispositions qui instaurait une séparation des activités de dépôt et de banques d'investissement.** Elle n'agit pas sur le groupe en lui-même, mais elle interdit à toute banque qui collecte des dépôts un certain nombre d'opérations, notamment le *trading* pour compte propre et limite la possibilité pour les banques de détenir des parts de *hedge funds* et de fonds de *private equity*.

À ce jour, ni le Royaume-Uni, ni les États-Unis n'ont mis en œuvre ces réformes. Aux États-Unis, la complexité de mise en œuvre pourrait même conduire à une révision de la réforme avant son entrée en vigueur. En Europe continentale, des réflexions sont également en cours, même si la forte résilience du modèle de banque universelle incite les autorités publiques à une certaine prudence.

Pour sa part, le rapport commandé par la Commission européenne à M. Erkki Liikanen³⁸, gouverneur de la banque centrale de Finlande, conclut, en octobre 2012, qu'aucun modèle bancaire n'a particulièrement réussi ou échoué ; il recommande que les activités de *trading* à haut risque soient filialisées au-dessus d'un certain seuil à définir par la Commission.

– D'autres initiatives visent à restaurer la confiance du grand public envers les activités de la finance

Par ailleurs, plusieurs initiatives plus ou moins significatives ont eu pour objectif explicite ou implicite de restaurer la confiance entamée du public envers la sphère financière :

- les politiques et pratiques en matière de rémunération des agents financiers ont retenu l'attention des régulateurs. En Europe, le volet rémunération de la directive CRD-3³⁹ étend, au-delà des professionnels des marchés, aux salariés dont les activités professionnelles sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le profil de risques de l'entreprise et prévoient notamment le paiement en titres d'au moins 50 % de la rémunération variable, la fixation d'un rapport approprié entre rémunération variable et rémunération fixe, ainsi qu'une période de rétention ; en France, la transposition de ces règles a conduit à des règles plus strictes et à un renforcement de la lisibilité et de la transparence des politiques de rémunérations, avec en particulier la publication annuelle d'informations précises sur les rémunérations variables ;
- le débat sur l'opportunité d'instauration d'une taxe sur les transactions financières a été relancé, mais n'a pas été tranché à ce stade – sauf en France, où une taxe de 0,2 % sur les achats d'actions d'entreprises françaises dont la capitalisation dépasse 1 Md€ a été adoptée unilatéralement ;

ENCADRÉ 16 : LE DÉBAT SUR LA TAXATION DES TRANSACTIONS FINANCIÈRES EN EUROPE

L'exécutif européen avait présenté en septembre 2011 un projet de taxe sur les transactions financières pour toute l'Union européenne. Les taux retenus étaient de 0,1 % sur les actions et les obligations, et de 0,01 % sur les autres produits financiers. Neuf pays, dont l'Allemagne et la France, défendent son instauration. Mais d'autres, comme la Grande-Bretagne, y sont opposés car ils craignent qu'elle ne favorise la délocalisation d'activités financières.

Une récente proposition allemande de mars 2012 « propose une étape intermédiaire » qui consisterait à « s'inspirer du droit de timbre britannique », une taxe prélevée sur certains transferts d'actions, ainsi que de la toute récente « taxe française sur les transactions financières », qui s'appliquera principalement aux actions des sociétés françaises dont la capitalisation dépasse un milliard d'euros.

- enfin, l'encadrement, voire l'interdiction du *trading* haute fréquence, opérations de marché fondées sur des algorithmes et réalisées à des vitesses proches de la milliseconde, est également un sujet de réflexion. Les autorités de régulation, en Europe comme aux États-Unis, s'inquiètent de cette évolution, accusée d'avoir favorisé le « crash éclair » à Wall Street le 6 mai 2009, provoquant en quelques minutes une chute de 9 % de l'indice Dow Jones. En février 2012, l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) a ainsi édicté des orientations destinées à limiter les abus de marché dans le domaine particulier des systèmes de négociation automatisée, notamment du *trading* haute fréquence. Si le débat reste également ouvert sur ce sujet, l'importance du sujet paraît cependant de second ordre.

38 Erkki Liikanen, *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, octobre 2012.

39 Volet rémunération de la directive CRD-3 n° 2010/76/CE du 24 novembre 2010, en vigueur au 31 décembre 2010.

3.1.3. Troisième axe : un renforcement bienvenu de la supervision

Les avancées les plus significatives ont été décidées en matière de supervision et de contrôle interne. Par bien des aspects, l'Europe est d'ailleurs en avance sur les États-Unis. Même si d'importants progrès restent à faire, l'Union européenne a ainsi beaucoup réformé et encadré son système financier depuis 2007. L'UE s'est en particulier dotée de structures de supervision communes, alors que le contrôle reste fragmenté entre de multiples entités outre-Atlantique ; par ailleurs, une étape importante a été franchie avec l'adoption de premières règles de contrôle des agences de notation quand les États-Unis se contentent de les enregistrer. **Dans le même temps, la supervision américaine est restée morcelée entre de nombreuses institutions ayant différents niveaux de compétences.**

ENCADRÉ 17 : LA RÉFORME DE LA SUPERVISION FINANCIÈRE EN EUROPE

À la suite du rapport du groupe Larosière de 2009, la supervision européenne a connu une réforme d'ampleur. Entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2011, cette nouvelle organisation constitue une étape majeure dans l'amélioration de la supervision des groupes paneuropéens et l'harmonisation des règles dans l'UE.

La nouvelle architecture de la supervision bancaire européenne comprend deux niveaux :

- un Conseil européen du risque systémique, présidé par la BCE ;
- trois autorités de supervision sectorielles : l'Autorité bancaire européenne (EBA), l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA) et l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA). Ces autorités sont dotées de nouvelles missions. Elles doivent favoriser l'harmonisation des règles et de la surveillance dans l'Union européenne. En cas de manquements à la réglementation, elles disposent de pouvoirs contraignants sur les superviseurs nationaux.

En parallèle, les projets de directive et de règlement « CRD IV » assurent un renforcement des moyens de supervision en instaurant pour les banques une obligation de publication d'informations détaillées sur leurs engagements hors bilan, et en durcissant par tous les États membres les sanctions applicables en cas de non-respect de la réglementation Bâle III.

Pour leur part, les agences de notation sont désormais soumises à une surveillance renforcée et doivent s'enregistrer auprès de l'ESMA. Toutefois, le dispositif de notation des émissions de dettes d'État et la concurrence entre agence de notations doivent encore être renforcés par la Commission européenne.

Pour être efficace, la supervision doit faire l'objet d'une coopération à l'échelle mondiale. C'est dans ce but qu'a été créé le Conseil de stabilité financière (CSF) lors du G20 de Londres, en avril 2009. Le CSF, qui a succédé au Forum de stabilité financière (FSF) créé dix ans plus tôt à la suite de la crise asiatique, est présenté comme « *l'organe de supervision mondiale* ». Les missions et les pouvoirs du CSF sont plus étendus que ceux du Forum⁴⁰.

Si des progrès ont été réalisés, le manque de coordination internationale reste cependant bien réel ; près de deux après la création du CSF, une véritable convergence internationale reste à réaliser.

40 Selon les termes de sa charte, le CSF coordonne les activités des superviseurs nationaux et chapeaute les instances qui font la réglementation à l'échelle internationale. Il joue par ailleurs un rôle de prévention des crises systémiques, mission qu'il conduit en coordination avec le Fonds monétaire international (FMI), en charge quant à lui de la stabilité macroéconomique. Ses principaux objectifs concernent notamment le renforcement de normes de fonds propres et de liquidité bancaires, la réforme et l'harmonisation des normes comptables internationales, l'amélioration des pratiques de rémunération, le renforcement de la solidité des marchés de produits dérivés de gré à gré, la réduction de l'aléa moral posé par les institutions d'importance systémique, l'extension du périmètre de la régulation du système financier aux fonds spéculatifs (hedge funds).

3.1.4. Quatrième axe : le développement d'une régulation « macroprudentielle »

L'une des erreurs commises par les autorités publiques avait été de considérer que le risque systémique pouvait s'apprécier en surveillant chaque établissement financier individuellement. Comme le pointe le rapport du groupe Larosière, les autorités de régulation et de supervision ont en effet exercé avant 2007 une surveillance « microprudentielle ». Cette surveillance vise à s'assurer que chaque établissement, pris individuellement, ne prend pas des risques inconsidérés, et qu'il est susceptible d'absorber un choc sur son activité⁴¹.

De ce fait, les superviseurs ont accordé trop peu d'attention aux liens entre les établissements entre eux, à l'évolution des secteurs économiques ou à l'accumulation de déséquilibres macroéconomiques (comme la liquidité des marchés ou un effet de levier excessif). **Ce type de surveillance, que l'on appelle « macroprudentielle », doit désormais être mieux assuré.** Plusieurs arguments plaident pour que cette surveillance soit exercée en lien avec les banques centrales⁴². Celles-ci possèdent en effet un avantage en termes d'informations, notamment pour juger de la position de l'économie dans le cycle. Par ailleurs, elles ont une forte incitation à ce que cette surveillance soit exercée de manière efficiente : d'une part, elle allège, en cas de crise, la charge pesant sur la politique monétaire ; d'autre part, les banques centrales ont besoin d'un système financier sain pour que la politique monétaire se transmette à l'économie réelle.

Les avancées en matière de surveillance macroprudentielle ont principalement été réalisées par l'Union européenne. Un Comité européen du risque systémique (CERS) a ainsi été institué, afin de fournir une analyse jusqu'à présent dispersée. Il est chargé de surveiller et d'analyser les risques qui pèsent sur la stabilité du système financier dans son ensemble, et doit émettre des alertes rapides en cas de risque systémique prévisible ; le cas échéant, il peut formuler des recommandations (voire des avertissements) aux États membres et aux autorités nationales de surveillance quant aux mesures à prendre pour faire face à ces risques. Cependant, le CESR n'a pas de compétence contraignante⁴³. Au sein du comité, le rôle de la BCE est substantiel⁴⁴ : elle est notamment en charge du secrétariat du CERS, et fournit l'appui administratif, logistique, statistique et analytique nécessaire. En outre, le Conseil général du CESR, qui est son organe décisionnel, est dominé par les banques centrales ; son président est un membre du Conseil général de la BCE.

3.2. ALORS QUE L'UNION EUROPÉENNE A MULTIPLIÉ LES RÉFORMES, LES ÉTATS-UNIS ONT CHOISI D'ADOPTER UNE LOI-CADRE GLOBALISANTE

En termes de méthode de réforme, il est intéressant de relever une différence d'approche entre les deux principales économies mondiales. L'Union européenne a en effet choisi de multiplier les initiatives de réforme, en présentant de nombreux textes sectoriels traitant la plupart des problématiques de réglementation financière (*cf. tableau suivant*).

41 Pour ce faire, le superviseur évalue le risque et la solidité de chaque établissement à travers des ratios prudentiels, qui sont pour l'essentiel issus des travaux du Comité de Bâle (ratios de division des risques, coefficient de fonds propres, ratios de liquidité, ratio de participation et particulièrement, ratio de solvabilité – cf. infra).

42 J-P. Landau, *Bulles et surveillance macroprudentielle*, 28 janvier 2009.

43 Les États membres et autorités nationales de supervision devront se conformer aux recommandations ou avertissements du CESR, ou se justifier dans le cas inverse.

44 Le CESR a été institué sur la base de l'article 127 paragraphe 6 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, qui permet de confier à la BCE un rôle en matière de contrôle prudentiel (il s'agit de la première mise en oeuvre de cet article).

TABLEAU 4 : PROGRAMME DE RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE DE LA COMMISSION EUROPÉENNE EN RÉPONSE À LA CRISE FINANCIÈRE ET AUX ENGAGEMENTS DU G20 (JUILLET 2010 - JUIN 2012)

	Banques et assurances	Marchés financiers	Consommateurs
Juillet 2010	Directive CRD3 : Nouvelles règles de rémunération, règles prudentielles et gouvernance des entreprises financières		<ul style="list-style-type: none"> • Révision de la directive sur le système de garantie des dépôts • Révision de la directive sur les systèmes de garantie des investisseurs
Septembre 2010	Mise en place du Comité européen du risque systémique et des Autorités européennes de supervision des banques, des marchés et des assurances	<ul style="list-style-type: none"> • Régulation des produits dérivés de gré à gré • Règlement sur les ventes à découvert et les CDS 	
		Directive sur les « hedge funds » et le « private equity »	
Octobre 2010			
Décembre 2010	Réforme des agences de notation (volet 2)		Règlement sur le SEPA (espace unique de paiement en euro)
Mars 2011			Directive sur le crédit hypothécaire
Juillet 2011	Révision de la directive sur les exigences en fonds propres des banques (CRD4)		Recommandations sur l'accès au compte bancaire de base
Octobre 2011		Révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIFID) et nouvelles mesures sur l'abus de marché	
		Révision des directives comptables et de la directive transparence	
Novembre 2011	Réformes des agences de notation de crédit (volet 3)		
		Réforme du secteur de l'audit	
Décembre 2011		Proposition pour un régime européen du capital risque	
Mars 2012		Proposition sur les dépositaires centraux de titres	
Juin 2012	Proposition sur le cadre de prévention et de gestion des crises bancaires		

Source : Commission européenne.

Note : Les propositions adoptées par l'Union européenne sont en gras (les autres propositions faites par la Commission sont encore en juin 2012 en cours de discussion au Parlement et au Conseil).

À l'inverse, les États-Unis ont choisi de procéder au moyen d'une loi-cadre particulièrement complète et complexe. Le *Dodd-Frank Act*, adopté en juillet 2010, nécessitera ainsi de nombreux travaux complémentaires avant d'être pleinement traduit dans les faits (cf. encadré suivant).

ENCADRÉ 18 : LE DODD-FRANK ACT (21 JUILLET 2010)

La loi Dodd-Frank a été promulguée le 21 juillet 2010 après plusieurs mois de négociation entre l'administration américaine, le Congrès et les superviseurs nationaux. Les grandes priorités de la réforme sont clairement énoncées : réduction du risque systémique ; suppression des « angles morts » de la régulation, tant sur les produits que sur les acteurs ; renforcement de la protection des consommateurs. Cependant, les négociations ont introduit dans le texte de nombreux assouplissements par rapport à la version initiale adoptée par le Sénat.

1/ Le traitement du risque systémique

La reconnaissance d'une fonction de régulation systémique reste la pierre angulaire du *Dodd-Frank Act*. Il s'agit moins d'éviter une nouvelle crise financière que d'en contenir les conséquences négatives pour l'économie réelle et, surtout, de protéger l'argent du contribuable en cas de défaut d'institutions financières. En raison du lobby des autorités elles-mêmes, la réforme financière américaine a cependant échoué à réorganiser en profondeur la supervision du secteur financier : un seul régulateur a été supprimé pour trois autres créés, deux autorités de marché concurrentes (la SEC et la CFTC) supervisent les mêmes acteurs, les banques restent supervisées par une dizaine d'autorités différentes.

Sur le plan institutionnel, le traitement du risque systémique passe d'abord par la création d'un conseil de stabilité financière (*Financial Stability Oversight Council*)

comprenant dix membres. Il est présidé par le Secrétaire au Trésor et comprend tous les régulateurs fédéraux (FED, SEC, OCC, FDIC, CFTC, FHFA, NCUA et la nouvelle agence de protection des consommateurs) ainsi qu'un membre indépendant ayant une compétence en assurance. Le Conseil a pour mission d'identifier les risques systémiques et de les traiter en adressant des recommandations aux superviseurs fédéraux, en particulier en ce qui concerne les règles de fonds propres, de levier d'endettement, de liquidité, de gestion des risques qui devront tenir compte de la taille des établissements et du risque systémique qu'ils sont susceptibles de faire porter au système financier. Le Conseil peut également décider de soumettre à la supervision de la FED un établissement non bancaire s'il pense qu'il constitue un risque pour la stabilité financière.

Le texte reconnaît à la FED l'autorité d'ordonner à une institution financière qui constituerait une menace pour la stabilité financière de réduire ses actifs ou de couper dans certaines de ses activités. Cette décision devra toutefois être validée par un vote aux 2/3 par le Conseil de stabilité financière. La FED voit également ses pouvoirs d'intervention exceptionnels reconnus mais encadrés : le secrétaire d'État au Trésor devra valider tout programme de prêt exceptionnel et ce dernier ne pourra pas viser les besoins d'un seul établissement en particulier. Un droit d'audit est par ailleurs accordé au GAO (*Governmental Accountability Office*) en cas d'usage par la FED de ses pouvoirs exceptionnels. En termes de supervision, la FED ne perd pas ses compétences de supervision sur les petites banques, comme cela avait été un moment envisagé. Enfin, elle se voit reconnaître explicitement l'autorité pour superviser les systèmes de moyens de paiement, de compensation et de livraison des titres.

Par ailleurs, une procédure de liquidation ordonnée des institutions systémiques est instituée ; les opérations de liquidation sont confiées au FDIC qui l'exerce déjà pour les banques de petites tailles. Le lancement de la procédure de liquidation devra recevoir l'accord du Trésor et de la FED. Le projet de loi prévoit que les pertes non-couvertes par la vente des actifs de l'institution défaillante devront être absorbées par les créanciers non protégés, puis par le Fonds d'assurance géré par le FDIC. Pour prévenir tout « run » bancaire, le FDIC est habilité à mettre en place des mécanismes de garantie de dette, mais dans des conditions très restrictives (vote au 2/3 du Conseil d'administration du FDIC, approbation par le Trésor qui fixera une limite à la dette garantie, et approbation par le Congrès sur présentation d'un projet par le Président).

Le texte maintient enfin une forme édulcorée de la « *Volcker Rule* » comprenant trois composantes :

- le texte pose le principe d'une interdiction faite aux banques (banques assurées par le FDIC ou supervisées par la FED) d'effectuer des opérations de *trading* pour compte propre. Des délais de plusieurs années sont accordés pour la mise en œuvre de cette règle (juillet 2014 au plus tôt, 2020 au plus tard). Les transactions sur fonds propres pour animer le marché des titres publics (*US Treasuries*, titres des agences) restent autorisées ;
- les banques auront le droit d'investir dans les *hedge funds* et les fonds de *private equity* jusqu'à concurrence de 3 % du capital de ces fonds et de 3 % de leur propre capital *Tier 1*. Toutefois, il leur serait interdit de renflouer un fonds dans lequel elles auraient investi ;
- en cas de fusion-acquisition, la société nouvellement constituée ne doit pas représenter plus de 10 % du marché (passif consolidé de l'ensemble des sociétés financières de l'année précédant l'opération).

Par ailleurs, les institutions susceptibles de présenter/qui présentent un risque systémique devront soumettre à leur superviseur des plans de liquidation (*Funeral Plans*). L'absence d'un tel plan expose l'institution à des charges en fonds propres supplémentaires.

Enfin, la FED devra établir les règles en matière de fonds propres, de levier d'endettement, de plan de résolution et de limite de concentration pour les banques systémiques (actifs > 50 Md\$). Ces règles devront être plus contraignantes que celles des banques considérées comme non systémiques. Les holdings bancaires qui ont un actif supérieur à 15 Md\$ ne pourront plus comptabiliser certains titres de dette hybride (les *Trust Preferred Securities*) au sein du *Tier 1*. Une période de cinq ans a été laissée aux banques pour se mettre en conformité avec ces nouvelles règles.

2/ Réformer le marché des produits dérivés

Concernant la régulation des produits dérivés, le principe d'une compensation est posé. Toutefois cette obligation est atténuée par plusieurs exemptions pour les utilisateurs finaux non commerciaux ou les entités financières donc l'actif est inférieur à 10 Md\$. Le texte prévoit également que les produits dérivés compensés sont obligatoirement échangés sur des marchés (*Board of Trade* ou *Swap Execution Facility*, cette dernière pouvant être exemptée d'enregistrement auprès des régulateurs). Enfin tous les swaps doivent obligatoirement être enregistrés dans une base de données (*Swap Data Repository*).

Concernant la régulation des acteurs, le texte prévoit des contraintes prudentielles supplémentaires en termes de capital, de respect des appels de marges et de titres en collatéral. Celles-ci seront déterminées par le superviseur adéquat pour les entités régulées et par la SEC et la CFTC pour les entités non régulées (dont les utilisateurs finaux non commerciaux). Par ailleurs, la CFTC est en charge de définir des limites de position par acteur pour les dérivés de matières premières.

Le texte pose également comme principe général que les entreprises ayant une activité sur produits dérivés ne peuvent bénéficier d'une aide fédérale (FED ou FDIC). En réalité, cette mesure est édulcorée par de très nombreuses exemptions (en particulier, les banques pourront continuer à effectuer des transactions sur produits dérivés pour se couvrir contre un risque (*hedging*), lorsque ces produits sont compensés sur des chambres centralisées ou lorsque ces produits sont jugés simples (*swaps* de change par exemple). Les transactions sur produits dérivés plus risqués (les CDS notamment) devront être localisées dans des entités séparées, capitalisées en conséquence).

La portée effective des mesures adoptées pour réguler le marché des dérivés pourrait être limitée : d'une part, le texte accorde de nombreuses exemptions (utilisateurs finaux) et donne aux régulateurs SEC ou CFTC la faculté d'en créer de nouvelles. Les régulateurs disposent également d'une grande discrétion dans la mise en œuvre des principes posés.

3/ Réguler le *Shadow Banking System*

Concernant les *Hedge Funds*, la loi *Dodd-Frank* modifie les critères d'enregistrement de leurs gérants auprès de la SEC. L'exemption d'enregistrement SEC dont bénéficiaient les gérants de fonds ayant moins de 15 « clients » est supprimée, mais le montant des actifs gérés déclenchant l'obligation d'enregistrement passe de 30 M\$ à 100 M\$ d'actifs. Désormais, les gérants qui gèrent moins de 100 M\$ ne relèvent généralement plus que des régulateurs étatiques, qui voient ainsi leur responsabilité accrue dans ce domaine. Sont également renforcées les obligations de communication à la SEC d'informations en lien avec la gestion du risque systémique, notamment - mais pas seulement - le montant des actifs gérés, l'utilisation du *leverage*, l'exposition au risque de contrepartie, les positions et pratiques de *trading* et d'investissement. Ces données sont susceptibles d'être transmises au régulateur du risque systémique.

Les gérants de *Private Equity Funds* sont pour leur part exemptés d'enregistrement auprès de la SEC en dessous d'un seuil de 150 M\$ d'actifs (la SEC peut malgré tout exiger la production de rapports lorsqu'elle l'estime nécessaire).

Concernant les agences de notation, le texte crée une nouvelle division au sein de la SEC qui aura le pouvoir de retirer à une agence son homologation pour certaines classes d'actifs, si elle ne dispose pas des ressources suffisantes pour émettre une notation avec intégrité. Par ailleurs, les agences devront mettre en place un code éthique et une politique de prévention des conflits d'intérêts. Elles doivent en outre séparer en leur sein, d'une part, les équipes opérationnelles des équipes chargées de l'audit interne (*compliance*) et d'autre part les fonctions de vente/marketing de celles de notations.

En matière de titrisation, les régulateurs doivent mettre en place une obligation de rétention du risque de crédit de 5 % minimum pour les émetteurs d'ABS (*Asset Backed Securities*). Toutefois, l'obligation est levée si la souscription des prêts sous-jacents a suivi certaines règles restant souvent à définir par les régulateurs (généralement la SEC en concertation avec l'OCC, la Fed et le FDIC). En outre, interdiction est faite à l'émetteur de se couvrir contre ce risque résiduel. Enfin, la SEC est chargée des définitions et formats des informations à délivrer par l'émetteur d'ABS afin d'améliorer la transparence des données fournies aux investisseurs.

4/ Mieux protéger le consommateur et l'investisseur

Les normes applicables aux prêts hypothécaires et aux prêteurs sont largement renforcées. Ainsi, obligation est faite aux prêteurs de vérifier que l'emprunteur a la capacité de rembourser le prêt dont il bénéficie. Des dispositions précisent cette obligation en définissant des critères de respect et des étapes de vérification à suivre selon le type de prêt accordé. L'information à destination des emprunteurs est également renforcée dans le cadre des prêts à taux variables, et, pour certains prêts hypothécaires, des restrictions sur les pénalités de remboursements anticipés sont mises en place.

La rémunération des *Mortgage Originator*, qui doivent désormais s'enregistrer et obtenir une qualification, ne peut plus être fonction que du capital emprunté. En particulier, les commissions intégrées dans les intérêts payés sont dorénavant interdites.

Pour protéger les consommateurs, la loi *Dodd-Frank* crée un *Bureau of Consumer Financial Protection*, indépendant bien que logé au sein de la Fed. Il est chargé de mettre en œuvre et de veiller au respect des lois fédérales relatives à la protection des consommateurs de produits financiers et centralise à cette fin l'essentiel des compétences jusqu'à présent partagées entre les divers régulateurs fédéraux. Il abrite en son sein une agence en charge de l'information des consommateurs (*Office of Financial Education*) ainsi qu'une agence chargée d'œuvrer pour l'accès au crédit des individus et des communautés (*Office of Fair Lending and Equal Opportunity*). Le Bureau est doté de pouvoirs d'édicter des règles, de recueillir des plaintes de consommateurs (ligne téléphonique et site internet), de mener des enquêtes, d'engager des poursuites au civil et de transmettre des dossiers au ministère de la justice dans le cadre d'éventuelles poursuites au pénal. Un certain nombre d'entités sont exclues de sa supervision (notamment les assurances, les concessionnaires automobiles, les comptables, les entités régulées par la SEC, par la CFTC et par certains régulateurs étatiques), affaiblissant ainsi ses prérogatives et en particulier sa capacité à assurer un traitement centralisé des plaintes et des enquêtes.

La loi *Dodd-Frank* contient également des dispositions relatives aux cartes bancaires afin, d'une part, de maintenir les commissions d'interchange à des seuils raisonnables et, d'autre part, de veiller à la mise en concurrence des moyens de paiement.

Le texte multiplie également les pistes de réflexion autour de la protection des investisseurs, en confiant à la SEC la mise en œuvre de la plupart de ces recommandations :

- création d'un comité composé d'investisseurs, l'*Investor Advisory Committee*, chargé d'orienter les priorités de la SEC dans ce domaine ;
- création de l'*Office of the Investor Advocate* chargé de proposer des modifications réglementaires ou législatives et d'assister les investisseurs rencontrant des difficultés significatives avec la SEC ;
- création d'un programme de dénonciation (*whistleblower*) fondé sur un système de récompense (10 % à 30 % des recettes sur les sanctions pécuniaires) et de protection des dénonciateurs (licenciements, discrimination, menaces, etc) ;
- études sur la qualité de l'accès aux informations relatives aux *Investment Advisers* et aux *Broker-Dealers* et sur l'extension de la responsabilité fiduciaire aux *Broker-Dealers* ;
- étude sur l'application extraterritoriale du droit des titres américains, plus spécifiquement sur la recevabilité des actions individuelles en cas de fraudes commises à l'étranger ayant des répercussions aux États-Unis ;
- adoption de règles sur la transparence des ventes à découvert (*short selling*), rendant notamment obligatoire la communication au public, au minimum chaque mois, des noms des émetteurs, des classes et nombres de titres concernés.

La loi *Dodd-Frank* prévoit un renforcement des droits des actionnaires, notamment la possibilité de se prononcer par un vote non contraignant sur la rémunération des cadres (*say on pay*) et sur les parachutes dorés (*golden parachutes*). Enfin, les rémunérations des cadres dirigeants sont davantage encadrées par les régulateurs fédéraux et ne doivent par exemple pas encourager la prise de risques excessifs.

Source : Direction générale du Trésor.

3.3. CET ENSEMBLE DE RÉFORMES A GLOBALEMENT PERMIS DES AVANCÉES UTILES, MAIS LAISSE ÉGALEMENT EN SUSPENS DES QUESTIONS MAJEURES

Depuis 2007, les réformes et les nouvelles dispositions visant à renforcer la stabilité financière ont eu des effets bénéfiques indéniables :

- le renforcement de la réglementation a amélioré l'adéquation des pondérations en capital par rapport aux risques pris par les institutions financières, diminué leur levier financier et accru la transparence sur les marchés dérivés ;
- les efforts entrepris pour améliorer le système de supervision sont réels, notamment en Europe, et devraient progressivement renforcer la solidité du système financier ;
- l'encadrement en matière de rémunérations s'est renforcé.

Toutefois, de nombreuses questions restent en suspens, menaçant la pertinence des efforts engagés :

- en premier lieu, les déséquilibres macroéconomiques, en partie à l'origine de la crise, n'ont pas été résolus :
 - les balances des paiements courants restent déséquilibrées, à la fois au niveau international (États-Unis vs. Asie et exportateurs de matières premières), et au sein de la zone euro (Allemagne vs. pays du sud de la zone) ;
 - plus fondamentalement, les interventions massives des banques centrales se sont traduites par des injections très importantes de liquidité. Non seulement l'efficacité de ces politiques est sujette à débat, mais leurs conséquences en termes d'inflation et de stabilité financière sont encore mal appréhendées ;
- en second lieu, les normes comptables IFRS n'ont pas été amendées, en dépit de leur caractère procyclique reconnu et de leur effet accélérateur pendant la crise financière (cf. *supra*). Dans un contexte de crise, la *fair value*, qui entraîne une comptabilisation immédiate des pertes latentes ne prenant pas en compte le caractère réversible de ces pertes, se révèle en effet nocive. Son application est particulièrement inadaptée à des actifs à échéance long terme, peu liquides ;

ENCADRÉ 19 : L'ÉVOLUTION DES NORMES COMPTABLES AUX ÉTATS-UNIS

En parallèle de la mise en place du *Dodd-Frank Act*, certains ajustements sur les normes comptables ont été conduits, le plus remarquable est un assouplissement de la valorisation à leur valeur de marché (*fair value*) des actifs bancaires. Le *Emergency Economic Stabilization Act* de 2008 offre la possibilité pour la SEC de suspendre la *fair value* si le marché est « désordonné ou inactif ».

La SEC n'a pas suspendu la valorisation des actifs à leur valeur de marché pendant la crise, elle a en revanche, avec l'aide du *Financial Accounting Standard Board*, clarifié la notion de *fair value* lorsque les marchés sont perturbés. Dans un communiqué du 30 septembre 2008, elle précise que lorsque le marché qui régit le prix d'un instrument financier n'est plus actif, une valorisation réalisée à partir d'une estimation des gestionnaires qui prendrait en compte la vision du marché de l'espérance de revenus futurs et les primes de risque suffisantes est acceptable. Cette mesure permet aux banques de limiter leurs pertes comptables lorsque le marché accuse une baisse violente et irrationnelle.

- en troisième lieu, la question de la régulation du *Shadow Banking System*, système d'intermédiation de crédit impliquant des entités et activités extérieures au système bancaire classique, doit encore faire l'objet d'une réflexion approfondie. Principalement animé par des *hedge funds* et des conduits de titrisation, ce système a une taille estimée de 46 trillions de dollars et ses activités concernent la titrisation, le financement de projets d'investissement, etc. Pour cette raison, le *Financial Stability Board* européen a émis un livre vert avec un ensemble de questions qui devront être débattues en 2013. Il s'agira ainsi de s'interroger sur l'opportunité et la manière de le réguler ;

- **en quatrième lieu, la question centrale de la liquidité a été traitée de manière inadéquate.** En imposant aux banques des ratios de liquidités qui forcent celles-ci à réduire la taille de leur bilan et à substituer aux crédits aux entreprises de la détention de dettes d'État, le régulateur limite *de facto* le rôle de financeur de l'économie. Par ailleurs, ces ratios pourraient entraîner une concentration de l'épargne disponible dans le bilan des banques, au détriment de l'intérêt des épargnants – maturité moins longue et moindre diversification ;
- **en cinquième lieu, les évolutions en matière de supervision sont très insuffisantes aux États-Unis, alors que ce pays est incontestablement à l'origine de la crise financière ;**
- **enfin, les initiatives prises pour limiter le rôle des agences de notation n'ont pas encore permis de changements réels dans les comportements.**

L'ampleur de la crise, notamment son impact sur les finances publiques et le niveau d'emploi dans les économies développées, justifiait pleinement un renforcement significatif de la régulation financière. Ce renforcement doit cependant être agencé de manière à conforter la stabilité financière tout en assurant un financement efficace de la croissance économique. En l'état actuel, certains éléments de la régulation financière pourraient avoir des conséquences plus importantes qu'attendues.



DEUXIEME PARTIE :
**DANS UN CONTEXTE
ECONOMIQUE
DEFAVORABLE, CERTAINES
REFORMES ENTRAVERONT
LA CROISSANCE,
CONTRIBUERONT A
DIFFUSER LES RISQUES ET
DEFAVORISERONT L'EUROPE**



Si l'ampleur de la crise justifiait l'adoption de réformes ambitieuses, certains projets auront des conséquences durablement négatives sur l'activité économique, en perturbant le financement de l'économie (partie 1). Plus inquiétant, en modifiant le rôle des banques dans l'économie, ces mesures contribueront paradoxalement à diffuser les risques sans que ceux-ci ne soient totalement maîtrisés (partie 2). Enfin, l'Europe continentale sera davantage pénalisée par ces évolutions que les autres régions du monde (partie 3).

1 LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE SERA DORÉNAVANT PLUS DIFFICILE, NOTAMMENT POUR LES PME

Avant la crise, la libéralisation du secteur financier était perçue, par la majorité des économistes, comme favorable à l'investissement, à l'innovation et, *in fine*, à la croissance. Inversement, tout accroissement des contraintes était perçu comme une forme de « corsetage financier », particulièrement dommageable pour l'activité économique.

ENCADRÉ 20 : LE « CORSETAGE FINANCIER » (*FINANCIAL REPRESSION*)

Le concept de « corsetage financier » (*financial repression*) a récemment été remis à la mode par l'économiste (et ancienne conseillère du président des États-Unis) Carmen Reinhart pour caractériser l'accroissement des contraintes pesant sur le secteur financier⁴⁵.

Le corsetage financier caractérise une situation dans laquelle la puissance publique limite le fonctionnement du système financier. Il peut prendre la forme de plafonnement des taux d'intérêt, de ratios de liquidité, de ratios de solvabilité, d'encadrement du crédit, d'orientation de l'allocation de l'épargne ou de contrôle du capital des institutions financières.

À l'origine, le corsetage financier a des objectifs essentiellement budgétaires ; il s'agit en effet pour le gouvernement de bénéficier de ressources budgétaires gratuites (ou quasi-gratuites), soit en allouant des moyens financiers vers le secteur public, soit en imposant au secteur financier une taxe de seigneurage via l'immobilisation de fonds propres non rémunérés⁴⁶.

Pourtant, la théorie économique prévoit que les effets d'un renforcement de l'encadrement du secteur financier sont plus ambivalents : s'il est favorable à l'activité économique en accroissant la stabilité financière, celui-ci peut à l'inverse réduire l'investissement, et donc aussi bien la demande de court terme que la croissance potentielle (partie 1.1). Dans les faits, le durcissement en cours des normes prudentielles, et en particulier les dispositifs prévus par Bâle III, a fait l'objet de plusieurs simulations récentes. Bien qu'il soit toujours difficile d'évaluer des dispositifs n'ayant pas encore été mis en œuvre, **il convient de reconnaître que Bâle III aura à la fois des effets négatifs de court terme sur l'activité économique et de moyen terme sur la croissance potentielle** (1.2). Par ailleurs, ces effets seront renforcés en Europe par les contraintes pesant sur l'assurance, qui pénaliseront le financement de long terme de l'économie (1.3). Dans un contexte de durcissement de la fiscalité de l'épargne, **ces réformes entraveront profondément le financement de l'économie en faisant disparaître les investisseurs de long terme** (1.4).

⁴⁵ Cf. par exemple J. Kirkegaard et C. Reinhart, *The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Depression*, Peterson Institute Working Paper, 2011.

⁴⁶ En effet, les fonds propres immobilisés n'étant pas rémunérés, ils sont équivalents à une taxe implicite sur les banques du fait de l'inflation ; on parle alors de taxe de seigneurage.

1.1. UN RENFORCEMENT DES RATIOS PRUDENTIELS N'EST PAS SANS EFFET NÉGATIF SUR LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

La principale fonction d'un système financier consiste à mettre en relation, à moindre coût, les agents économiques ayant un excès d'épargne avec ceux ayant à l'inverse un besoin de financement. Il permet ainsi aux agents économiques de maximiser leur bien-être : pour les emprunteurs, il rend possible le contournement d'une absence de liquidités ; pour les prêteurs, il génère un revenu supplémentaire sous forme de primes d'intérêt. Lorsqu'il est « intermédié »⁴⁷, il permet en outre aux épargnants de mutualiser leurs risques, et plus généralement de bénéficier de l'expertise des intermédiaires financiers pour réduire les asymétries d'information avec les emprunteurs.

Schumpeter⁴⁸ a établi que le financement de l'économie, et plus généralement le bon fonctionnement du système financier, était favorable à la croissance, quelle que soit la conception que l'on retienne de celle-ci⁴⁹.

À court terme, un financement efficace de l'économie favorise en effet la demande en permettant aux entreprises et aux particuliers de s'endetter pour réaliser leurs projets d'investissements ou de consommation ; les produits de l'épargne stimulent, pour leur part, la consommation des épargnants en augmentant leurs revenus.

À moyen terme, la théorie économique enseigne également que les effets sur le potentiel de croissance de l'économie sont également positifs⁵⁰. D'une part, un fonctionnement efficace du système financier permet de réduire les coûts de financement, ce qui facilite l'augmentation du stock de capital. D'autre part, il stimule l'innovation, en améliorant en particulier la productivité du capital ; les entreprises peuvent par exemple renouveler leurs outils de production, et gagner en productivité. Il permet également le développement des projets innovants : dans le cas où il existe des intermédiaires, ceux-ci évaluent en effet à moindre coût leur potentiel d'innovation, et financent les plus prometteurs d'entre eux.

Dans ce cadre théorique, il pourrait être tentant de conclure que le renforcement des contraintes pesant sur le système financier a des implications facilement mesurables sur l'activité économique. En réalité, les liens entre croissance et système financier sont plus complexes ; le renforcement du « corsetage financier » a des effets ambivalents sur l'activité économique.

– Les effets positifs sur l'activité du « corsetage financier » : une plus grande stabilité financière, réduisant la volatilité des cycles économiques

La plus grande stabilité financière, qui doit normalement résulter d'un meilleur encadrement du secteur financier, a des effets positifs sur l'activité économique :

- à court terme, la stabilité financière réduit la volatilité du cycle économique ;
- cette moindre volatilité a également des effets de moyen terme : en facilitant les décisions d'investissement et en évitant que le stock de capital ne diminue à la suite d'une crise, elle renforce le potentiel de croissance de l'économie.

47 Dans un système intermédié, la relation entre les épargnants et les emprunteurs fait appel à des intermédiaires, comme les banques ou les assurances.

48 J. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, 1912.

49 Les économistes distinguent la croissance de court terme, qui résulte du cycle économique, du potentiel de croissance de moyen terme de l'économie (« croissance potentielle »). **La croissance de court terme** traduit la position dans le cycle économique. Déterminée par les différentes composantes de la demande (la consommation, l'investissement, la demande publique et la demande extérieure), elle peut être stimulée par les politiques macroéconomiques (politiques budgétaire et fiscale ; politique monétaire). **À moyen terme, la croissance de l'économie est déterminée par l'évolution du potentiel d'offre de l'économie**, et non plus par la demande. À partir du modèle développé par le prix Nobel d'économie Robert Solow à la fin des années 1950, le potentiel de croissance du PIB possède à moyen terme trois composantes (le taux de croissance du capital, le taux de croissance du travail et le taux de croissance de la « productivité globale des facteurs » -PGF) ; ce potentiel d'offre est principalement stimulé par des réformes structurelles.

50 Cf. par exemple M. Pagano, *Financial Markets and Growth*, 1993.

– Les effets négatifs du « corsetage financier » sur l'activité : une baisse de l'investissement

En modifiant les conditions dans lesquelles l'économie se finance, le renforcement des contraintes pesant sur le système financier peut avoir des effets négatifs sur l'activité. **En particulier, pour les intermédiaires financiers, le renforcement des exigences en matière de capital et de liquidité peut se traduire par une restriction des volumes de financement et par une modification de leur allocation :**

- pour une quantité donnée d'actifs, les institutions financières doivent détenir davantage de capital. En d'autres termes, elles doivent réduire leur effet de levier : ce *deleveraging* peut résulter :
 - d'une recapitalisation (augmentation du passif) ;
 - d'une moindre distribution de prêts (diminution de l'actif) ;
 - d'une augmentation du taux auquel elles prêtent afin, d'une part, de compenser l'augmentation du coût de leur financement et, d'autre part, de rééquilibrer leur bilan⁵¹ en éliminant les actifs à plus faibles marges.
- les normes prudentielles peuvent également orienter l'activité des institutions financières, par exemple en exigeant davantage de capital pour certains investissements ; ainsi, les institutions financières peuvent être incitées à réduire le poids des actifs risqués dans leur bilan, ou à modifier la composition de celui-ci au profit d'actifs jugés peu risqués comme le financement d'États.

– Des effets théoriquement indéterminés, mais dans les faits négatifs

Au total, les effets du renforcement des normes prudentielles sur l'activité économique sont mal appréhendés par la théorie économique ; dans les faits, cependant, la plupart des études empiriques sur les liens entre marchés financiers et croissance suggèrent qu'un système financier fortement régulé a des effets globalement négatifs sur la croissance⁵².

Toutes choses étant égales par ailleurs, avant réaction des autorités monétaires et mise en œuvre d'éventuelles réformes structurelles, le renforcement des normes prudentielles se traduit donc par un renchérissement du coût de l'intermédiation bancaire. En raison d'une substitution imparfaite entre le crédit bancaire et les autres formes de financement (les marchés financiers, en particulier les marchés obligataires), **ces contraintes se traduisent par une réduction de l'investissement ; celle-ci engendre à la fois des effets négatifs de court terme sur la demande, et des effets de long terme sur la production, sur l'emploi et sur l'innovation.**

1.2. LES SIMULATIONS DE BÂLE III SUGGÈRENT UN FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE PLUS DIFFICILE À COURT TERME ET *IN FINE* UNE BAISSÉ DE LA CROISSANCE POTENTIELLE

Si les développements précédents permettent de comprendre les enchaînements et les effets économiques d'un renforcement des normes prudentielles, ils sont insuffisants pour analyser les réformes actuelles ; **compte tenu de leur ampleur, en particulier de Bâle III, il est indispensable de disposer de simulations actualisées et aussi précises que possibles de leurs effets.** Celles-ci doivent notamment prendre en compte les effets de bord résultant de la mise en œuvre internationale conjointe de ces réformes.

Les évaluations de réformes en cours de mise en œuvre doivent toujours être interprétées avec précaution, en particulier lorsque les mesures adoptées sont d'une grande complexité. Ces études appellent généralement des réserves méthodologiques plus ou moins importantes, qui en limitent la portée. Néanmoins, elles permettent d'anticiper d'éventuels effets collatéraux de réformes, lesquelles restent justifiées par l'ampleur de la crise financière.

⁵¹ En d'autres termes, les institutions financières limitent la compression de leurs marges via une répercussion de la hausse du taux auquel elles empruntent sur le taux auquel elles prêtent.

⁵² La littérature empirique sur la relation entre le développement des marchés financiers et la croissance économique a connu un essor considérable à partir des travaux de référence des économistes Robert King et Ross Levine dans les années 1990 (R. King et R. Levine, *Finance, Entrepreneurship and Growth*, 1992, ou R. King et R. Levine, *Finance and Growth: Schumpeter might be right*, 1993). Ceux-ci établissent que le développement des marchés financiers a été corrélé, sur la période 1960-1989 et dans 80 pays, à une augmentation du PIB par tête, du taux d'accumulation du capital physique, ainsi qu'à une amélioration de la productivité du capital. En utilisant des techniques économétriques plus performantes, Peter Henry conclut pour sa part que la libéralisation des marchés boursiers affecte positivement le niveau de l'investissement privé (P. Henry, *Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?*, 2000).

Plusieurs évaluations des effets de Bâle III ont été conduites depuis 2010, en particulier par des économistes du secteur privé, de banques centrales ou de la Banque des règlements internationaux (BRI). En fonction des hypothèses retenues dans les modèles, l'amplitude des résultats peut différer ; en particulier, trois paramètres jouent un rôle important :

- les éventuelles difficultés des banques à pouvoir lever des capitaux supplémentaires ;
- l'évolution de leur rentabilité ;
- les délais de mise en œuvre de la réforme.

Toutes les études évaluant les effets des réformes prudentielles sur la croissance et la stabilité financière suscitent d'importantes réserves d'ordre méthodologique⁵³. **Tout en conservant à l'esprit ces limites méthodologiques, il apparaît que les effets macroéconomiques des réformes sont loin d'être négligeables : conformément aux enchaînements précédemment décrits, les réformes prudentielles auront d'importants effets récessifs à court terme, et pèseront à moyen terme sur l'activité.**

Selon le scénario central de l'étude de l'*Institute of International Finance* (IIF)⁵⁴, la mise en œuvre, selon son calendrier initial, de Bâle III se traduirait :

- **par une baisse du taux de croissance annuel moyen, exprimé en point de pourcentage, de 0,6 % aux États-Unis et dans la zone euro jusqu'en 2015.** Cette perte est d'autant plus problématique que la croissance devrait être faible dans les prochaines années ; **dans le cas de la zone euro, elle représentera ainsi en 2013 plus de la moitié de la croissance espérée ;**
- **dans le cas de la zone euro, la baisse du taux de croissance annuel moyen devrait être durable ;** ainsi, sur dix ans, celui-ci devrait être inférieur de 0,4 %, exprimé en point de pourcentage, par rapport à ce qu'il serait sans réforme prudentiel ;
- **après cinq années, le niveau du PIB devrait être inférieur de 2,7 % aux États-Unis, et de 3,0 % dans la zone euro**⁵⁵.

TABLEAU 5 : SIMULATIONS DE L'IMPACT DE BÂLE III SUR L'ÉCONOMIE RÉELLE (PERTES CUMULÉES À L'HORIZON 2015 ET 2020)

		Impact sur le niveau du PIB (en pt de PIB)		
		États-Unis	Zone euro	Royaume-Uni
Scénario A : scénario central	En 2015	-2,7 %	-3,0 %	-5,5 %
	En 2020	-1,1 %	-3,9 %	-0,5 %
Scénario B : les conditions de financement des banques sont « favorables »	En 2015	-1,8 %	-1,4 %	-1,5 %
	En 2020	-0,8 %	-2,9 %	0,4 %
Scénario C : la réforme est mise en œuvre de manière accélérée	En 2015	-2,7 %	-2,5 %	-3,7 %
	En 2020	-1,5 %	-4,1 %	-1,2 %

Source : IIF.

Compte tenu d'hypothèses différentes, les évaluations réalisées par les superviseurs suggèrent que les réformes auraient des effets récessifs moins marqués (cf. encadré suivant) ; il ressort néanmoins de ces études les éléments suivants :

- **même avec des hypothèses plus favorables, ces simulations montrent que Bâle III aura des effets négatifs importants sur l'activité économique,** à la fois à court terme et à long terme ;
- **une accélération du calendrier de sa mise en œuvre amplifiera les effets de la réforme par un facteur deux ;**
- **enfin, l'adoption de ratios de liquidité aura un coût macroéconomique difficile à évaluer mais généralement considéré comme significatif.**

⁵³ Laurent Quignon, *Bâle III n'aura peut-être pas les vertus de la lance d'Achille*, Conjoncture BNP-Paribas, mai-juin 2011.

⁵⁴ Institute of International Finance, *The Cumulative Impact on the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework*, septembre 2011.

⁵⁵ Pertes cumulées à l'horizon 2015.

ENCADRÉ 21 : LES ÉVALUATIONS DES EFFETS ÉCONOMIQUES DE BÂLE III RÉALISÉES PAR LES SUPERVISEURS

Les économistes de la Banque de France ont simulé, à partir des principaux modèles macroéconomiques disponibles, les effets de Bâle III en utilisant des hypothèses moins contraignantes⁵⁶. **À long terme, les effets du renforcement des normes prudentielles sont loin d'être négligeables :**

- une hausse d'un point du ratio de solvabilité se traduit par une baisse moyenne du niveau de PIB de 0,09 % ; ces effets étant linéaires⁵⁷, l'augmentation prévisionnelle du ratio, qui devrait être comprise entre un et deux points, devrait à terme amputer le PIB de près de 0,2 point ;
- le renforcement des exigences de liquidité accentue ces effets négatifs sur l'activité ; par exemple, une augmentation de 25 % du ratio liquidités/total des actifs, qui correspond aux exigences du NFSR, se traduit par une baisse du PIB de 0,08 % ;

Tableau 6 : Effets sur l'activité de long terme d'une augmentation des exigences en capital et en liquidité par rapport à la situation actuelle

Augmentation du ratio Tier One/Actif pondéré (en points)	Augmentation du ratio de liquidité (en %)	Évolution médiane de l'activité (en % de PIB)
2	0	0,20
4	0	0,33
6	0	0,50
2	25	0,25
4	25	0,42
6	25	0,59
2	50	0,33
4	50	0,50
6	50	0,65

Source : Banque de France.

- la consommation devrait également être moins importante après la réforme : les simulations suggèrent qu'une augmentation d'un point du ratio de solvabilité réduit à long terme le niveau de la consommation de - 0,09 %, et l'introduction du NFSR de - 0,03 % ;

Avec des hypothèses proches, les simulations produites par la BRI permettent de simuler les effets de court terme de Bâle III⁵⁸ :

- l'augmentation des ratios de solvabilité prévue par la réforme devrait se traduire, dans le cas où celle-ci était étalée sur huit années, par une baisse du taux de croissance de 0,03 % par an pendant la période de mise en œuvre ;
- ces effets sont particulièrement négatifs en cas d'accélération du calendrier de mise en œuvre ; par exemple, dans le cas où l'augmentation du ratio de solvabilité devait être mise en œuvre sur quatre années, la réforme se traduirait, pendant cette période, par une diminution du taux de croissance de 0,05 % par an ;
- enfin, la BRI souligne que ses estimations sont probablement un minorant de l'impact réel.

56 P. Angelini et alii, *Basel III : Long-Term Impact on Economic Performance and Fluctuations*, Document de travail n° 323, Banque de France, mars 2011.

57 En d'autres termes, toute augmentation supérieure se traduit par une baisse de l'activité dans les mêmes proportions.

58 Macroeconomic Assessment Group established by the Financial Stability Board and the Basel Committee on Banking Supervision, *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*, décembre 2010.

À l'inverse, différentes études suggèrent que Bâle III devrait avoir des effets bénéfiques sur la stabilité financière et réduire la volatilité de l'économie⁵⁹. Les économistes de la Banque de France calculent ainsi qu'une augmentation d'un point des ratios de solvabilité devrait réduire la volatilité économique d'environ 1 % ; de même, l'introduction de coussins en capital contracycliques devrait également réduire la volatilité du cycle, même si les résultats de ces simulations sont moins fiables. **Cependant, cette réduction de la volatilité n'aura que des effets marginaux sur la croissance économique :** à partir des travaux réalisés par Christian Gollier pour le groupe de travail⁶⁰, **le gain de croissance peut être estimé, pour la France, à 0,04 % par an.**

D'un point de vue microéconomique, la plupart des entreprises ne disposant pas d'un accès aux marchés de capitaux ou d'une forte capacité d'autofinancement seraient pénalisées. Pour les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI), les effets seront massifs. Selon des travaux récents de l'OCDE⁶¹, **les PME**, qui présentent des niveaux de risque plus élevés que les autres agents économiques, **devront ainsi faire face à une raréfaction du crédit et à une hausse de son coût.** Les grandes entreprises ne seront pas épargnées, en particulier pour le financement de leurs grands projets et de leurs lignes de crédit à long terme.

ENCADRÉ 22 : LES RAISONS D'UNE RARÉFACTION DU CRÉDIT POUR LES ENTREPRISES, ET PLUS SPÉCIALEMENT POUR LES PME ET ETI

Quatre facteurs permettent d'expliquer pourquoi les PME et ETI auront sans doute plus que les autres agents économiques davantage de difficultés à se financer :

1/ Le doublement des ratios de fonds propres correspondant au passage à Bâle III engendre des arbitrages dans les portefeuilles de banques, avec comme critère décisif le niveau de pondération en risque des crédits. Les PME / ETI étant généralement moins capitalisées que les grandes entreprises, leur pondération en risque est plus élevée.

2/ Les crédits aux entreprises sont fortement pénalisés par le ratio de liquidité à long terme (*Net Stable Funding Ratio*) :

- tous les crédits à plus d'un an accordés aux entreprises qui ne sont pas notées au moins AA- sont pondérés à 100 % ;
- les crédits à plus d'un an aux entreprises notées au minimum AA- sont pondérés à 85 % (par comparaison, les dettes souveraines à plus d'un an notées AA- sont pondérées à 5 %).

3/ Les PME et ETI ont un accès inégal au marché obligataire, notamment en zone euro où le marché pour le segment dit « *high yield* » est moins profond qu'aux États-Unis.

4/ La raréfaction des ressources pour les banques conduit celles-ci à une plus grande sélectivité, avec un avantage décisif pour les entreprises disposant de trésorerie élevée et d'une diversité d'activités permettant aux banques d'offrir l'ensemble des services et ainsi de mieux rentabiliser les lignes de crédits octroyées.

1.3. LES CONTRAINTES PESANT EN EUROPE SUR L'ASSURANCE PÉNALISERONT LE FINANCEMENT DE LONG TERME DE L'ÉCONOMIE

Avant même son entrée en vigueur en Europe, la directive Solvabilité II a eu des conséquences très importantes sur le financement de l'économie européenne, et sur le rôle des assureurs. En effet, les principes posés dans la directive ont d'ores-et-déjà été anticipés, et se traduisent, par exemple, par un effondrement de leurs investissements en actions : la part des portefeuilles en actions des assureurs a ainsi baissé de près de 400 Md€ lors de la dernière décennie.

⁵⁹ Cf. par exemple Banque des règlements internationaux, *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements - Final report*, décembre 2010.

⁶⁰ Ch. Gollier, *Comment traduire une réduction de la volatilité de la croissance en réduction du trend de croissance ?*, mai 2012.

⁶¹ OCDE, *Basel III and SME Lending: Thematic Focus*, in *Financing SMEs and Entrepreneurs 2012*, avril 2012.

Les effets de ces nouvelles normes prudentielles sont notamment explicités dans un récent rapport de la Cour des comptes⁶². Dans celui-ci, **la Cour s'arrête longuement sur les problématiques de l'assurance, et souligne que sa fonction de financeur de long terme de l'économie est menacée.**

1.4. LES RÉFORMES INTERVIENNENT DANS UN CONTEXTE D'ALOURDISSEMENT DE LA FISCALITÉ DE L'ÉPARGNE QUI DEVRAIT ACCÉLÉRER LA DISPARITION DES INVESTISSEURS DE LONG TERME

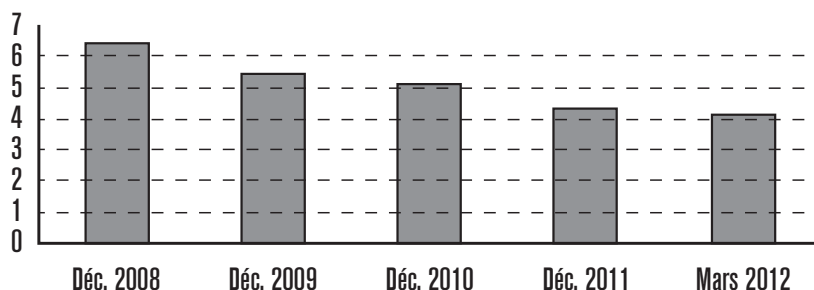
Ces évolutions prudentielles interviennent dans un contexte de consolidation budgétaire qui se traduit, en particulier en France, par un durcissement très significatif de la fiscalité de l'épargne. La dernière campagne présidentielle française a ainsi révélé l'existence d'un certain consensus en faveur d'un alignement de la fiscalité du travail et des revenus de l'épargne, lequel était presque réalisé depuis la fin de l'année 2011⁶³. Les nouvelles hausses de prélèvements sociaux intervenus depuis et le projet de loi de finances pour 2013 ont achevé, et même dépassé dans certains cas, cet objectif.

Ce consensus mérite d'être débattu. D'une part, l'épargne est un résidu qui a déjà été taxé, soit au sein de l'entreprise, soit au niveau du revenu des ménages. D'autre part, la fiscalité de l'épargne est particulièrement « distorsive », c'est-à-dire qu'elle entraîne des inefficiences économiques en biaisant les décisions des agents économiques⁶⁴. Si l'analyse économique suggère que la fiscalité est toujours « distorsive », **des travaux récents de l'OCDE⁶⁵ montrent que ces distorsions sont particulièrement importantes en cas de taxation de l'épargne et, plus généralement, du capital. Il est en effet problématique de taxer les revenus de l'épargne à un niveau élevé :**

- dans une économie ouverte comme la France, où la croissance du PIB et donc le rendement du capital sont faibles, on peut s'attendre à une fuite des capitaux (même si son ampleur reste à déterminer) ;
- cette taxation réduit les investissements et décourage l'entrepreneuriat : elle se traduit par une diminution globale de l'épargne et par un moindre financement des projets risqués (en particulier les entreprises en amorçage ou les très petites entreprises).

Dans ce contexte, le nombre d'épargnants individuels devrait continuer à diminuer ; en France, il a d'ores-et-déjà baissé de 2,3 millions entre décembre 2008 et mars 2012, ce qui témoigne d'un très fort accroissement de l'aversion au risque. **Le renforcement du poids de la fiscalité accentuera donc les difficultés de financement de l'économie, en achevant de décourager les épargnants d'investir à long terme et sur des actifs risqués comme les actions.**

GRAPHIQUE 7 : ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ACTIONNAIRES INDIVIDUELS EN FRANCE (MILLIONS D'ACTIONNAIRES, HORS ACTIONNARIAT SALARIÉ)



Source : TNS Sofres.

62 Cour des comptes, *L'État et le financement de l'économie*, juillet 2012.

63 *Compte tenu de prélèvements sociaux à 13,5 %, le prélèvement forfaitaire libérateur (PFL) porté à 24 % pour les intérêts reste avantageux pour les contribuables imposés au-dessus de la tranche de 30 % à l'impôt sur le revenu des personnes physiques –IRPP- (gain de rendement net de l'ordre de 0,2 point). Le PFL à 21 % pour les dividendes est à peu près équivalent au barème de l'IRPP (mais un PFL à 24 % rend en revanche l'option du PFL désavantageuse par rapport au barème).*

64 *Par exemple, la fiscalité biaise les décisions en matière de consommation, d'investissement et d'épargne ; ces biais aboutissent à une perte de bien-être.*

65 OCDE, *Tax and Economic Growth*, Economics Department Working Paper n° 620, juillet 2008.

2 DANS LE SYSTÈME FINANCIER QUI SE DESSINE, LE RÔLE DES BANQUES SERA TRANSFORMÉ SANS GARANTIE D'UNE MEILLEURE MAÎTRISE DES RISQUES

Ces évolutions prudentielles vont profondément modifier le rôle des banques dans l'économie (partie 2.1). De manière tout à fait paradoxale, elles affaibliront la maîtrise de la gestion du risque, en accroissant le rôle du *Shadow Banking* (2.2). Par ailleurs, l'encouragement à détenir des titres souverains pourraient *in fine* se révéler coûteux dans le cas où la crise des dettes souveraines s'accroîtrait (2.3).

2.1. LE RÔLE DES BANQUES DANS L'ÉCONOMIE DEVRA ÉVOLUER

Au-delà des effets sur l'activité, l'évolution des normes prudentielles devrait également modifier en profondeur le rôle des banques dans l'économie.

De manière synthétique, le rôle des banques dans l'économie comporte quatre fonctions essentielles :

- **l'intermédiation de bilan** : les banques offrent des services de collecte des dépôts de la clientèle et octroient en contrepartie des crédits bancaires aux ménages et sociétés non financières. Ce processus permet, lorsqu'il est efficace, de ne financer que les projets économiquement viables ;
- **la transformation financière** : les banques collectent des dépôts et ressources à relativement court terme (auprès de leurs clients et sur les marchés interbancaires) et prêtent à plus long terme aux ménages et sociétés non financières pour leur permettre d'investir. Ce processus de transformation de la liquidité est une fonction essentielle du système bancaire. Les banques sont actuellement les seuls agents économiques à allonger les maturités des ressources qui leur sont confiées⁶⁶. La transformation financière implique que les déposants aient confiance dans la solidité de la banque ;
- **la gestion des risques** : quatre modalités de gestion du risque par les banques peuvent être distinguées :
 - › un premier niveau consiste à sélectionner les risques à financer ;
 - › un second niveau résulte de la mutualisation des risques qui permet dans une certaine mesure une compensation « naturelle » ;
 - › un troisième niveau provient de la construction de portefeuilles diversifiés évitant une corrélation trop importante des risques ;
 - › enfin, un quatrième niveau consiste à couvrir certains risques, transférant de ce fait et en général *a posteriori*, à d'autres agents financiers ou non financiers, les risques résiduels.
- **l'accompagnement des clients dans leurs activités courantes et leur développement** : les banques fournissent des activités de conseil, de gestion des flux de trésorerie, de financement des opérations commerciales (affacturation, financement à l'export,...), et proposent des solutions de couverture aux clients, notamment les entreprises qui ne souhaitent pas être exposées à des risques non liés à leur cœur de métier (risque de taux, de change, de matières premières).

⁶⁶ Sur la base des encours en zone euro en milliards d'euros au T4 2010, les institutions financières et monétaires ont créé 10 700 Md€ de ressources à long terme. Les institutions financières et monétaires ont collecté 31 629 Md€ dont 23 046 à court terme et 8 583 à long terme. Ces ressources ont été redéployées à hauteur de 13 212 Md€ à court terme et 19 320 Md€ à long terme. Les autres agents financiers (compagnies d'assurance, fonds de pension et autres intermédiaires financiers collectent à plus long terme pour investir à plus court terme) (Source: BCE, BNP Paribas, dans Conjoncture Mai 2011, Bâle III n'aura peut-être pas les vertus de la lance d'Achille, L. Quignon).

L'application de la nouvelle régulation bancaire, et notamment de Bâle III, fera évoluer en profondeur les fonctions essentielles décrites succinctement ci-dessus. Au-delà de l'industrie bancaire elle-même, les effets sur les PME et les ETI⁶⁷, qui sont les plus dépendantes des banques pour leur financement, devraient être les plus importants.

En premier lieu, les fonctions de financement et de gestion des risques seront durablement contraintes par l'augmentation du ratio de solvabilité et la limitation de l'effet de levier financier. **L'application de Bâle III devrait conduire les banques à sortir une partie des crédits, plutôt à long terme et risqués, de leurs bilans vers d'autres agents économiques** (fonds d'investissement, gestionnaires d'actifs, clients particuliers – cf. encadré suivant).

ENCADRÉ 23 : LES EFFETS DE BÂLE III SUR LA FONCTION DE FINANCEMENT

Le respect des ratios de solvabilité et de levier financier pourrait poser des difficultés aux banques :

- leurs niveaux actuels de valorisation rendent particulièrement coûteux le renforcement des fonds propres par augmentation de capital; il pourrait donc être peu utilisé en pratique ;
- l'augmentation de fonds propres par incorporation du résultat net est également délicate : la compression des marges bancaires limite la capacité bénéficiaire de l'industrie financière, même si la limitation des dividendes versés (et parfois leur non versement) a permis aux banques d'utiliser ce levier ;
- la réduction des besoins en fonds propres par diminution de la taille de bilan et rééquilibrage sur les actifs les moins consommateurs de fonds propres ; ce levier est actuellement pleinement utilisé, notamment par les banques européennes.

Dans ce contexte, on peut s'attendre à une contraction des crédits, en particulier ceux qui consomment le plus de fonds propres, en général les crédits aux entreprises mal notées ou non suivies par les agences de notation, c'est-à-dire majoritairement les PME et les ETI. L'enjeu est de taille puisque ces entreprises représentent, au sein de l'Union européenne, plus des deux tiers de l'emploi et 60 % de la valeur ajoutée⁶⁸.

À l'inverse, les grandes entreprises bien notées devraient garder une marge de manœuvre substantielle en faisant jouer la concurrence entre le crédit bancaire et le financement obligataire.

En second lieu, les ratios de liquidité pourraient ont déjà commencé à réduire la fonction de transformation des banques :

- le volume des prêts de long terme aux entreprises et aux particuliers sera réduit. En effet, les ratios LCR et NSFR incitent les banques à augmenter leur détention de titres souverains aux dépens de la dette privée, dont la liquidité est plus faible. Les prêts de long terme aux entreprises – la composante la moins liquide de la dette privée – seront particulièrement défavorisés. La maturité moyenne des crédits au secteur privé, ainsi que le degré de diversification du risque dans le bilan des banques, diminuera donc. Il en résultera une diminution de l'horizon de financement des agents économiques, avec à la clé un risque de refinancement accru pour les entreprises et une capacité d'emprunt réduite pour les particuliers⁶⁹ ;

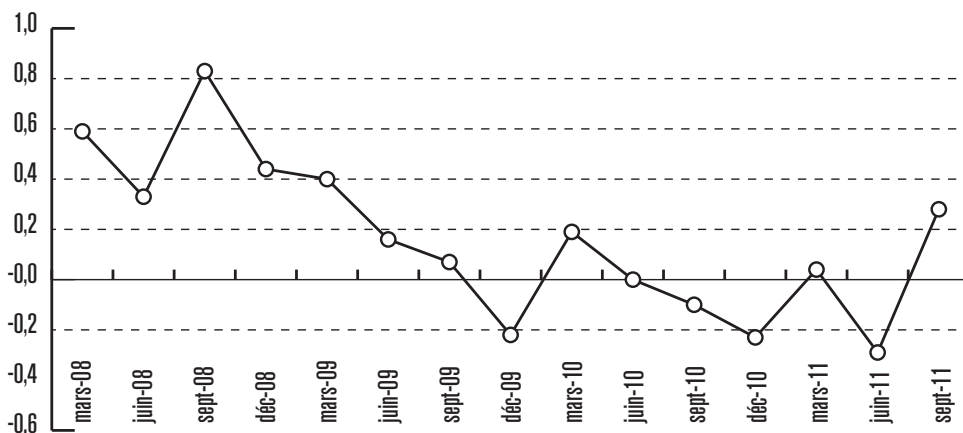
⁶⁷ Pour l'INSEE, une petite ou moyenne entreprise (PME) est une entreprise qui occupe moins de 250 personnes, et qui a un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 M€ ou un total de bilan n'excédant pas 43 M€. Une entreprise de taille intermédiaire (ETI) est une entreprise qui a entre 250 et 4 999 salariés, et soit un chiffre d'affaires n'excédant pas 1,5 Md€ soit un total de bilan n'excédant pas 2 Md€. Une entreprise qui a moins de 250 salariés, mais plus de 50 M€ de chiffre d'affaires et plus de 43 M€ de total de bilan est aussi considérée comme une ETI.

⁶⁸ Commission européenne, *Opportunities for the Internationalisation of European SMEs*, 2011.

⁶⁹ La durée moyenne des crédits immobiliers devrait donc continuer à diminuer.

- les dépôts bancaires des clients seront moins liquides ou moins rémunérés. La nécessité pour les banques de disposer de ressources qualifiées de stables dans Bâle III conduit en effet celles-ci à exiger de leurs clients, d'une part, davantage de volume de dépôts et, d'autre part, à flécher ces ressources vers des instruments spécifiques :
 - soit des dépôts à terme de maturité plus longue que les besoins habituels des clients, impliquant pour ces derniers une gestion plus précise des besoins de trésorerie ;
 - soit des dépôts à vue, généralement faiblement rémunérés.
- l'instauration des ratios de liquidité entraînera une hausse des coûts de refinancement pour les banques (moindre part du financement interbancaire, maturité plus longue des ressources, compétition sur les dépôts). Les banques chercheront alors à atténuer la compression des marges nettes d'intérêts en augmentant le coût des crédits. Ce phénomène de *repricing* sera facilité par la diminution globale de l'offre de crédits (toutes les banques européennes étant soumises à la même régulation). Les grandes entreprises et les établissements les mieux notés pourront disposer d'alternatives en privilégiant un financement obligataire, ce qui ne devrait pas être le cas pour les PME – sauf à envisager le développement de plateformes d'émissions obligataires plus particulièrement destinées aux PME.

GRAPHIQUE 8 : LES MARGES DE CRÉDIT AUX PME EN FRANCE



Source : Banque de France.

En troisième et dernier lieu, l'accompagnement des clients pourrait évoluer pour certaines activités bancaires :

- les activités de conseil de la banque d'investissement (fusion-acquisition, émission de capital, ...) ne devraient pas être fondamentalement modifiées ;
- les activités de gestion de flux de trésorerie ont pour leur part un effet favorable sur les ratios de liquidité et ne consomment pas de fonds propres ; elles devraient donc être davantage privilégiées par les banques, ce qui se traduirait par un surplus de concurrence bénéfique aux entreprises (réduction du coût des services, innovation) ;
- les activités de support aux opérations courantes (financement à l'export, garanties, ...) devraient être impactées par les ratios de liquidité, la limitation de l'effet de levier et la raréfaction des crédits bancaires transfrontaliers ; il est vraisemblable que les banques cherchent à restaurer l'attractivité de ces métiers en augmentant significativement leurs prix. Dans ce contexte, certaines entreprises pourraient choisir de porter davantage de risques et/ou de dégrader leur besoin en fonds de roulement ;
- enfin, les activités de marché de capitaux seraient diversement impactées selon la nature des produits :
 - pour la plupart des produits simples (couverture de taux ou de change), les nouvelles règles de pondération pourraient conduire à une hausse de la consommation de fonds propres ; celle-ci pourrait être atténuée par le recours à une chambre de compensation. La transparence accrue sur les prix et la concentration du secteur autour de quelques acteurs bénéficiant de plateformes de *trading* électroniques devraient contribuer à une baisse des prix des couvertures pour les entreprises ;

- pour les couvertures sur matières premières, l'absence de standardisation des produits limiterait en l'état actuel la possibilité de recourir à une chambre de compensation. Par conséquent, les banques devraient tenter de restaurer leurs marges sur ces produits, et le secteur pourrait connaître une concentration rapide ;
- pour les produits structurés, l'impact massif de la régulation combiné avec l'impossibilité d'utiliser des chambres de compensation devrait conduire à une réduction rapide de ces activités dans les banques. Ces produits pourraient être proposés par un nombre restreint d'acteurs, disposant d'excellentes capacités de gestion des risques et des excédents de fonds propres. La réduction de l'offre et la concentration sur les acteurs les plus avertis devraient conduire à une forte hausse des marges sur ces produits. Il est également vraisemblable que les leaders de marché sur ces segments seront des acteurs non soumis aux règles Bâle III.

ENCADRÉ 24 : IMPLICATIONS DES NOUVELLES RÉGULATIONS SUR LES MÉTIERS BANCAIRES

Dans une étude récente, le BCG détaille les implications stratégiques de Bâle III sur les différents métiers de la banque :

- **activités d'investissement** : les activités de conseil ne sont pas touchées, l'augmentation des émissions d'obligations conduit par ailleurs à une hausse des volumes d'activité avec des marges attendues stables ou en baisse ;
- **activités de marché** : les produits les plus touchés sont les produits structurés ce qui devrait conduire à un mouvement de consolidation sur ce marché, certaines activités comme les titrisations complexes sont arrêtées dans la majorité des banques. Les produits de flux sont moins impactés en raison de risques de marché et de contrepartie plus faibles ;
- **activités commerciales** : l'augmentation des coûts de financement des banques conduit à une hausse des prix des crédits et un resserrement des conditions d'attribution. Ces tensions sur le marché des crédits conduisent à une baisse des volumes principalement due aux grandes entreprises qui se financent à moindre coût sur les marchés obligataires et aux petites entreprises qui ont recours au financement privé ;
- **activités de détail** : les difficultés de financement des banques ont pour conséquence une augmentation du prix des lignes de crédit (consommation et immobilier) ; les dépôts sont très recherchés pour le financement qu'ils procurent plus que par les revenus qu'ils pourraient générer.

Source : The Boston Consulting Group, *Basel III Benchmark Survey 2011: Strategic Implications of the New Regulations*, octobre 2011.

2.2. PARADOXALEMENT, LA MAÎTRISE DE LA GESTION DU RISQUE SERA PLUS ALÉATOIRE

Les effets combinés des nouvelles régulations devraient donc conduire simultanément à :

- **accroître la part des financements désintermédiés** : les entreprises se tourneraient vers des sources alternatives de financement (émissions obligataires, placements privés) ;
- **transférer les risques les plus complexes vers le système bancaire parallèle** : les acteurs non régulés tels que les fonds spéculatifs bénéficieraient d'un avantage compétitif ;
- **faire supporter aux clients une part accrue des risques et des surcoûts (repricing)**.

Au final, le risque systémique pourrait désormais provenir du système bancaire parallèle.

ENCADRÉ 25 : LE SYSTÈME BANCAIRE PARALLÈLE

Le Conseil de stabilité financière (CSF) définit le système bancaire parallèle comme étant « le système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire classique ». Dans son livre vert consacré au sujet, la Commission européenne propose une définition des entités et activités constitutives du système bancaire parallèle :

- entités *ad hoc* qui réalisent des opérations de transformation de liquidité ou d'échéance, par exemple les véhicules de titrisation comme les conduits ABCP, les véhicules d'investissement spéciaux et autres véhicules *ad hoc* ;
- fonds monétaires et autres types de fonds ou produits d'investissement qui présentent des caractéristiques de dépôt, ce qui les rend vulnérables aux désengagements massifs ;
- fonds d'investissement, y compris les ETF (*Exchange Traded Funds*), qui procurent des crédits ou utilisent le levier ;
- sociétés de financement et entités spécialisées dans les titres qui fournissent des crédits ou des garanties de crédit, ou réalisent des opérations de transformation de liquidité ou d'échéance, sans être réglementées comme les banques ;
- entreprises d'assurance et de réassurance qui émettent ou garantissent des produits de crédit ;
- activités de titrisation ;
- activités de prêts de titres et opérations de pension.

Le système bancaire parallèle assure, selon la Commission européenne, quatre fonctions principales :

- offrir à l'économie réelle un mode de financement alternatif pouvant s'avérer utile en période de mauvais fonctionnement du système bancaire traditionnel et des marchés ;
- affecter avec plus d'efficacité les ressources à des besoins spécifiques du fait d'une plus grande spécialisation ;
- offrir une alternative aux dépôts bancaires ;
- constituer une possibilité de diversification des risques par rapport au système bancaire.

Ces activités étant souvent étroitement liées avec le secteur bancaire traditionnel, des transferts de risque et des effets de contagion peuvent apparaître, notamment via les emprunts directs au système bancaire traditionnel et les ventes massives d'actifs avec les répercussions qu'elles entraînent sur les prix des actifs réels et financiers.

Source : Commission européenne, Livre vert sur le système bancaire parallèle, 19 mars 2012.

La Commission européenne⁷⁰ estime, s'appuyant sur une étude du CSF, que la taille du système bancaire parallèle a plus que doublé dans le monde entre 2002 et 2010, avec des encours progressant de 21 000 Md€ à 46 000 Md€ environ ; ces encours représenteraient ainsi environ 25 à 30 % de l'ensemble du système financier, la moitié des actifs des banques ou encore approximativement une année de PIB mondial.

Le déplacement d'une partie des activités bancaires traditionnelles vers le système bancaire parallèle réduit la visibilité du superviseur sur les activités financières. Cette partie du système financier mondial est en effet peu régulée, alors que sa taille et son imbrication avec le système bancaire traditionnel impliquent que les risques qu'il supporte peuvent être de nature systémique⁷¹.

⁷⁰ Livre vert sur le système bancaire parallèle, Commission européenne, 19 mars 2012.

⁷¹ Il existe au moins cinq raisons qui devraient conduire à une réflexion poussée sur les actions à entreprendre pour contenir les éventuels risques sur la croissance économique :

- la taille actuelle de ce segment de marché ;
- les nouvelles perspectives de son développement du fait de Bâle III (cf. infra) ;
- le niveau de levier financier et la position de liquidité des acteurs concernés ;
- les garanties publiques qui peuvent dans certains cas être mises en cause ;
- l'exposition directe des ménages au risque de défaut sur ce segment de marché via les OPCVM, les compagnies d'assurance-vie et les fonds de pension.

Le déplacement annoncé d'une partie des activités bancaires traditionnelles vers le système bancaire parallèle devrait profondément transformer la répartition des risques, conduisant à :

- une moindre exposition au risque des banques (*de-risking*) ;
- une augmentation du levier financier en dehors de la sphère bancaire (sauf contraction du crédit ou forte augmentation de l'épargne) ;
- une exposition des ménages à la performance financière des titres sortis des bilans bancaires ;
- éventuellement une mise en jeu de garanties publiques si le choix est fait de converger vers le modèle américain de refinancement des prêts hypothécaires.

Le souvenir du rôle de la titrisation dans la crise américaine de 2007, et l'absence d'éléments démontrant la supériorité de ce modèle de financement, devraient *a minima* inviter à une certaine prudence.

2.3. L'ENCOURAGEMENT À DÉTENIR DES TITRES SOUVERAINS POURRAIT IN FINE SE RÉVÉLER COÛTEUX DANS LE CAS OÙ LA CRISE DES DETTES SOUVERAINES S'ACCENTUERAIT

Enfin, il apparaît paradoxal de vouloir renforcer la stabilité financière en encourageant les institutions financières et les assureurs à détenir des titres souverains.

Dans un contexte de crise des dettes souveraines, une telle orientation est en effet potentiellement très risquée, car elle expose les institutions financières et les assureurs à des pertes massives en cas de dégradation de la situation macroéconomique ou de défaut d'un souverain. Ce risque semble d'ailleurs avoir été perçu par les gouvernements qui ont annoncé, lors du G20 de Los Cobos les 18 et 19 juin 2012, vouloir rompre les liens entre la crise bancaire et la crise des dettes souveraines.

L'EUROPE CONTINENTALE SERA DAVANTAGE PÉNALISÉE PAR CES ÉVOLUTIONS QUE LES AUTRES RÉGIONS DU MONDE

Les modalités de financement des économies n'étant pas les mêmes en Europe continentale et dans les pays anglo-saxons (partie 3.1), l'Europe sera davantage pénalisée que les autres régions du monde par ces évolutions. En outre, la directive Solvabilité II pénalisera également en Europe les modalités de financement en capital (3.2). En revanche, les pays anglo-saxons font preuve d'une grande souplesse dans leurs modalités d'application du cadre réglementaire et comptable (3.3) ; pour leur part, les pays asiatiques ne sont que marginalement impactés par ces évolutions (3.4).

3.1. LES MODALITÉS DE FINANCEMENT DES ÉCONOMIES NE SONT PAS LES MÊMES EN EUROPE CONTINENTALE ET DANS LES PAYS ANGLO-SAXONS

L'examen des statistiques des banques centrales montre que les modalités de financement de l'économie apparaissent très différentes entre l'Europe et les États-Unis⁷². Le financement de l'économie américaine est en particulier beaucoup plus dépendant aux marchés financiers, au *Shadow Banking* et à l'épargne individuelle des ménages, collectée notamment via les fonds de pension.

⁷² Céline Choulet, *L'intermédiation du crédit aux États-Unis, Conjoncture BNP-Paribas, mai 2012.*

Les États-Unis ont progressivement connu, à partir des années 1970, une transformation de leur paysage financier selon un modèle « *originate to distribute* », fondé sur la titrisation. Dans ce modèle, les banques n'ont plus vocation à détenir dans leur bilan les prêts qu'elles ont initiés ; il se traduit à la fois par un développement marqué des marchés actions et obligataires, et par un recours important des banques à la titrisation afin d'alléger leur bilan. Ainsi, les acteurs non bancaires américains, qui représentaient à la fin de l'année 2011 près de 38 % des actifs du secteur financier, ont un poids excédant sensiblement celui des banques (27 %).

À l'inverse, la zone euro reste marquée par le modèle « *originate to hold* », dans lequel les financements aux entreprises et aux ménages restent massivement intermédiés par les bilans bancaires ; les établissements bancaires détiennent près de 51 % des actifs financiers, contre 27 % pour les autres acteurs financiers (dont 4 % seulement pour les organismes de titrisation).

TABLEAU 7 : STRUCTURES DES SYSTÈMES FINANCIERS DES ÉTATS-UNIS ET DE LA ZONE EURO (DÉCEMBRE 2011)

	États-Unis		Zone euro	
	Actifs financiers (Md\$, décembre 2011)	% des actifs financiers du secteur financier	Actifs financiers (Md€, décembre 2011)	% des actifs financiers du secteur financier
Institutions financières monétaires (IFM)	23 264	35 %	34 231	61 %
Banque centrale	2 947	4 %	4 692	8 %
Banques	17 674	27 %	28 518	51 %
Money Market Mutual Funds	2 643	4 %	-	-
OPCVM monétaires	-	-	1 021	2 %
Sociétés d'assurance et fonds de pension	17 177	26 %	6 726	12 %
Société d'assurance	6 740	10 %	5 319	9 %
Fonds de pension	10 438	16 %	1 407	3 %
Autres intermédiaires financiers (OFI)	25 162	38 %	15 272	27 %
Fonds d'investissement	9 228	14 %	5 982	11 %
Émetteurs d'ABS et GSE	9 836	15 %	-	-
Véhicules de titrisation	-	-	2 277	4 %
Autres	6 098	9 %	7 013	12 %

Source : FED, BCE, BNP Paribas.

Dans ce cadre, l'intermédiation des financements est largement le fait d'entités n'appartenant pas à la sphère bancaire régulée. **Ainsi, les banques américaines régulées porteraient à leur bilan près de 40 % des prêts aux ménages et aux sociétés non financières, contre plus de 85 % en zone euro ;** les entités relevant, pour une large part, du *Shadow Banking* en détiendraient pour leur part plus de 50 %.

TABLEAU 8 : VENTILATION DES PRÊTS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES (DÉCEMBRE 2011)

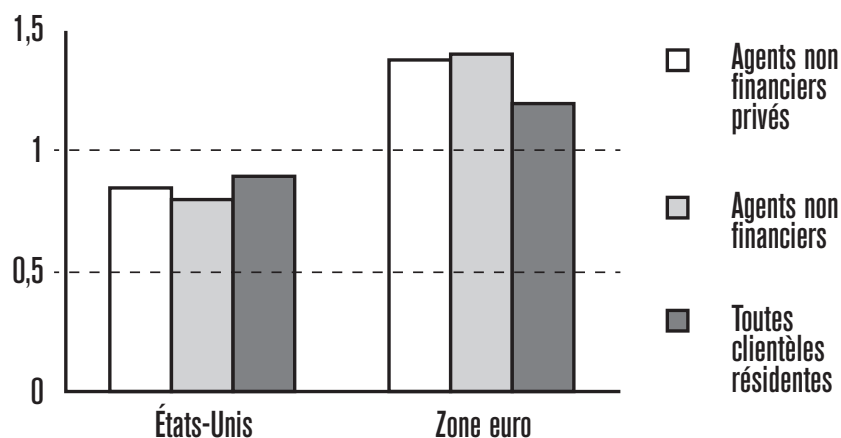
	Prêts des institutions financières résidentes		Prêts à l'actif des banques		Prêts à l'actif des autres intermédiaires financiers ⁷³
	États-Unis	Zone euro	États-Unis	Zone euro	États-Unis
Prêts aux ménages et aux entrepreneurs individuels (EI)	100 %	100 %	41 %	87 %	57 %
Prêts aux sociétés non financières privées	100 %	100 %	48 %	83 %	47 %
Prêts aux agents non financiers privés	100 %	100 %	42 %	85 %	56 %

Source : FED, BCE, BNP Paribas.

⁷³ GSE, émetteurs d'ABS, Finance companies, Mutual Funds, brokers and dealers, etc.

Cette différence de modèle n'est pas sans effet. L'utilisation massive de la titrisation permet aux banques américaines de s'appuyer sur une base de dépôt plus confortable ; le modèle « *originate to distribute* » permet ainsi aux banques américaines de bénéficier d'un ratio crédits sur dépôts (ratio *Loan to Deposits*) plus favorable qu'en zone euro (cf. graphique suivant).

GRAPHIQUE 9 : RATIO CRÉDITS/DÉPÔTS DANS LES BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES (DÉCEMBRE 2011)



Source : FED, BCE, BNP Paribas.

Ces dépôts relativement plus importants permettent aux banques américaines d'être moins dépendantes des financements interbancaires, mais également d'être moins contraintes par les nouvelles règles de liquidité prévues par Bâle III (cf. supra).

3.2. LA DIRECTIVE SOLVABILITÉ II PÉNALISERA ÉGALEMENT LES MODALITÉS DE FINANCEMENT EN CAPITAL EN EUROPE

Concernant le marché du financement en capital, l'impact de Solvabilité II pourrait priver l'Europe d'une source de financement importante. En introduisant une charge en capital pour les assureurs qui possèdent des parts de capital d'autres entreprises, **la directive accentue en effet la réduction de l'appétit des assureurs pour cette classe d'actifs :**

- à peine 5 % à 10 % des encours de l'assurance-vie, selon les estimations et les variations de cours, étaient investis en actions ces trois dernières années ;
- pour le *Private Equity*, le coût en capital est particulièrement élevé (49 %).

Dans un contexte où les banques se désengagent également des activités de capital-investissement et les actionnaires individuels se détournent de la bourse, l'accès au financement en capital pourrait être durablement contraint en Europe.

3.3. LES PAYS ANGLO-SAXONS ADAPTENT DE MANIÈRE SOUPLE LES CADRES RÉGLEMENTAIRES ET COMPTABLES

Alors qu'en Europe la mise en œuvre de réformes prudentielles est bien avancée (cf. supra), la situation est plus complexe aux États-Unis.

En premier lieu, la transposition en droit américain des principes fixés par le comité de Bâle n'a, historiquement, jamais été satisfaisante. À titre d'exemple, seuls les plus grands établissements bancaires américains, soit moins de vingt établissements sur plus de 6 000, étaient jusqu'à présent soumis à Bâle II. Dans la mise en œuvre de Bâle III, les États-Unis ont ainsi pris un retard important, laissant craindre une non-application de la réforme. **L'adoption à l'unanimité par le conseil des gouverneurs de la FED de trois projets de règles, le 7 juin 2012, apparaît néanmoins très encourageante.** Proposés conjointement avec la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) et l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), ces trois projets visent à transposer les normes de Bâle III en droit américain :

- le premier projet prévoit que les ratios de capital, le *leverage ratio* ainsi que les *capital buffers* s'appliqueront à tous les établissements bancaires, en respectant le calendrier prévu par Bâle III (la FED prévoit que ces dispositions entreront en vigueur progressivement à partir du 1er janvier 2013, pour être totalement en place six ans plus tard). **En revanche, les ratios de liquidité ne sont pas évoqués, ce qui renforce l'impression d'une non-mise en œuvre de ceux-ci aux États-Unis ;**
- le deuxième porte sur le passage à « l'approche standard » de Bâle 2.5⁷⁴ pour le calcul des *Risk-weighted Assets* (il entrerait en vigueur au 1er janvier 2015, voire plus tôt, indique la FED) ;
- le troisième projet renforce l'évaluation du risque de contrepartie via « l'approche avancée ». Il s'appliquerait seulement aux plus grandes banques, d'envergure internationale. La FED ne précise pas la date à laquelle cette réglementation commencerait à s'appliquer.

Si ces projets traduisent un progrès considérable des États-Unis en matière de convergence vers les normes prudentielles internationales, il conviendra d'être attentif à l'effectivité de leur mise en œuvre.

En second lieu, la mise en œuvre du *Dodd-Frank Act* présente également certaines limites, même s'il est trop tôt pour évaluer sa mise en œuvre (cf. partie 1 supra) :

- les négociations ont introduit dans le texte de nombreux assouplissements par rapport à la version initiale adoptée par le Sénat ;
- **de nombreuses exemptions prévues par le texte pourraient, à terme, favoriser les pratiques d'arbitrage.** Ainsi, à la différence des grandes banques, les établissements de taille plus petite échappent à la plupart des contraintes introduites par la réforme ;
- la promulgation de la loi appelait une masse considérable d'études de faisabilité à réaliser (67) et de très nombreuses règles d'application à rédiger (243). **Le fait d'avoir opté pour une loi cadre unique, à l'inverse de l'Union européenne, implique mécaniquement l'élaboration de nombreux textes d'application, ce qui retarde de plusieurs années l'entrée en vigueur du texte.** Au 1^{er} mai 2012, soit presque deux ans après la signature du *Dodd-Frank Act*, seulement 60 % des règles d'application ont été rédigées, et plus du tiers des règles connaissent un retard d'application par rapport à la date initialement fixée par le Congrès.

Au total, la portée réelle de ces réformes dépendra surtout des modalités de mise en œuvre qui seront choisies par les régulateurs. À cet égard, l'absence de simplification institutionnelle et le maintien d'un système de régulation très fragmenté représentent un facteur supplémentaire de risque.

3.4. LE PANORAMA RÉGLEMENTAIRE EN ASIE RESTE FRAGMENTÉ ET GLOBALEMENT MOINS CONTRAIGNANT

En Asie, les régulateurs nationaux des principales places financières ont annoncé un calendrier de mise en application de Bâle III ; cependant, la transformation du secteur bancaire devrait être moins importante que pour les autres régions du monde.

En effet, les banques asiatiques ont en général des ratios de capitalisation et de liquidité élevés du fait de leurs fortes réserves de dépôts et de la prédominance de leurs activités de banque traditionnelle. La relative proximité du système bancaire japonais avec les systèmes occidentaux conduit le Japon à être le pays d'Asie le plus impacté par le nouveau cadre réglementaire. D'après une étude du BCG⁷⁵, **le Japon représente à lui seul 80 % des besoins en capitaux consécutifs à l'application de Bâle III de la région.**

⁷⁴ Adopté en 2009, ce cadre doit compléter l'ensemble de Bâle II (2004) en renforçant la mesure des risques liés aux opérations de titrisation et aux portefeuilles de négociation des banques.

⁷⁵ BCG, *Facing New Realities in Global Banking*, BCG risk report 2011.

ENCADRÉ 26 : SPÉCIFICITÉS DES PAYS ASIATIQUES EN MATIÈRE DE PRODUITS DÉRIVÉS

Les principales places financières asiatiques prévoient en général d'appliquer les recommandations du comité de Bâle avec des calendriers proches de ceux de l'Europe.

Certaines spécificités par pays, principalement sur les produits dérivés, apparaissent cependant :

- **en Chine**, le ratio de capitalisation utilisé est un ratio d'adéquation des fonds propres (*Capital Adequacy ratio*) défini comme le rapport des fonds propres sur le montant des actifs pondérés par le risque. La Chine impose par ailleurs un ratio minimum d'effet de levier d'un point supérieur à celui recommandé par Bâle III. Les autorités chinoises demandent en plus aux banques de provisionner au minimum 2,5 % des crédits octroyés. Sur les produits dérivés, une nouvelle réglementation a été introduite en janvier 2011 avec un système à deux niveaux : les produits de couverture et les autres. Chacun de ces deux niveaux nécessite l'obtention d'une licence des autorités chinoises pour opérer sur les marchés. Les activités qui ne correspondent pas à des opérations de couverture sont très réglementées, le capital alloué aux risques de marché correspondant à ces activités ne peut pas dépasser 3 % des fonds propres. Cette règle est une véritable barrière à l'entrée pour les banques étrangères dont les succursales sont souvent peu capitalisées ;
- à **Hong - Kong**, les opérations de produits dérivés standardisés doivent être réalisées sur des plateformes de négociation ouvertes. Le régulateur impose en plus de reporter toutes les opérations de dérivés dans un registre de commerce. Comme en Chine, il n'est pas nécessaire de demander un collatéral à la contrepartie pour les produits dérivés ne passant pas par des chambres de compensation ;
- au **Japon**, la nouvelle réglementation sur les produits dérivés oblige aussi de réaliser toutes les opérations sur produits dérivés standardisés via des plateformes de négociation ouvertes ;
- l'objectif des autorités de **Singapour** d'attirer de l'activité sur leur territoire les amène à réguler moins strictement les activités de produits dérivés (il n'y a ainsi pas d'obligation de réaliser les opérations sur des plateformes de négociation ouvertes). Singapour explore aussi la possibilité de diminuer le coût des transactions et de limiter les dépôts de marge (« *margin posting* ») sur les produits dérivés.

Source : BCG, Facing new realities in global banking, BCG risk report 2011.

Au total, les pays asiatiques souhaitent que les normes prudentielles internationales convergent, en particulier pour la définition du capital réglementaire et les ratios de liquidité. **Pour Hong-Kong et Singapour, les contraintes prudentielles sont en revanche moins élevées, en particulier sur le traitement des dérivés.**

Il y a quelques années encore, se serait posée la question des différences de normes comptables entre les différents pays asiatiques et les pays occidentaux. Le mouvement de convergence (initié en 2008 pour la Chine) vers les normes *IFRS* est aujourd'hui en cours, et **les normes utilisées sur les principales places asiatiques sont relativement comparables avec celles utilisées en Europe.**

3.5. CES APPROCHES DIFFÉRENTES POURRAIENT DURABLEMENT PÉNALISER LA ZONE EURO

Du fait de leurs modalités de financement, et d'une certaine souplesse dans la mise en œuvre de réformes prudentielles, les États-Unis seront mécaniquement moins impactés que la zone euro. Même dans le cas où la zone euro chercherait à développer, sur le modèle américain, des activités de titrisation et un marché obligataire, la probabilité qu'ils deviennent rapidement la principale source de financement de l'économie semble limitée :

- Bâle III impose des matelas de capitaux propres et d'actifs liquides conséquents aux banques sponsors de véhicules de titrisation ou investisseurs en produits titrisés. Les règles comptables de consolidation des véhicules de titrisation dans les bilans bancaires ont été révisées afin d'imposer une pleine prise en compte de ces entités pour le calcul des standards prudentiels (capital, liquidité, levier) ; Solvabilité II rend, par ailleurs, prohibitif l'investissement des assureurs dans les produits titrisés ;
- les projets de régulation du *Shadow Banking* contrarient son développement ;
- **la profondeur des marchés obligataires européens demeure insuffisante**, malgré un développement récent⁷⁶. Le doute subsiste sur sa capacité à se substituer aux banques pour le financement de l'économie :
 - › **se financer sur le marché obligataire coûte plus cher** : l'analyse des écarts de crédit entre les crédits bancaires et les obligations montre que les obligations sont environ 30 % plus chères en moyenne⁷⁷ ;
 - › **le prix du financement obligataire est plus volatil** : l'analyse des mêmes écarts de crédit sur l'année 2009 et sur la période 1998 – 2011 (pour des obligations et des crédits d'entreprises notées A et BBB) pour la zone euro révèle que le taux moyen des obligations a été multiplié par trois pendant la crise, alors que le taux du crédit bancaire n'a été multiplié que par deux⁷⁷ ;
 - › **les PME européennes et les collectivités locales ont peu accès aux marchés obligataires** : en plus des difficultés « classiques » à se financer, les coûts fixes d'une émission d'obligations rendent cette opération économiquement compliquée – voire non viable – pour les plus petites d'entre-elles ;
 - › **le financement via le marché obligataire est dépendant des notes attribuées par les agences de notation** ; compte tenu des critiques émises à l'encontre de ces dernières, il serait paradoxal que les réformes entreprises aboutissent à un renforcement de leur poids.
- enfin, la préférence des épargnants européens pour les placements liquides rend particulièrement difficile ce changement de modèle.

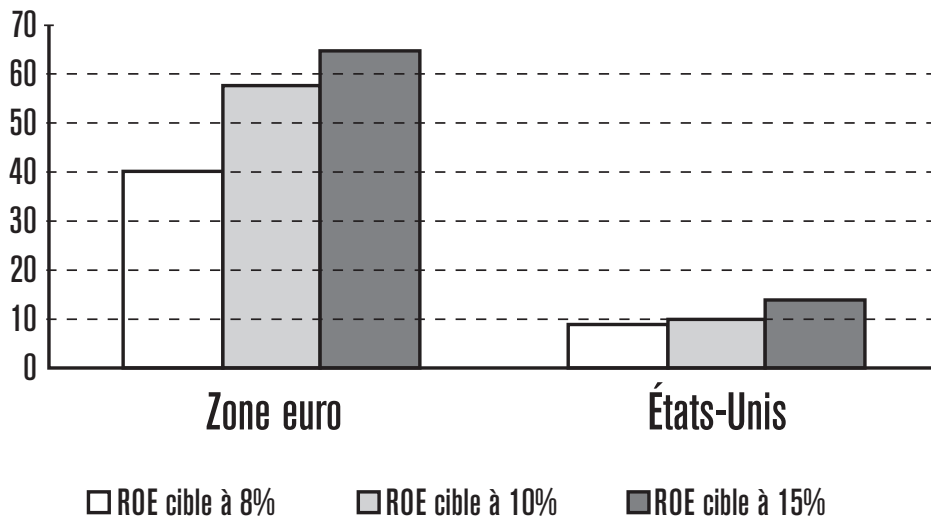
Ces éléments expliquent que la simulation des effets de Bâle III soit plus défavorable à l'Europe (cf. supra). Selon certaines études⁷⁸, les emprunteurs *corporate* de la zone euro pourraient ainsi voir leurs intérêts augmenter de 40 à 65 Md\$ chaque année (soit 30 à 50 Md€), contre une augmentation de 9 à 14Md\$ aux États-Unis.

⁷⁶ Sur les deux premiers mois de l'année 2012, les entreprises européennes ont émis environ 60 % de plus d'obligations que l'an dernier à la même période. Cette nette augmentation de placement sur les marchés obligataires est à mettre en regard d'un niveau de crédits bancaires aux entreprises en forte baisse (- 57 %) sur la zone Europe, Moyen-Orient, Afrique au premier trimestre 2012. Avec 115,7 Md\$ de prêts délivrés par les banques au premier trimestre 2012, les prêts aux entreprises sont à leur plus bas niveau depuis 18 ans (Source : Dealogic).

⁷⁷ Cf. Natixis, *Flash Economie n°707*, 19 septembre 2011. L'analyse est faite sur les écarts en points de base pour les obligations et les crédits bancaire entre les écarts de crédit et les taux de swap (respectivement à 5 et 7 ans).

⁷⁸ Standard & Poor's, *Why Basel III And Solvency II Will Hurt Corporate Borrowing In Europe More Than In The US*, septembre 2011.

GRAPHIQUE 10 : INTÉRÊTS ANNUELS SUPPLÉMENTAIRES POUR LES ENTREPRISES APRÈS MISE EN ŒUVRE DE BÂLE III (EN MD\$, EN FONCTION DU RETURN ON EQUITY – ROE- CIBLÉ PAR LES BANQUES)



Source : Standard & Poor's.

Au-delà de ces évolutions financières, l'Europe pourrait également être défavorisée en matière de localisation de centres de décision d'envergure mondiale : d'une part, les banques et compagnies d'assurance européennes seraient désavantagées par rapport à leurs concurrentes internationales ; d'autre part, le développement des entreprises européennes serait ralenti. Une telle évolution serait renforcée par l'augmentation de la fiscalité sur le capital et sur l'épargne, qui se traduirait par une dépendance plus importante des entreprises européennes aux capitaux extérieurs.



TROISIEME PARTIE :
**VINGT PROPOSITIONS
DOIVENT ETRE MISES EN
OEUVRE POUR ECHAPPER
A UN CREDIT CRUNCH
REGLEMENTAIRE**



La crise qui débute en 2007 et l'instabilité financière récurrente qui en a résulté ont rendu indispensable une transformation d'ampleur du système financier international.

Sur le fond, l'examen des différentes réformes mises en œuvre, ou en cours de discussion, montre que **certaines de ces réformes sont insuffisamment ambitieuses, tandis que d'autres auront des effets négatifs durables sur l'économie** (cf. parties 1 et 2).

Le groupe de travail est incontestablement favorable à toute réforme qui renforcera la stabilité financière, et limitera l'occurrence et l'intensité des crises ; néanmoins, **il plaide également pour que ces réformes ne se fassent pas au détriment de la croissance**, qui fait actuellement cruellement défaut en Europe. Or, en contraignant de manière concomitante les institutions financières, les flux financiers et l'épargne, les pays d'Europe continentale prennent un risque. **S'il est trop tôt pour constater l'existence d'un *credit crunch* en Europe, tout concourt à ce que celui-ci se matérialise dans les prochaines années, et soit en partie d'origine réglementaire.**

Dans ce cadre, le groupe de travail **formule vingt propositions, visant à poursuivre les objectifs d'une plus grande stabilité financière** (1), **tout en cherchant à limiter à court terme les effets du *deleveraging* sur le financement de l'économie** (2). **Une réflexion sur la manière même de concevoir des textes réglementaires**, que leur technicité même rend défaillants, doit également être conduite (3).

Par ailleurs, le groupe souligne que ses propositions, pour être efficaces, supposent la correction des déséquilibres internationaux en partie responsables de la crise, ainsi que la recherche de fondements plus sains pour la croissance :

- le rééquilibrage des échanges internationaux doit se poursuivre. Il doit se traduire, d'une part, par la réduction des excédents commerciaux des pays asiatiques et exportateurs de matières premières (et, symétriquement, par une réduction du déficit extérieur américain) et, d'autre part, un rééquilibrage des niveaux de compétitivité au sein de la zone euro ;
- la correction de ces déséquilibres passe, pour les pays développés, par une baisse du déficit public et par une augmentation des taux d'épargne et des niveaux de marge des entreprises ;
- une attention particulière doit être portée, en France, sur la compétitivité du territoire national. En effet, le besoin de recourir au capital étranger pourrait s'avérer nécessaire afin de compenser une épargne nationale désormais plus contrainte la fiscalité,

1 PLUSIEURS RÉFORMES FAVORABLES À LA STABILITÉ FINANCIÈRE DOIVENT COMPLÉTER LE CADRE MIS EN ŒUVRE DEPUIS 2007

Au-delà des enjeux de court terme en matière de financement de l'économie, le groupe s'inquiète de l'instabilité financière récurrente depuis 2007. Certes, les progrès de la réglementation financière réalisés ces dernières années sont indéniables. **Néanmoins, le système financier pourrait encore gagner en stabilité à moyen terme en complétant les réformes d'ores-et-déjà adoptées.**

1.1. LA SUPERVISION FINANCIÈRE ET LES MÉCANISMES DE RÉOLUTION BANCAIRE DOIVENT DÉSORMAIS ÊTRE PENSÉS À L'ÉCHELLE EUROPÉENNE

Les orientations du sommet européen des 27 et 28 juin 2012 concernant le renforcement de l'intégration européenne en matière de supervision financière et de résolution des crises bancaires constituent une avancée majeure. Le groupe accueille très favorablement ces évolutions, qui ont été en grande partie poussées par la France.

Proposition n° 1 : **Mettre en place rapidement une architecture de supervision couvrant l'ensemble de la zone euro sous la responsabilité de la BCE, qui pourra le cas échéant déléguer une partie de ses missions au niveau national**

Dans son rapport « *Towards a Genuine Economic and Monetary Union* », le Président Van Rompuy pose clairement le principe d'une supervision intégrée à l'échelle européenne comme le premier des quatre axes d'approfondissement de la construction européenne. **Bien que ce principe doive encore faire l'objet de développement, le groupe de travail considère que les orientations retenues couvrent les trois dimensions nécessaires à un cadre de supervision robuste :**

- **une architecture de supervision à l'échelle européenne**, avec une responsabilité assumée par la Banque centrale européenne ;
- **un mécanisme commun de résolution ordonnée des crises bancaires (traitement des faillites bancaires) ;**
- **un mécanisme européen de garantie des dépôts.**

Proposition n° 2 : **Mettre à l'étude les mécanismes européens de garantie des dépôts et de résolution des crises bancaires ; compléter ces mécanismes financiers d'un cadre juridique clair et distinct permettant de sécuriser leurs conditions de mise en œuvre**

Les conditions et les modalités de la mise en œuvre du mécanisme européen de garantie des dépôts et du fond de résolution des crises bancaires doivent être étudiées dans le détail. Deux points nécessitent une attention particulière :

- **les modalités de calcul de la contribution des banques ;**
- **le mécanisme juridique de résolution des faillites bancaires.**

Concernant la contribution des banques, il conviendra de déterminer une formule de calcul à la fois juste et simple. Il semble de bon sens que les établissements présentant le plus grand risque de défaut contribuent proportionnellement plus que les établissements les plus sûrs. Dans cette perspective, l'assiette de cotisations pourrait être la somme des dépôts d'un établissement et son taux devrait être spécifique à chaque établissement. En effet, un taux identique reviendrait à faire contribuer les établissements attirant le plus de dépôts, alors même que ceux-ci seraient considérés comme les plus sûrs par les épargnants. Pour autant, le mécanisme de calcul des contributions individuelles devra rester simple et factuel, c'est-à-dire fondé sur une formule de calcul bien identifiée et compréhensible par le plus grand nombre.

Pour les utilisateurs, cette approche présente deux avantages :

- **d'une part, un calcul individualisé reflétant le risque de défaut d'un établissement conduira à une augmentation de la cotisation si ce risque augmente. Ainsi, les épargnants auront la garantie d'avoir un fond mieux capitalisé dès lors que le risque bancaire augmente ;**
- **d'autre part, pour les banques, ce mécanisme constitue l'assurance de ne pas avoir à (trop) payer pour les établissements les moins vertueux.**

Concernant le mécanisme juridique de résolution des faillites bancaires, il paraît indispensable de disposer d'un cadre clair et distinct permettant de traiter ces problèmes. À ce propos, il est surprenant de constater que la Commission européenne se réfère au droit de la concurrence pour organiser la faillite de Dexia. Ce cadre juridique devrait notamment expliciter :

- la juridiction compétente (BCE, Cour de justice de l'Union européenne, juridictions nationales etc.) ;
- de quelle manière et dans quelles conditions les actionnaires et créanciers peuvent être mis à contribution ;
- de quelle manière et dans quelles conditions la direction de l'établissement en faillite est remplacée ;
- les étapes de dissolution ordonnée de la société et notamment les conditions dans lesquelles le mécanisme européen de dépôts peut être activé.

Pour les épargnants, ce mécanisme juridique représenterait l'assurance que les moyens du fonds garantissant leurs économies ne seront pas utilisés dans l'urgence pour protéger d'autres intérêts.

1.2. UNE REFONDATION DES NORMES COMPTABLES EST INDISPENSABLE

Les normes comptables s'étant avérées pro-cycliques pour le secteur financier, et ayant aggravé la crise en faisant disparaître la liquidité de certains segments de marché, les chefs d'État et de gouvernement du G20 ont demandé lors du sommet de Washington du 15 novembre 2008 « des recommandations permettant d'harmoniser les normes comptables, en particulier celles des titres complexes » et lors du sommet de Londres du 2 avril 2009 « aux organismes édictant les normes comptables, d'améliorer les normes en matière d'évaluation et de provision. »

Durant la même période, entre juin 2008 et juin 2009, et même jusqu'à la mi-2011, de nombreux articles ou études d'économistes et/ou de comptables ont ré-exploré le concept d'évaluation à la valeur de marché, improprement appelé « *fair value* », sans mettre en évidence de solution alternative miracle ; la « *fair value* » resterait en définitive « *la pire des solutions, à l'exception de toutes les autres* »⁷⁹.

Le normalisateur américain (*Financial Accounting Standards Board* - FASB) et son homologue international (*International Accounting Standards Board* - IASB) ont récemment confirmé leur attachement au concept d'évaluation en « *fair value* », en publiant une norme conceptuelle *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 13 sur ce sujet.

ENCADRÉ 27 : LA NORME IFRS 13 « ÉVALUATION DE LA FAIR VALUE »

La norme IFRS 13 « Évaluation de la *fair value* » est parue en mai 2011. Elle constitue l'aboutissement de six années de réflexions de l'IASB menées en grande partie de façon conjointe avec le FASB.

Les débats auront donc été longs et difficiles, notamment pour les raisons suivantes :

- la première tient à la volonté de l'IASB de publier une norme définissant « Comment » déterminer la « *fair value* » d'un actif ou d'un passif sans jamais ouvrir le débat du « Quand » valoriser à la « *fair value* ». Définir ce que doit être une juste valeur sans pouvoir se poser la question des circonstances dans lesquelles elle doit être utilisée a déconcerté un grand nombre de commentateurs ;
- la seconde, plus conjoncturelle, tient au contexte de crise financière qui a accompagné ce projet. Déterminer ce qu'est une « *fair value* » est en effet plus simple à réaliser lorsque l'environnement économique est stable, qu'en période de crise de liquidité.

Malgré ces difficultés, les deux *Boards* ont réussi à faire converger leur définition de la « *fair value* », qui sera à présent appréhendée de façon homogène à travers les deux référentiels.

Pour l'IASB, cette norme est aussi une première, puisqu'il s'agit d'une norme d'évaluation, bien plus que de comptabilisation. L'IASB met ici un pied dans un monde qui n'est pas le sien habituellement. Cette démarche sera probablement suivie de près par les intervenants des métiers de la valorisation. Parmi ces derniers, on peut citer l'IVSC (*International Valuation Standards Council*), qui n'a pas souhaité pour le moment aligner sa définition de la « *fair value* » sur celle d'IFRS 13.

Cette norme a été l'occasion pour l'IASB d'introduire un certain nombre de principes conceptuels de la « *fair value* », ou de réaffirmer certains autres pourtant décriés, dont notamment la logique de valorisation du point de vue d'un acteur de marché, qui s'oppose à une valorisation tenant compte des spécificités et intentions de l'entité portant l'actif ou le passif à valoriser.

Du point de vue de l'IASB, son application est obligatoire pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2013. Son application anticipée est autorisée. L'application d'IFRS 13 par les entreprises européennes reste subordonnée à l'adoption de ce texte par l'Union européenne. L'*Accountability Review Council* (ARC) a voté en faveur de l'adoption d'IFRS 13 le 1^{er} juin 2012. Le calendrier prévisionnel d'adoption communiqué par l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) prévoit une adoption par l'Union européenne au cours du 4^{ème} trimestre 2012.

La définition de la « *fair value* » avant publication d'IFRS 13 est la suivante (IAS 39, § 9) :

« Montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre des parties bien informées et consentantes, pour une transaction conclue dans des conditions de concurrence normales. » La **nouvelle définition de la « *fair***

⁷⁹ Nicolas Véron, *Le comptable est-il coupable ?*, Revue d'économie financière, Hors-série 2008, p. 273.

value » proposée par IFRS 13 est la suivante : « *Prix qui serait reçu pour vendre un actif ou payé pour transférer un passif lors d'une transaction normale entre intervenants de marché à la date d'évaluation.* »

En comparant ces deux définitions, on remarque qu'IFRS 13 introduit deux nouveautés significatives :

- primauté au marché : la « *fair value* » doit être déterminée du point de vue de « l'intervenant de marché » ;
- prix de sortie : la « *fair value* » est un prix pour vendre un actif ou transférer un passif.

La démarche d'évaluation d'IFRS 13 peut être présentée selon la chronologie de questions suivante :

- que cherche-t-on à valoriser (et quelle unité de compte utiliser) ?
- quelle est l'utilisation optimale du point de vue d'un intervenant de marché ?
- quel est le marché principal ?
- quelle technique d'évaluation utiliser ?

La norme IFRS 13 indique qu'une baisse sensible du volume ou du niveau d'activité du marché d'un actif ou passif est susceptible d'affecter la « *fair value* » de cet actif ou passif. Aussi, la norme IFRS 13 propose-t-elle un ensemble de critères à étudier collectivement pour déterminer si l'activité d'un marché a baissé de façon significative.

Une baisse significative de l'activité du marché n'indique pas *a priori* que le prix de marché ne reflète plus la « *fair value* » de l'élément à valoriser, mais elle doit cependant amener l'entité à réaliser des analyses complémentaires pour déterminer s'il y a lieu d'apporter des ajustements au prix de marché, ou plus simplement de changer de technique de valorisation.

La norme propose des critères permettant d'identifier des transactions qui ne seraient pas « normales », et précise que l'identification de telles transactions rend obligatoire l'ajustement du prix observé, pour le rapprocher de celui qui aurait été pratiqué dans le cadre d'une transaction « normale ».

La norme IFRS 13 scinde les techniques d'évaluation en trois catégories :

- l'approche par le marché fondée sur l'utilisation de prix de transactions de marché récentes. Cette catégorie rassemble, entre autres, les techniques à base de multiples ;
- l'approche par les coûts fondée sur le calcul du coût de remplacement d'un actif par un autre apportant les mêmes services ;
- l'approche par le résultat qui consiste essentiellement en la conversion d'une série de flux futurs de trésorerie en une valeur actualisée unique (DCF).

Toutes ces approches doivent être utilisées dans un seul et même but : déterminer quel serait le prix du point de vue d'un intervenant de marché, en date de valorisation.

Il est à noter que la norme IFRS 13 n'impose pas l'utilisation de l'une ou l'autre de ces méthodes en fonction des situations ou de la typologie d'élément à valoriser. Toutefois, elle donne la priorité à la qualité des données d'entrée, en précisant que l'entité doit toujours retenir la technique de valorisation qui maximise le recours à des données de marché observables.

La norme IFRS 13 reprend les principes de hiérarchie des données d'entrée de la norme IFRS 7. Les trois niveaux sont ainsi conservés et définis de la façon suivante :

- Input de niveau 1 : cours (non ajustés) auxquels l'entité peut avoir accès à la date d'évaluation, sur des marchés actifs, pour des actifs ou des passifs identiques ;
- Input de niveau 2 : données directement ou indirectement observables ne rentrant pas dans le niveau 1 (par exemple un cours de bourse pour un actif similaire observé sur un marché actif, ou un cours de bourse issu d'un marché inactif pour un actif ou passif identique ou similaire).
- Input de niveau 3 : données non observables, notamment les données spécifiques à l'entité ;

Pour des données composites, le niveau est celui le plus bas parmi les données d'entrée utilisées.

Source : Les Cahiers de Mazars – IFRS 13 « Évaluation de la Juste Valeur » - L'Essentiel de la Norme en 40 Questions / Réponses.

Si la référence au marché comme mécanisme de détermination de la valeur peut être contestée (cf. *supra*), les alternatives à la « *fair value* » ne sont toutefois pas pleinement satisfaisantes :

- l'approche visant à recourir à des modèles mathématiques fondés sur l'évaluation de flux de trésorerie futurs dont les hypothèses sont internes à l'entreprise, le « *mark to model* » par opposition au « *mark to market* », introduit une part de subjectivité dans les paramètres de modélisation, avec une asymétrie d'information qui engendre de la méfiance, freine les échanges et rend non-liquides les instruments financiers concernés ;
- une référence de principe au coût historique, parfois invoquée, est à écarter, car produisant une information moins comparable et moins pertinente, avec des risques peut-être accrus pour le bon fonctionnement du système financier ;
- dans une tribune publiée le 3 avril 2008 par le quotidien Financial Times, trois membres du groupe d'experts techniques de l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) représentant des entreprises cotées, ont proposé un mécanisme de lissage des prix de marché sur une période pouvant aller de six mois à un an pour servir de référence aux dépréciations d'actifs financiers. Mais une telle proposition n'offre pas nécessairement une solution pertinente, notamment lorsque la valeur des indices de marché reste déprimée sur une longue période, avec pour risque potentiel une moindre comparabilité de l'information financière, donc des primes de risques accrues ;
- d'autres auteurs ont proposé de poursuivre l'examen du concept de « *deprivation value* » (« valeur de privation »)⁸⁰ qui ne constitue pas une méthode d'évaluation en tant que telle, mais plutôt une approche pour choisir la méthode d'évaluation pertinente dans un contexte donné. Les concepts de valeur d'usage et de prix net de cession sont également déterminés dans ce contexte.

Proposition n° 3 : **Refonder les normes comptables sur d'autres principes qui ne se résument pas à la valeur instantanée de marché**

Au total, il apparaît que ce n'est pas tant le concept de « *fair value* » qui est remis en cause, que ses modalités d'application aux instruments financiers. **Le groupe recommande aux autorités compétentes nationales et européennes de s'inspirer de l'approche anglo-saxonne, qui applique ses normes via des règles, plutôt que de voir en elles des principes intangibles.** Il propose également :

- **d'en finir avec la confusion sémantique qui consiste à appeler toujours et partout « *fair value* » la valeur de marché.** La valeur instantanée de marché n'est la juste valeur que dans certains cas ;
- que l'usage de ce concept soit tempéré, en le réservant aux activités pour lesquelles il est adapté, et d'en atténuer les effets lorsque la fiabilité des méthodes d'approximation et la subjectivité des hypothèses utilisées sont susceptibles de remettre en cause la confiance que les utilisateurs sont fondés à placer dans les états financiers des entreprises ;
- **de restaurer le principe de prudence** dans les référentiels comptables dont il est absent, et d'en faire application dans l'évaluation de certains instruments de négoce et produits structurés.

Concrètement, le groupe préconise ainsi d'adapter l'approche de la « *fair value* » en distinguant les instruments financiers auxquels elle s'applique en fonction des caractéristiques de leur marché et de leur mode de gestion par les établissements qui les portent⁸¹ :

- **pour les actifs dont la recouvrabilité repose sur l'encaissement de flux, comme la majorité des prêts et des passifs bancaires :** ces actifs tendent à présenter des caractéristiques spécifiques, non connues d'éventuels participants aux marchés. Ces asymétries d'informations expliquent pourquoi, alors que tout instrument financier est négocié nécessairement sur un marché primaire, bien peu sont négociables sur un marché secondaire. La valeur de tels instruments ne dépend pas directement des variations des prix de marché. Ils doivent en conséquence être enregistrés au coût historique de la transaction initiale, tout en prenant naturellement en considération le risque de contrepartie dont la réalisation remet en question la recouvrabilité des *cash flows* ;

⁸⁰ Cf. notamment les développements sur le *Deprivation Value Model* dans l'*IFAC International Public Sector Accounting Standards Board Consultation Paper sur le Conceptual Framework for General Purpose Financial Reporting by Public Sector Entities: Measurement of Assets and Liabilities in Financial Statements*, décembre 2011, p. 27 et suivantes.

⁸¹ Cf. Jean-Paul Caudal, *Propagation des crises financières : la comptabilité a-t-elle joué un rôle procyclique ?*, FBF, février 2012.

- **pour les actifs de transaction, qui sont détenus dans une optique de court terme** : de tels instruments sont négociés sur des marchés liquides ou totalement décomposables en sous-instruments négociables sur des marchés liquides. Ils doivent donc être comptabilisés en « *fair value* », avec enregistrement des variations de celle-ci en résultat, même si ce mécanisme participe à la formation des bulles financières ;
- **pour les produits structurés couverts partiellement en risques sur le marché** : la valeur de ces instruments est étroitement liée à l'évolution de paramètre(s) de marché, au(x)quel(s) leur mode de rémunération fait référence. Il s'agit d'instruments structurés, conçus pour les besoins d'une classe restreinte d'investisseurs, voire quelquefois conçus sur mesure pour l'un d'entre eux. **En raison de l'incertitude inhérente à leur valeur, la reconnaissance des résultats liés à ces produits structurés doit être gouvernée de manière particulièrement prudente.** Celui-ci doit imposer de ne pas enregistrer de plus-values latentes, mais de constater les moins-values correspondant aux risques inhérents à ces instruments, appréciés sur l'horizon de portage prévisible de telles positions ;
- **pour les portefeuilles d'investissement en actions : les instruments de capital détenus sur un horizon de portage indéterminé doivent également entrer dans le champ d'application du principe de prudence,** afin de ne pas encourager des comportements déviants propices à la formation de bulles. Il en résulte la nécessité de provisionner les moins-values latentes durables en ignorant les plus-values latentes jusqu'à la date de cession de ces instruments.

1.3. L'INFLUENCE DES AGENCES DE NOTATION DOIT ÊTRE RÉDUITE

Le débat au sujet des agences de notation s'est résumé, depuis la crise, entre deux options principales : la première, qui est suivie par l'Union européenne, consiste à confier à un superviseur la surveillance des agences de notation, de leurs méthodologies et de leurs pratiques ; la seconde préconise la création d'une agence de notation publique, qui permettrait à la fois d'introduire une concurrence plus forte entre agences et d'assurer une notation plus « objective ».

Alors que la réforme de la régulation des agences de notation est restée, jusqu'à présent, limitée, la création d'une agence publique n'apparaît pas être une option satisfaisante : compte tenu de la faible crédibilité que le marché risque de lui prêter, elle pourrait être sans effet.

Pour autant, le *statu quo* actuel n'est pas souhaitable, en particulier dans le contexte de crise des dettes souveraines dans la zone euro. La dégradation par Moody's, le 13 juin dernier, de la note de l'Espagne de trois crans, avec perspective négative, est d'autant moins compréhensible que l'UE avait annoncé quelques jours auparavant un plan d'aide à ce pays d'un montant de 100 Md€. **Afin de réduire l'influence des agences de notation, le groupe reprend à son compte les travaux récents de l'Institut Montaigne⁸², et formule deux propositions complémentaires.**

Proposition n° 4 : **Laisser la BCE évaluer elle-même, et non plus par le truchement des agences de notation, la qualité du collatéral qu'elle prend en pension**

Dans l'attente d'un approfondissement de la régulation des agences de notation, une alternative intéressante serait que la Banque centrale européenne évalue elle-même, et non plus par le biais des agences de notation, la valeur des obligations souveraines de la zone euro acceptées comme collatéral. Ce principe pourrait être étendu à l'ensemble des titres, ce qui ouvrirait la voie à une utilisation plus large des financements aux entreprises comme moyen de refinancement des banques.

Certes, une telle évolution soulève des difficultés : outre des problèmes de méthodologie et de ressources internes, elle pourrait nuire à l'indépendance politique de la BCE. Elle aurait cependant plusieurs avantages : d'une part, elle permettrait d'élargir le gisement de collatéraux disponibles pour les banques de pays en difficulté ; d'autre part, elle permettrait de réduire l'influence des trois principales agences de notation (Standard & Poor's, Moody's et Fitch), qui sont de fait en position oligopolistique.

⁸² Norbert Gaillard, *Remettre la notation financière à sa juste place, Institut Montaigne, juillet 2012.*

Proposition n° 5 : **Promouvoir, pour les émissions des ETI, l'utilisation de la cotation de la Banque de France afin d'en faire un standard de marché**

Dans un système où le financement de marché sera plus important, les agences de notation pourraient voir de manière paradoxale leur rôle se renforcer, en se faisant de facto déléguer l'évaluation de toutes les émissions obligataires. En particulier, les ETI qui souhaiteraient se financer via les marchés seraient contraintes de recourir à leurs services.

Si l'on souhaite limiter le rôle des agences de notation pour les ETI, il serait utile de promouvoir la cotation que la Banque de France réalise⁸³ comme un standard de marché. Au-delà de ses effets sur les ETI, une telle promotion permettrait de diversifier l'origine des notations utilisées par le marché⁸⁴.

2 UN ÉQUILIBRE ENTRE LA STABILITÉ FINANCIÈRE ET LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE DOIT ÊTRE ASSURÉ PAR LES POUVOIRS PUBLICS

Dans un double contexte de ralentissement économique marqué, en particulier dans la zone euro, et de *deleveraging* des institutions financières, **certaines réformes prudentielles auront mécaniquement des effets récessifs. Comme démontré dans la deuxième partie de ce rapport, ces effets pourraient être considérables. La puissance publique doit donc trouver un juste équilibre entre la nécessaire rigueur financière et la croissance économique.**

Dans cette perspective, la création, en juin 2012, d'une future Banque publique d'investissement (BPI), regroupant et renforçant tout ou partie des activités d'Oséo et du Fonds stratégique d'investissement (FSI), peut s'avérer bénéfique au financement de l'économie si les modalités d'intervention de ces organismes avec les institutions bancaires sont maintenues.

Proposition n° 6 : **Faire de la future banque publique d'investissement (BPI) un acteur indépendant des pouvoirs politiques et agissant en complément des banques commerciales**

En effet, le FSI et Oséo ont fait la preuve de leur efficacité en complément des activités bancaires privées et des financements de marché. Dans ce cadre, la BPI peut constituer un apport important au financement de l'économie, et ses moyens renforcés par rapport aux instruments publics actuels, sous réserve des points suivants :

- elle doit agir avec les acteurs de place, c'est-à-dire comme un investisseur avisé ;
- elle doit être dotée d'une gouvernance efficace, permettant d'éviter les écueils connus avant les années 1980 avec les précédentes banques publiques ;
- enfin, son action doit être orientée vers les PME et les ETI.

⁸³ La cotation est une appréciation sur la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements financiers à un horizon de trois ans. Elle est utilisée :

- pour les besoins de la politique monétaire, en permettant de sélectionner les créances qui peuvent être utilisées par les banques pour leur refinancement auprès de l'Eurosystème ;
- pour l'analyse des risques sur les entreprises, afin d'apprécier la solidité des actifs bancaires.

⁸⁴ Cette proposition soulève une problématique de confidentialité des données, qu'il conviendra de traiter.

Toutefois, la future BPI ne suffira pas, à elle seule, à se substituer à l'intermédiation des banques et à assurer un financement de l'économie suffisant. Si l'on souhaite retrouver un équilibre entre rigueur financière et croissance économique, trois leviers doivent être actionnés de manière complémentaire et pragmatique :

- en premier lieu, **les contraintes qui pèseront sur le financement bancaire doivent être calibrées au plus juste**, de manière à limiter leurs effets négatifs sur l'économie réelle ; **à cet effet, la fonction de financement des PME et des ETI exercée par les banques doit être préservée ;**
- en deuxième lieu, **les assureurs doivent être en mesure de continuer à jouer leur rôle de financeur de long terme de l'économie ;**
- en troisième lieu, **le financement de marché doit être développé de manière à se substituer partiellement à l'intermédiation bancaire**, sans toutefois qu'il se traduise par un accroissement du risque systémique :
 - ce recours accru au marché pourra se faire par l'intermédiaire de nouveaux dispositifs ;
 - il pourra également mobiliser de manière pertinente l'épargne individuelle, via un développement de l'épargne à long terme, sans toutefois que le risque porté par l'épargnant individuel devienne excessif.

2.1. LA RÉGULATION NE DOIT PAS EMPÊCHER LES BANQUES DE JOUER LEUR RÔLE DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE, EN PARTICULIER EN FAVEUR DES TPE, DES PME ET DES ETI

Les établissements bancaires disposent des moyens d'apprécier les risques des TPE, des PME et des ETI, et sont donc les mieux à même de les financer. Compte tenu des effets des nouvelles normes prudentielles, tout doit être fait pour qu'ils continuent d'assumer ce rôle.

Pour permettre aux banques de continuer à financer l'économie, le groupe de travail formule quatre propositions.

Proposition n° 7 : Moduler les exigences en fonds propres des banques de manière à encourager la diversification de leurs profils d'activité

En premier lieu, les ratios prudentiels devraient être utilisés pour orienter l'activité des banques encore davantage vers le financement de l'économie. Pour cela, il faudra différencier les ratios *Tier 1* selon le profil d'activité des établissements.

Les ratios Bâle III ont été définis à partir d'une approche uniquement technique et de la conviction qu'il convenait de renforcer la solvabilité des banques en général. Certaines banques peu capitalisées n'ont pas connu de difficultés particulières tandis que d'autres bien plus fortement capitalisées ont fait faillite. Il en ressort simplement qu'un même niveau de fonds propres pour tous les établissements, bien que renforcé, devrait produire les mêmes effets lors des prochaines crises. Pour éviter une pénurie de crédits à l'économie, **il serait judicieux d'aménager le mécanisme des ratios de solvabilité, de manière à valoriser la diversification des portefeuilles** (diversification géographique et de métiers). En effet, cette diversification est en soi un gage de résilience – sous réserve bien entendu d'une bonne gestion des risques par l'établissement.

De manière concrète, il s'agirait d'autoriser les régulateurs nationaux à émettre une recommandation sur le niveau de fonds propres optimal pour chaque établissement de son périmètre. Un régulateur national pourrait donc recommander des fonds propres supérieurs au niveau minimal pour un établissement spécialisé dont le portefeuille d'activité serait fortement concentré sur un certain type d'actifs. À l'inverse, le régulateur pourrait recommander des niveaux de fonds propres inférieurs pour un établissement au profil diversifié et équilibré. Cette marge d'appréciation devrait toutefois être limitée et encadrée au niveau européen pour éviter le risque d'une supervision discrétionnaire et hétérogène au sein de la zone. Une idée serait d'étendre la notion de coussin de conservation prévu pour les établissements systémiques à tous les acteurs et d'utiliser ce coussin comme marge de manœuvre du régulateur national. Ainsi, aucun établissement ne pourrait avoir des fonds propres inférieurs à 7 % (ratio *Tier 1* prévu par Bâle III), et le niveau optimal ne serait pas fonction de la taille mais du profil de l'établissement.

En cas de contestation de la recommandation du régulateur national, un arbitrage de la BCE pourrait être rendu, ce qui serait cohérent avec l'orientation en cours du système de supervision (cf. *supra*). Cette proposition ainsi mise en application présenterait en outre l'avantage de redonner des marges de manœuvre à la BCE à un moment où la taille de son bilan a fortement augmenté, et où elle a ramené ses taux proches de zéro. En effet, selon la situation économique et sa volonté d'accélérer ou de ralentir la production de crédit, la BCE pourrait émettre des avis plus ou moins restrictifs.

Proposition n° 8 : **Ne pas mettre en œuvre les ratios de liquidité prévus par Bâle III et demander au Comité de Bâle de reprendre ses travaux en la matière**

En deuxième lieu, il faut poursuivre l'analyse des effets des deux ratios de liquidité (LCR et NSFR) et revoir, le cas échéant, les modalités de leur calcul, sans toutefois renoncer à l'objectif de prévention des crises de liquidité. Cette proposition est absolument déterminante pour le maintien d'un bon niveau de financement de l'économie. **Tels qu'envisagés actuellement, les ratios de liquidité présentent un caractère expérimental inquiétant** ; ils sont en outre la cause la plus puissante de la contraction des volumes de crédits bancaires en France, car ils poussent les banques à maintenir des centaines de milliards d'euros en actifs liquides (dépôts à la Banque centrale européenne et acquisition de dettes souveraines) et à rationner leur financement de l'économie (cf. *supra*).

Pour leur part, les États-Unis viennent de décider de ne pas appliquer dans un futur proche ces ratios de liquidités. **Il ne paraît pas acceptable que l'Europe soit un laboratoire permettant de tester des réglementations dont personne n'est en mesure de prévoir véritablement les effets.**

Dans cette situation, le groupe de travail recommande fortement de reporter *sine die* l'application des deux ratios de liquidité. Pour autant, il ne faut pas abandonner l'objectif de stabilité financière. Il est incontestable que la plupart des faillites bancaires d'importance (Lehman Brothers, Dexia, Fortis, Washington Mutual, Northern Rock, ...) sont dues à des impasses de liquidité et non à un manque de solvabilité. Pour se donner les moyens de pouvoir à terme définir des modalités pertinentes de suivi de la liquidité, les superviseurs devraient accentuer leur surveillance des gestions actifs / passifs et des trésoreries. Après des années d'observation et d'échanges entre les régulateurs, les banquiers centraux et les praticiens, il devrait être possible de mettre en place un système de suivi de la liquidité qui soit lisible et moins néfaste pour l'économie réelle. Ce n'est que dans ces conditions qu'il sera possible de mettre en œuvre, en toute connaissance de cause, des obligations en matière de liquidité.

Proposition n° 9 : **Veiller à ce que les réflexions en cours sur une réforme de la structure des banques françaises ne débouchent pas sur une réduction de leur capacité à financer l'économie**

En troisième lieu, si un encadrement des activités bancaires peut présenter certains avantages, il convient néanmoins de se méfier des modèles importés, tels que les modèles « Volker » ou « Vickers », ou des recommandations universelles. Dans le cas où un encadrement devrait être adopté, il devrait reconnaître la résilience démontrée du modèle de banque universelle, tout en renforçant encore sa solidité et son efficacité au service du financement de l'économie.

L'ampleur de la crise a relancé le débat sur la pertinence de séparer les activités de banque « traditionnelle » et de banque d'investissement. Alors que les États-Unis avaient renoncé à cette séparation par l'abrogation en 1999 d'un *Glass-Steagall Act* déjà largement atténué dans les faits au cours des décennies précédentes, le Royaume-Uni a accueilli favorablement en juin 2012 l'essentiel des recommandations de la Commission « Vickers » prônant un cantonnement des activités de banque de proximité.

Ces recommandations sont largement inspirées par la conviction que l'approche par les risques pondérés n'a pas permis de mesurer correctement les risques réels, notamment de marchés, et que les superviseurs peuvent difficilement appréhender la qualité de gestion des établissements compte tenu de la complexité croissante des activités. En conséquence, le cantonnement des activités de banque de proximité, par nature plus aisément maîtrisables, et le renforcement de la solidité de cet ensemble sanctuarisé limiterait la probabilité que la puissance publique ait à réaliser une opération de sauvetage. Elle éviterait également qu'en sauvant les dépôts, l'État sauve incidemment les activités de marchés (le « *Casino Banking* »).

La réponse apportée par la Commission « Vickers » apparaît directement induite par le contexte particulier du Royaume-Uni. Trois éléments de contexte méritent d'être rappelés :

- contrairement à la situation de nombreux pays européens, et particulièrement la France, les banques anglaises bénéficient de dépôts domestiques supérieurs aux crédits domestiques⁸⁵. Le surplus de dépôts a donc pu être utilisé avant la crise de 2008 pour financer bien d'autres activités que l'économie du Royaume-Uni *stricto sensu* ;
- les banques anglaises ont connu de très nombreuses défaillances (Northern Rock, Royal Bank of Scotland, Lloyds, etc.), dont le coût pour le contribuable est apparu inacceptable (une centaine de milliards de livres environ a ainsi été injectée en fonds propres par la puissance publique) ;
- le poids des activités de banque d'investissement est particulièrement élevé, conduisant à la fois à un questionnement sur la capacité du pays à sauver ce type d'établissement et sur le souhait de préserver la primauté de la place financière de Londres et de sauvegarder les nombreux emplois correspondants. Au demeurant, on notera les précautions retenues par l'exécutif britannique dans la mise en œuvre de cette réforme, avec une large période de consultation et un calendrier très progressif, visant 2018 pour l'entrée en vigueur de la réforme.

En France, la situation est tout à fait inverse :

- les banques prêtent aux agents résidents beaucoup plus qu'elles ne collectent de dépôts. Les dépôts des ménages et des entreprises français sont donc intégralement utilisés pour le financement de l'économie française. En réalité, les banques françaises doivent même faire appel à des financements de marché pour assurer le niveau requis de crédits à l'économie réelle ;
- le modèle de banque universelle équilibrée (qui n'accorde pas un poids prépondérant à la banque d'investissement) est apparu à la lumière de la crise financière comme particulièrement résilient : le contribuable n'a ainsi pas été sollicité à l'issue de la crise de 2008/2009⁸⁶, et les banques françaises ont continué de financer l'économie de façon plus efficace que dans les autres pays européens⁸⁷. En outre, les activités de *trading* pour compte propre sont en France relativement limitées. Une note récente de JP Morgan estimait ces activités à environ 4 % des revenus des activités de la banque d'investissement, soit 1 à 2 % des revenus totaux. Ces éléments chiffrés permettent de relativiser l'ampleur des ajustements à opérer pour refocaliser entièrement les banques sur leur rôle au service de l'économie.

Le groupe de travail souligne avec force que la mise en œuvre d'une réforme inspirée du modèle Vickers déboucherait inévitablement sur un grave problème de financement de l'économie. Le groupe préconise donc que la réforme bancaire se concentre sur une meilleure définition du périmètre des activités autorisées aux banques de dépôts, conduisant principalement à l'exclusion des activités de *trading* pour compte propre. De même, il souligne le risque qui consisterait, pour un pays européen, à adopter isolément et sans coordination une réforme bancaire. Dans un contexte d'union bancaire, une telle « balkanisation » du paysage bancaire serait non seulement absurde, mais également nuisible à l'intégration européenne.

Par ailleurs, des mesures restrictives en matière de financement des acteurs non régulés les plus spéculatifs pourraient être envisagées. La future réforme bancaire pourrait ainsi définir les activités considérées comme spéculatives en ciblant de manière précise celles qui ne contribuent pas suffisamment au financement de l'économie. **Dans cette optique, le groupe de travail est favorable à l'interdiction d'équipes dédiées au *trading* pour compte propre ainsi qu'à l'interdiction des activités consistant à apporter de la liquidité aux fonds spéculatifs, qu'il s'agisse d'apport sous forme de cash ou de titres.** Par exception, les fonds d'investissement qui seraient en mesure de démontrer que l'essentiel de leur activité consiste à investir dans des sociétés européennes avec un horizon de placement supérieur à un an pourraient échapper à cette interdiction. Les activités d'investissement en fonds propres, soit dans des entreprises directement, soit dans des fonds d'investissement, ne seraient ainsi pas classées dans cette catégorie des activités spéculatives, car leur contribution au financement de l'économie est de toute évidence positive⁸⁸.

85 En raison notamment d'une absence d'effet d'éviction en faveur de l'assurance-vie.

86 Cf. Par exemple le rapport précité de la Cour des comptes.

87 Le cas de Dexia ne constitue pas une exception, dans la mesure où il s'agissait d'un établissement de droit belge, très spécialisé sur le financement du secteur public, ne captant que très peu de dépôts de sa clientèle et reposant sur un modèle quasi-exclusif de financement par les marchés, à l'encontre des principes de prudence des banques universelles ; la précarité de ce modèle ne pouvait que déboucher sur une catastrophe.

88 Toutefois, les pondérations baloises pour de telles activités de financement de haut de bilan sont d'ores-et-déjà particulièrement pénalisantes.

Il est indéniable que ces interdictions bénéficieraient aux grandes banques d'investissement (notamment américaines, anglaises et allemandes). De telles mesures n'auraient donc de sens que si elles étaient appliquées au niveau du G20, ou si elles étaient accompagnées de mesures rétablissant un juste équilibre concurrentiel avec les banques françaises.

Proposition n° 10 : **Renforcer les capacités de l'Europe continentale à enrichir et à influencer la régulation financière et comptable**

En quatrième lieu, les capacités de l'Europe continentale à peser sur le sujet de la régulation financière et comptable, devenu stratégique, doivent être renforcées. Pour être réellement efficace, cette capacité d'influence doit à la fois s'exercer intellectuellement (par exemple, en offrant des alternatives aux modèles fondés sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers) et institutionnellement (en amont de la décision).

La crise a révélé avec force le caractère stratégique des ratios prudentiels et normes comptables. Ces sujets, qui ont été laissés aux organismes techniques que sont l'IASB et le Comité de Bâle, devront désormais être considérés comme des leviers au service de la stabilité du système financier et du financement de l'économie. Dans cette perspective, l'Europe continentale et la France devraient renforcer leur influence sur l'évolution de ces normes et ratios. **Le développement de notre capacité d'influence paraît pleinement justifié au regard des enjeux économiques soulevés par la réglementation prudentielle.**

Ce besoin de capacité d'influence justifie la création d'une équipe de recherche pluridisciplinaire ayant une envergure et une influence supranationales.

2.2. LES COMPAGNIES D'ASSURANCE DOIVENT ÊTRE EN MESURE DE CONTINUER À JOUER LEUR RÔLE DE FINANCEUR DE LONG TERME DE L'ÉCONOMIE

La refonte du cadre prudentiel appliqué aux compagnies d'assurance est utile, car elle permet de réfléchir à la manière la plus adéquate de gérer une activité complexe, et de rénover une réglementation qui n'est parvenue qu'imparfaitement à capter la réalité des risques auxquels sont exposés les assureurs.

Parmi les trois piliers prévus par le projet de directive Solvabilité II (exigences en capital, gouvernance et information), des évolutions positives peuvent être relevées. En particulier, le groupe accueille avec intérêt les évolutions en termes de transparence et de gouvernance.

Toutefois, la crise financière a mis en évidence les vices de conception de Solvabilité II :

- d'une part, le principe d'évaluation des actifs en valeur de marché est extrêmement nocif. Alors même que l'activité d'un assureur s'analyse sur le long terme, cette norme soumet l'activité de l'assureur à l'instabilité des marchés ;
- d'autre part, l'appréciation de la solvabilité d'un assureur à un horizon très court (un an), apparaît totalement inadaptée à cette activité ;
- enfin, la mesure du risque telle qu'elle est conçue est inopportune. Chaque compagnie d'assurance doit être en mesure de faire face à ses engagements confrontés à l'ensemble des risques de l'entreprise, soumis à des chocs d'intensité bicentenaire (pandémie, tempête etc.), avec une probabilité de 99,5 %.

Consciente des limites du projet de texte actuel, la Commission européenne a multiplié les dispositifs techniques censés corriger les vices de conception du Pilier 1 (prime contra-cyclique, *dampener action*, *dampener spread*, *matching premium* etc.). Ces dispositifs ajoutent une complexité folle à un dispositif déjà trop sophistiqué, et ne répondent pas entièrement aux inconvénients du texte initial.

Au final, Solvabilité II ferait de l'assurance une activité pro-cyclique, alors même que la durée de ses engagements lui permettrait d'amortir les chocs de court terme auxquels les économies européennes sont confrontées. Se priver du rôle de financeur de long terme des assureurs, principalement à travers l'assurance-vie, serait contraire à la volonté de mettre en œuvre des politiques de croissance ambitieuses.

Proposition n° 11 : **Faire entrer en vigueur le Pilier 2 de Solvabilité II, et demander à la Commission européenne de reprendre intégralement ses travaux sur le Pilier 1 afin que celui-ci ne handicape pas le financement de long terme de l'économie**

Dans ce cadre, le groupe recommande que :

- **le Pilier 2 de Solvabilité II entre en vigueur aussi rapidement que possible**, en raison des avancées utiles qu'il apporte. Cette entrée en vigueur serait une amélioration décisive pour la régulation de ce secteur ;
- **le Pilier 1 ne soit pas mis en œuvre, et que la Commission reprenne ses travaux avec pour objectif d'éliminer les vices initiaux du texte, en particulier sur le risque long**, et non plus seulement de chercher à atténuer ses effets collatéraux. **Il faut en effet avoir le courage de reconnaître que le texte ne répond plus à ses objectifs initiaux, que les techniciens ont perdus de vue ;**
- le pilier 3 soit adapté aux changements apportés sur le pilier 1. Un effort de rationalisation devrait également être fait sur ce pilier : il n'est pas pertinent de demander des centaines d'états comptables ou prudentiels à un organisme d'assurance si les superviseurs ne les jugent pas utiles à leur contrôle. Un Pilier 3 revu et allégé pourrait donc entrer en vigueur en même temps que le Pilier 2 ;
- **un superviseur européen des compagnies d'assurance soit mis rapidement en place, sur le modèle du schéma qui semble se dessiner pour les banques** (cf. *supra*).

Proposition n° 12 : **Mettre en place rapidement, sur le modèle du schéma qui semble s'esquisser pour les banques, une architecture de supervision des compagnies d'assurance couvrant l'ensemble de la zone euro**

2.3. POUR COMPENSER EFFICACEMENT LA DIMINUTION DU RÔLE DE TRANSFORMATION DES BANQUES, LE RECOURS AUX MARCHÉS FINANCIERS DEVRA ÊTRE ORGANISÉ

Comme évoqué *supra*, les banques françaises prêtent à l'économie beaucoup plus qu'elles ne collectent⁸⁹. La réorientation massive de l'épargne des Français vers le bilan des banques permettrait de maintenir le rôle de celles-ci dans le financement de l'économie. Cependant, cela reviendrait à transformer de l'épargne de long terme (immobilier et assurance-vie) en épargne de court terme (dépôts bancaires). Dans un contexte de déficit d'épargne longue pour préparer la retraite, ce mouvement ne semble pas favorable aux épargnants. **Il faut, dès lors, accepter un certain recul du rôle des banques dans le financement de l'économie française et envisager des solutions alternatives pour accompagner les emprunteurs. Certaines de ces solutions peuvent consister à favoriser un recours accru aux financements de marché.**

Il convient ici de renvoyer aux propositions formulées par Paris Europlace dans son Livre Blanc pour 2012-2015. L'axe n°2 visant à relancer le financement des entreprises, et notamment des PME, contient plusieurs propositions tout à fait adaptées à la situation :

- renforcer les fonds propres des PME ;
- développer l'accès des entreprises, y compris les PME, au marché obligataire ;
- appuyer les nouvelles filières de financement de projets ;
- développer une titrisation saine au service de l'économie réelle ;
- soutenir les actions du Pôle de compétitivité Finance Innovation.

Ce recours accru au marché devra se faire dans un cadre réglementaire sécurisant et pragmatique.

Dans cette perspective, le groupe de travail formule cinq propositions :

Proposition n° 13 : **Adapter la législation de manière à autoriser l'émission par les banques opérant en France d'obligations garanties par des portefeuilles de crédits aux PME et aux ETI (covered bonds)**

Seules les banques de proximité sont en mesure de dispenser les financements aux ETI/PME et d'en gérer les risques sur la durée. Les formules de financement direct par le marché obligataire resteront, pour ce segment de clientèle, marginales dans le meilleur des cas.

89 2 146 Md€ d'encours de crédits au 31 décembre 2011 aux agents résidents pour 1 355 Md€ de dépôts après retraitement des encours sur livrets réglementés centralisés à la CDC.

Pour limiter l'impact de Bâle III, en particulier du ratio de liquidité à long terme, sur le financement des PME, il conviendrait de permettre aux banques de trouver sur les marchés de capitaux une source efficace de refinancement de leurs encours aux ETI/PME, leurs permettant de trouver des ressources longues optimisées.

Plutôt que des formules de titrisation, mal adaptées et coûteuses pour des portefeuilles de crédits à des entreprises de taille moyenne, la formule idéale serait la création d'un mécanisme d'émissions foncières (*covered bonds*). Bien établies sur le marché, en France et dans plusieurs pays européens (dont l'Allemagne avec le très profond marché des *Pfandbriefe*), les obligations foncières sont aujourd'hui réservées au refinancement des crédits à l'habitat et des crédits au secteur public.

Il serait par conséquent opportun de mettre à l'étude la création d'une législation adaptée en France pour les crédits aux entreprises de taille moyenne.

À l'inverse de certaines opérations de titrisation, les obligations foncières ne déchargent les banques ni du poids des crédits accordés, ni des risques associés : la responsabilité des prêteurs sur la qualité des actifs sous-jacents reste donc totale, ce qui est essentiel sur un marché aussi sensible en termes de risque.

Proposition n° 14 : **Mettre en place, comme d'autres pays européens, des mécanismes adaptés d'apport de liquidité pour le financement du commerce extérieur en complément de l'assurance-crédit Coface**

À l'heure où le déficit de sa balance commerciale constitue pour la France un défi considérable, il paraît essentiel que la capacité des banques françaises à accompagner les exportateurs reste intacte. Or, **la combinaison des difficultés d'accès au dollar pour les banques françaises et des réformes prudentielles en cours menace gravement sur le financement du commerce extérieur.**

Cette menace a déjà été identifiée dans plusieurs pays européens qui ont, ces dernières années, développé des mécanismes complémentaires à l'assurance-crédit pour apporter des sources de financements longs à leurs exportateurs : option d'une garantie directe en complément de l'assurance-crédit (Allemagne, Pays-Bas, Danemark) permettant le financement des crédits à l'exportation ou leur refinancement sur le marché obligataire (*covered bonds* ou émissions directes), rôle de la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW) en Allemagne, financement par un acteur public en Autriche (OeKB), *Export Credits Guarantee Department* (ECGD) au Royaume-Uni etc. Sans départir d'aucune façon les banques commerciales de leur rôle en matière d'analyse et de prise de risques, il pourrait être envisagé que la future BPI soit partie prenante dans la mise en place de ce type de mécanisme en France.

Proposition n° 15 : **Orienter le financement des infrastructures publiques vers le marché obligataire**

Par ailleurs, la forte pénalisation des financements de long terme sous Bâle III conduira à une raréfaction importante des financements bancaires d'infrastructures, en particulier au-delà de durées de cinq à sept ans. Il est de ce fait nécessaire de développer et de promouvoir des formules efficaces de financement ou de refinancement de ces infrastructures par le marché obligataire. Ces actifs longs, tangibles et sûrs, sous réserve que les conditions techniques et juridiques de montage soient réunies, se prêtent *a priori* assez bien aux besoins de gestion de l'épargne longue des assureurs et des fonds de pension.

Il pourrait être imaginé, à l'échelle européenne, que la BEI joue un rôle clef en la matière, même si des solutions nationales doivent également être recherchées.

Proposition n° 16 : **Recréer un instrument de financement du secteur public local**

Concernant les financements bancaires de très long terme nécessaires aux investissements du secteur public local, tout indique qu'ils ne seront que médiocrement satisfaits par les banques commerciales dans le nouveau contexte prudentiel. Le marché obligataire restera par ailleurs pour les collectivités locales de taille moyenne d'une aide limitée,

et le projet d'agence d'émissions mutualisées porté par certaines associations d'élus présente un potentiel étroit dans le meilleur des cas⁹⁰.

Au-delà des manœuvres très complexes actuelles touchant au démantèlement de Dexia, il paraît souhaitable de recréer un instrument s'inspirant de l'ancienne Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales (CAECL), tout en préservant un outil performant de refinancement des crédits par obligations foncières.

Proposition n° 17 : **Promouvoir une définition et une réglementation internationale des activités du *Shadow Banking***

Enfin, comme développé dans la partie 2 de ce rapport, **un renforcement de la stabilité des banques qui ne s'accompagnerait pas d'une réglementation suffisante des autres acteurs du système financier serait sans effet durable sur la stabilité financière.** Cela aurait à l'inverse pour conséquence d'accroître l'exposition aux risques des épargnants qui confient leurs économies aux acteurs non bancaires (OPCVM, gestionnaires d'actifs, compagnies d'assurance, fonds de pension dans certains pays,...). **Le groupe s'inquiète de cette situation : tout concourt en effet à faire du *Shadow Banking* l'épicentre de la prochaine crise financière.**

Dès lors, le bon niveau de réglementation pour chacun de ces acteurs doit être défini.

Le groupe de travail recommande d'adopter une approche cohérente et globale des activités de collecte de dépôts et d'octroi de crédit, indépendamment de la nature des acteurs qui interviennent. Cette approche semble être la seule possible pour avoir une réelle maîtrise des risques de transformation et de crédit.

En s'inspirant des préconisations publiées en juin 2012 par l'*Institute of International Finance*⁹¹, le groupe plaide pour la promotion d'une **définition et d'une réglementation internationale** des activités du *Shadow Banking*. **La terminologie même de ce système de financement moins régulé possède une connotation négative, qui reflète mal les effets bénéfiques que ces activités peuvent avoir lorsqu'elles sont au service du financement de l'économie et exercées dans des structures et montages financiers maîtrisés.**

L'*Institute of International Finance* fournit des pistes concrètes pour réguler efficacement le *Shadow Banking*, en adoptant une logique d'ensemble des activités de financement. En particulier, **trois axes d'amélioration sont proposés :**

- mettre en place un système de collecte d'information global, permettant de doter les superviseurs d'outils partagés de suivi des activités du *Shadow Banking* ;
- analyser et évaluer le niveau de risque des activités du *Shadow Banking* ;
- proposer des règles permettant de maîtriser ces risques en raison de l'impossibilité d'isoler totalement le système bancaire régulé du *Shadow Banking*.

2.4. L'ÉPARGNE INDIVIDUELLE DOIT ÊTRE RÉORIENTÉE VERS LES FINANCEMENTS DE LONG TERME DE L'ÉCONOMIE

Le groupe estime également indispensable que la puissance publique mobilise l'épargne nationale en faveur des investissements de long terme et des actions d'entreprises (cf. *contribution n°1*) ; en l'absence de fonds de pension susceptibles de se comporter en investisseurs avisés de long terme, il s'agira principalement de mobiliser l'épargne individuelle des Français.

Avant de formuler des propositions, le groupe souligne que **deux pré-requis lui apparaissent de première importance :**

- d'une part, la mobilisation de l'épargne ne peut se faire qu'au moyen d'une adaptation des incitations fiscales. Cependant, le contexte budgétaire doit inviter à ce que ces incitations soient neutres budgétairement, c'est-à-dire qu'elles soient financées via la réduction symétrique d'autres avantages fiscaux ;
- d'autre part, une telle mobilisation suppose que les niveaux de risque portés par les épargnants augmentent : il conviendra de veiller à ce que ceux-ci ne deviennent pas excessifs.

⁹⁰ Sauf à bénéficier d'une garantie directe de l'État ; une telle garantie ne serait cependant pas souhaitable, car elle serait désresponsabilisante pour les prêteurs et les emprunteurs.

⁹¹ *Institute of International Finance*, "Shadow Banking": A Forward looking Framework For Effective Policy, juin 2012.

De manière synthétique, le groupe de travail considère que la fiscalité de l'épargne doit être revue en profondeur :

- une taxation excessive du capital est préjudiciable à l'épargne et à l'investissement, et *in fine* à la croissance ;
- les avantages fiscaux doivent être réduits pour les supports liquides et sans risque, et renforcés pour les supports à durée longue et risquée ;
- le projet de doublement du plafond des livrets réglementés doit être aménagé, de manière à limiter le coût budgétaire de cette réforme et d'en améliorer l'utilité économique.

La théorie économique a depuis longtemps établi que la fiscalité est neutre sur le niveau d'épargne mais déterminante sur la sélection des actifs détenus, notamment sur le choix entre épargne financière ou immobilière et entre les différentes catégories d'actifs financiers (livrets réglementés, actions, assurance-vie, ...). Dans le contexte actuel de rendements faibles, voire négatifs, pour de nombreux supports, la fiscalité devient un critère décisif. Il est donc encore plus important de veiller à ce qu'elle oriente les flux d'épargne de manière cohérente avec la stratégie économique de l'État.

Avec l'alignement de la fiscalité de l'épargne sur la fiscalité du travail, l'État risque de se priver d'un puissant levier d'animation d'une politique au service du financement de l'économie.

Proposition n° 18 : **Rééquilibrer les avantages fiscaux à l'épargne en faveur des instruments à durée longue et relativement risqués, en particulier les actions**

En effet, cet alignement accentuera le déséquilibre de l'épargne des Français. Le niveau de prélèvement constituera une incitation puissante à ne pas prendre de risques, sauf dans les enveloppes bénéficiant de taxation allégée. Par conséquent, les flux d'épargne disponibles devraient s'orienter vers les trois supports qui captent déjà plus de 90 % de l'épargne des ménages :

- l'immobilier, favorisé par trois principaux facteurs :
 - le financement par l'endettement permet un puissant effet de levier sur les rendements ;
 - la taxation des plus-values immobilières devrait être maintenue à 19 % et se trouve atténuée par le mécanisme des abattements après une certaine durée de détention ;
 - le fait que ce type de placement soit perçu comme sans risque par une grande partie de la population française.
- l'assurance-vie ; celle-ci devrait continuer à bénéficier d'un traitement fiscal relativement favorable et sa souplesse d'utilisation devrait continuer d'attirer les flux des épargnants, sous réserve que les rendements des actifs généraux cessent de se dégrader ;
- les livrets réglementés, qui vont bénéficier (*cf. infra*) de l'absence de risque, d'une liquidité totale et d'une absence de fiscalité.

Dans un contexte de doublement du plafond des livrets, de restriction des crédits immobiliers et d'une conjoncture économique dégradée, on peut raisonnablement se demander s'il restera des flux d'épargne pour alimenter les autres supports utiles à l'économie tels que les OPCVM, les actions, les obligations, les PERP etc. Il apparaît dès lors urgent de rétablir un équilibre entre les incitations fiscales des différents supports selon une logique économique simple et cohérente :

- pas ou peu d'incitations pour l'épargne sans risque et liquide ;
- des incitations fiscales progressives pour l'épargne risquée et à long terme.

Dans cette perspective, le groupe de travail suggère de réformer la fiscalité de l'épargne selon les axes suivants :

- réduire les avantages fiscaux et sociaux des livrets réglementés ;
- conditionner et différencier les avantages de l'assurance-vie à une détention plus longue et progressive (par exemple 10 ou 12 ans) ; la nature des actifs pourrait également être prise en compte, ce qui impliquerait de revoir la réglementation Solvabilité II pour permettre aux compagnies d'assurance-vie d'investir davantage en actions ;
- imaginer un système de retraite supplémentaire attractif, soit en entreprise, soit pour les particuliers, qui réponde au double problème du financement à long terme de l'économie (les engagements de retraite sont des engagements longs) et de chute des taux de remplacement, notamment pour les cadres ;
- augmenter le plafond de versement sur le PEA en créant un compartiment dédié aux PME/ ETI cotées et non cotées ;

- créer un PEO (plan d'épargne obligations) sur le modèle du PEA permettant de développer la détention en direct par les ménages d'obligations d'entreprises européennes. Au-delà d'un plafond, une enveloppe supplémentaire pourrait être réservée à la souscription d'obligations émises par des PME et ETI ; les banques devraient alors jouer un rôle clé de conseil pour éviter que les ménages investissent dans des produits dont le risque est généralement mal apprécié ;
- appliquer aux plus-values sur actions le même mécanisme d'abattement en fonction de la durée de détention que celui existant sur les plus-values immobilières ;
- de manière générale, réduire les avantages sur les investissements immobiliers qui bénéficient déjà d'une perception de placement sans risque, d'un financement avec effet de levier et d'une totale exonération pour la résidence principale.

Proposition n° 19 : **Aménager le projet de doublement du plafond des livrets réglementés pour optimiser à la fois le coût budgétaire et l'utilité économique de la mesure**

En l'état actuel, le projet de doublement du plafond du livret A et du livret de développement durable (LDD) est à la fois injuste et contre-productif. Il se traduira en effet essentiellement par un effet d'aubaine pour les contribuables les plus aisés, sans avoir d'impact sur le financement de l'économie :

- il déplacera une partie de l'épargne aujourd'hui investie en comptes à terme, et en assurance-vie si les rendements obligataires de la zone euro continuent à se dégrader, vers le livret A et le LDD qui sont défiscalisés. On peut donc craindre une substitution d'une épargne un peu plus longue (comptes à terme bloqués, assurance-vie, supports diversifiés des PEA) vers une épargne très courte et très liquide (livrets). Une telle substitution est pénalisante pour le financement de l'économie ;
- par ailleurs, les fonds collectés par le livret A sont majoritairement destinés à financer le logement social. Or, avec des encours dépassant déjà 200 Md€⁹², le logement social ne souffre pas d'un manque de financement mais d'un manque de disponibilité du foncier. Augmenter encore l'encours du livret A revient à priver l'économie de ressources utiles à son financement pour les immobiliser (en partie) ;
- enfin, cette mesure ne bénéficiera qu'aux Français les plus aisés. Les données de l'INSEE montrent que 40 % des ménages ont un patrimoine financier moyen inférieur à 13 000€ : ces derniers ne pourront donc de toute façon pas augmenter leurs placements sur ces livrets, même si leur plafond (avant le 1^{er} octobre 2012, de 15 300 € pour le livret A et de 6 000 € pour le LDD) est doublé. Le plafond antérieur au 1^{er} octobre 2012 était déjà tellement élevé que moins de 10 % des livrets étaient au plafond, alors même que le livret A est l'un des instruments sans risque les plus attractifs. Il en résultera un effet d'aubaine : seuls les Français ayant la capacité financière de saturer leurs livrets A et LDD, c'est-à-dire les plus aisés d'entre eux, bénéficieront de l'exonération fiscale qui y est attachée.

Le projet de doublement du plafond s'étant concrétisé, il conviendrait de l'aménager à plusieurs niveaux :

- relever les plafonds au fur et à mesure de l'emploi effectif des fonds ; cette mesure permettrait de laisser les ressources à disposition de l'économie tant que les encours actuels n'auront pas été utilisés pour financer le logement social ;
- fiscaliser les sommes dépassant un niveau considéré comme un plafond acceptable pour l'épargne de précaution ; par exemple ce niveau pourrait être fixé entre six mois et une année de salaire médian des Français. Le récent rapport de Pierre Duquesne⁹³ sur l'épargne réglementée envisage ainsi de soumettre à des prélèvements sociaux tout ou partie des livrets ;
- diversifier l'emploi des ressources en cas d'encours dépassant 250 Md€, par exemple pour financer les collectivités locales ou de grands projets d'infrastructures ;
- bloquer partiellement les sommes investies au-delà du montant considéré comme l'épargne de précaution.

⁹² L'encours de l'ensemble des livrets réglementés dépasse les 300 Md€.

⁹³ Pierre Duquesne, Rapport sur la réforme de l'épargne réglementée, septembre 2012.

UN « ART RÉGLEMENTAIRE », CONDITION DE LA SÉCURITÉ DES MARCHÉS, DU CRÉDIT ET DES ACTEURS, DEVRA RAPIDEMENT ÊTRE RESTAURÉ

En complément de ces propositions techniques, le groupe veut insister sur le fait que la crise est aussi venue de la réglementation elle-même (cf. contribution n°3). Celle-ci est devenue si compacte, si mouvante, éclatée et changeante, que les États et les agents économiques en ont pâti tout autant qu'ils ont souffert des événements économiques et financiers. **Si l'on n'adopte pas une meilleure façon de faire les réglementations (« l'art réglementaire »), et si l'on aggrave leur défaut d'élaboration et de forme, il en résultera un impact négatif sur l'économie réelle.**

La façon de rédiger les textes, par des régulateurs internationaux et par la Commission européenne doit être mise en cause. L'instabilité dans le temps des textes et leur caractère confus et pointilleux font que les normes ne répondent plus à l'objectif de préservation de la sécurité juridique.

Indépendamment de la mauvaise qualité de conception et de rédaction des textes, leur multiplication est dommageable. Les auteurs des multiples réglementations récentes ou envisagées ne suppriment pas les précédentes, compliquent le système, ce qui engendre des difficultés pour les coordonner, et entraîne des incohérences et des lacunes. À titre d'exemple, la *Volcker rule* admet des exceptions, dont l'énoncé nécessite 85 pages, dont certaines posent déjà des difficultés d'interprétation, et la loi *Dodd-Frank* occupe plus de 800 pages, souffrant du fait que peu de textes d'application ont été pris.

L'influence de la culture nord-américaine a joué un rôle important à cet égard. Le droit nord-américain, semblable en cela au droit anglais, n'est pas légicentré ; il résulte de l'accumulation de solutions particulières, issues de multitudes de procès. Les textes actuellement en projets procèdent de la même façon, en prévoyant des centaines d'hypothèses, avec autant de microscopiques solutions. Dans une telle accumulation de dispositions, la réglementation ne peut que s'accroître et se développer, car on se retrouve toujours dans une situation que le rédacteur n'a pas précisément prévue.

Les législateurs nationaux européens sont également responsables d'une dégradation de la qualité de la norme, et de son instabilité. Ce constat est particulièrement patent en matière fiscale, et l'insécurité juridique qui en résulte entraîne d'importants coûts économiques.

Proposition n° 20 : **Sensibiliser les autorités publiques en charge de la régulation financière et les législateurs nationaux à la nécessité de disposer de normes intelligibles, claires et stables dans le temps**

L'effet néfaste de cette manière défectueuse de concevoir les textes s'est particulièrement fait sentir à partir de 2007. Si toutes les nouvelles normes cherchent à corriger les choix de règles, les rédacteurs ne se sont pas souciés, jusqu'à présent, de remédier à l'état désastreux de l'art réglementaire. Il est pourtant déterminant car il est le premier gage, dans sa qualité, de la sécurité du système. C'est pourquoi le groupe recommande que les deux principes généraux suivants soient à l'avenir respectés :

- **les textes réglementaires devront satisfaire l'impératif de sécurité juridique : clarté dans leur sens, stabilité dans le temps et cohérence dans leur articulation.** En s'inspirant des rédacteurs du Code civil, dont la simplicité est exemplaire, le régulateur devra restaurer les impératifs de clarté et de simplicité des textes, cohérents entre eux pour éviter l'inflation de solutions particulières ;
- **les textes devront manier les éléments de base du système juridique : les droits de propriété, le contrat, la responsabilité et le juge.**



CONTRIBUTIONS



Contribution n° 1 : La fiscalité de l'épargne

Par Eric Dussoubs, maître de conférence à Sciences Po Paris.

À titre préliminaire, il importe de nuancer le rôle de la fiscalité dans la collecte et l'orientation de l'épargne : la fiscalité est neutre sur le niveau d'épargne, mais elle est en revanche déterminante sur la sélection des actifs détenus, notamment sur le choix entre épargne financière ou immobilière, ou entre différentes catégories d'actifs financiers.

Les déterminants de l'épargne sont bien établis par la théorie économique⁹⁴ : ils dépendent essentiellement du niveau de revenu réel et de sa croissance (c'est-à-dire de la croissance du PIB, de l'inflation et du niveau des taux d'intérêt réels), de l'anticipation qu'en font les ménages, de l'âge de l'épargnant et du cycle de vie, et de facteurs comme l'accès au crédit, le coût des études supérieures, l'existence d'un système de revenus de remplacement public (retraite, assurance-maladie, dépendance) ou encore la possession d'un logement⁹⁵.

La fiscalité intervient à un stade ultérieur, en modifiant la rentabilité du capital : elle est secondaire dans le choix de consommer ou d'épargner, mais est en revanche un déterminant important de l'allocation de l'épargne entre différents actifs, surtout lorsque le rendement des différents actifs arbitrables est faible, ou leur écart de rendement limité.

À ce titre, et tout particulièrement dans le contexte actuel, la fiscalité de l'épargne a une influence sur le financement de l'économie : non pas en accroissant les flux de financement disponibles, mais surtout pour orienter l'épargne disponible vers un emploi déterminé.

Cette annexe analyse quelques problématiques et dégage quelques propositions pour la fiscalité de l'épargne :

- une différence entre imposition du travail et du capital doit être maintenue, pour ne pas accentuer le désavantage relatif dont souffre déjà la France dans l'attractivité des capitaux internationaux ;
- le renforcement des avantages fiscaux au profit de l'épargne liquide et non risquée, par exemple au moyen d'un doublement du plafond du livret A ou du LDD, se traduira par une allocation inefficace de l'épargne et se doublera d'un effet d'aubaine au profit des ménages les plus aisés.

1. IL EST NÉCESSAIRE DE DIFFÉRENCIER TAXATION DE L'ÉPARGNE ET TAXATION DU TRAVAIL POUR NE PAS ACCENTUER LE DÉSAVANTAGE FISCAL RELATIF DE LA FRANCE ET LIMITER LA FUITE DES CAPITAUX HORS DU PAYS

La dernière campagne présidentielle française a révélé l'existence d'un consensus politique en faveur d'un alignement de la fiscalité du travail et des revenus de l'épargne, par ailleurs presque réalisé aujourd'hui.

Historiquement, l'écart entre l'imposition des salaires et des revenus de l'épargne provenait surtout de l'existence d'un prélèvement forfaitaire libérateur (PFL), qui permettait de soustraire les revenus de l'épargne à l'IRPP pour les imposer à un taux forfaitaire.

Plusieurs modifications fiscales sont intervenues depuis deux ans, et ont quasiment annulé cet avantage. Les prélèvements sociaux ont été portés de 12,1 % en 2010 à 12,3 % au 1^{er} janvier 2011, puis à 13,5 % au 1^{er} octobre 2011⁹⁶. Le PFL est passé de 18 % en 2010 à 19 % au 1^{er} janvier 2011, puis à 24 % au 1^{er} janvier 2012 uniquement pour les intérêts (il a été ramené à 21 % pour les dividendes par le Parlement, et a été maintenu à 19 % pour les plus-values de cession mobilières).

Compte tenu de cette nouvelle situation fiscale, exercer l'option du PFL n'est plus toujours le choix le plus avantageux pour les contribuables. Le PFL ne génère une économie fiscale que dans certaines situations déterminées : il reste avantageux pour les intérêts pour les seuls contribuables imposés au-dessus de la tranche de 30 % à l'IRPP.

94 Pour une revue internationale de littérature sur la question, voir Peter Sturm, *Les déterminants de l'épargne : Revue économique de l'OCDE*, 1983. En France, voir Banque de France (Henri Fraise), *Du nouveau sur l'épargne des ménages français ? : Bulletin de la Banque de France n° 130*, octobre 2004.

95 Parmi d'autres études, une synthèse est proposée par l'INSEE : *L'économie française (dossier sur l'épargne des ménages) : 2006* ; voir également les actes du colloque organisé par la Banque de France en mars 2011 : *Epargne et choix de portefeuille des ménages : approches macro et micro-économiques*.

96 Ils se décomposent désormais en 8,2 points de CSG, 0,5 de CRDS, 3,4 points pour le prélèvement social, 0,3 de première contribution additionnelle au prélèvement social (canicule), et 1,1 point d'une seconde contribution additionnelle (pour financer le RSA).

GRAPHIQUE 11 : SIMULATION DE L'EXERCICE DU PFL POUR LES INTÉRÊTS SUR LIVRETS BANCAIRES

Pour 1000 € d'intérêts perçus sur livrets bancaires :								
Option 1 : imposition à l'IRPP					Option 2 : option pour le PFL à 19 %			
TMI IRPP	Prélèvements sociaux (13,5 %)	IRPP (dont CSG déductible de 5,8 %)	Taxation totale	Rendement net du capital	Prélèvements sociaux (13,5 %)	IRPP	Taxation totale	Rendement net du capital
0 %	135	0	135	865	135	190	325	675
5,5 %	135	52	187	813				
14 %	135	132	267	733				
30 %	135	283	418	582				
41 %	135	386	521	479				
					Option 3 : option pour le PFL à 24 %			
					Prélèvements sociaux (13,5 %)	IRPP	Taxation totale	Rendement net du capital
					135	240	375	625

Le PFL à 21 % pour les dividendes est à peu près équivalent au barème de l'IRPP, de sorte qu'il n'y a plus de véritable intérêt à l'utiliser pour les contribuables situés dans la tranche à 41 % de l'IRPP (sauf lorsque les dividendes dépassent 50 000 € par an, mais pour un gain fiscal très minime : de 62 € très exactement dans cette hypothèse, et de 1 375 € pour des dividendes qui représentent 100 000 € par an).

GRAPHIQUE 12 : SIMULATION DE L'EXERCICE DU PFL POUR LES DIVIDENDES

Pour 10 000€ ou 50 000€ de dividendes perçus:							
Cette simulation ne tient pas compte du crédit d'impôt (plafonné à 230€ et supprimé par la loi de finances pour 2011), ni des frais de garde							
	Option 1 : IRPP	Option 2 : PFL à 19 %	Option 3 : PFL à 21 %		Option 1 : IRPP	Option 2 : PFL à 19 %	Option 3 : PFL à 21 %
Revenu brut	10 000	10 000	10 000		50 000	50 000	50 000
Abattement (40 %)	4 000	N/A	N/A		20 000	N/A	N/A
Abattement (3050€ pour un couple)	3 050	N/A	N/A		3 050	N/A	N/A
Prélèvements sociaux (13,5 %)	1 350	1 350	1 350		6 750	6 750	6 750
CSG déductible (5,8 %) si TMI = 30 %	174	N/A	N/A		870	N/A	N/A
CSG déductible (5,8 %) si TMI = 41 %	238	N/A	N/A		1 189	N/A	N/A
TMI à 41 %	1 112	N/A	N/A		10 562	N/A	N/A
TMI à 30 %	833	N/A	N/A		7 824	N/A	N/A
PFL à 19 %	N/A		N/A		N/A	9 500	N/A
PFL à 24 %	N/A	N/A			N/A	N/A	10 500
Fiscalité totale si TMI 41 %	2 462	N/A	N/A		17 312	N/A	N/A
Rendement net du capital si TMI 41 %	7 538	N/A	N/A		32 688	N/A	N/A
Fiscalité totale si TMI 30 %	2 183	N/A	N/A		14 574	N/A	N/A
Rendement net du capital si TMI 30 %	7 817	N/A	N/A		35 246	N/A	N/A
Fiscalité totale si PFL 19 %	N/A	3 250	N/A		N/A	16 250	N/A
Rendement net du capital si PFL 19 %	N/A	6 750	N/A		N/A	33 750	N/A
Fiscalité totale si PFL 21 %	N/A	N/A	3 450		N/A	N/A	17 250
Rendement net du capital si PFL 21 %	N/A	N/A	6 550		N/A	N/A	32 750

Dans les autres cas, les revenus de l'épargne sont imposés comme les revenus salariaux, voire même davantage. Seuls les bénéficiaires de revenus mobiliers très importants ont toujours un intérêt marqué à opter pour le PFL, mais dans des proportions beaucoup plus réduites : si on reproduit cette simulation pour des dividendes d'un montant de 50 M€, l'avantage fiscal tiré de l'application du PFL a été réduit de moitié par son relèvement à 21 %⁹⁷.

Cette simulation ne tient pas compte des mesures fiscales annoncées pour la loi de finances pour 2013, notamment le relèvement de la tranche marginale supérieure de l'IRPP à 45 %. A autres paramètres inchangés, l'une des conséquences paradoxales de cette réforme serait de

⁹⁷ Pour 50 M€ de dividendes, l'IR du avec un taux marginal de 41 % est de 18,5 M€, l'impôt avec un PFL à 19 % de 16,2 M€, l'impôt avec un PFL à 21 % de 17,2 M€.

rendre à nouveau le PFL fiscalement attractif, avec un seuil de déclenchement beaucoup plus bas qu'actuellement (dès 30 000 € de dividendes perçus au lieu de 50 000 € actuellement).

Pour la quasi-totalité des contribuables, il n'existe plus de différence entre l'imposition des revenus salariaux et des revenus de l'épargne. Or, cette évolution est problématique, pour plusieurs raisons :

- dans une économie ouverte comme la France, où la croissance du PIB et donc le rendement du capital sont faibles, on peut s'attendre à une fuite de capitaux ;
- contrairement à la consommation, au foncier ou dans une moindre mesure au travail, le capital est une assiette mobile et facilement délocalisable ;
- l'épargne et le capital sont indispensables pour investir et préserver la croissance future, et doivent donc être fiscalement moins taxés que d'autres assiettes ;
- l'épargne est un résidu du revenu : elle a donc déjà été taxée soit au sein de l'entreprise, soit au niveau du revenu des ménages ;
- l'inflation, qui affecte davantage les revenus de l'épargne que les salaires (une partie de la masse salariale évoluant en fonction de l'inflation du fait de l'emprise du SMIC sur la pyramide des salaires), décourage l'investissement. La fiscalité ne doit pas renforcer cet effet négatif, dans un contexte de renforcement des normes prudentielles mécaniquement pénalisantes pour le financement de l'économie et le crédit.

Peu de pays ont fait le choix d'une telle convergence : au contraire, la plupart des pays de l'Union européenne ont augmenté l'imposition de la consommation, voire du travail dans quelques pays, et réduit l'imposition des dividendes et du capital, afin d'attirer les investissements et les entreprises dans leur pays.

Plusieurs mesures peuvent être utilisées pour étayer cette analyse. Elles ont toutes leurs caractéristiques et leur méthodologie propre, qu'il n'appartient pas à cette note de discuter. En revanche, on peut relever que quelle que soit la technique employée, elles donnent toutes des résultats convergents. D'abord en niveau : le capital est *relativement* plus taxé en France que dans les autres pays. Ensuite en tendance : l'imposition du capital a été abaissée depuis 10 ans dans les principaux pays de l'OCDE, mais *relativement* moins en France.

Si l'on prend la méthode du taux effectif moyen d'imposition, qui détermine la décision de localisation d'un investissement⁹⁸, le taux d'imposition français est le plus élevé en Europe, quel que soit l'actif considéré (investissement industriel, actifs financiers, machines...) à l'exception des actifs immatériels (le régime fiscal spécifique du brevet et le crédit impôt-recherche l'expliquant en grande partie), et quel que soit le mode de financement retenu (autofinancement, dette ou *new equity*)⁹⁹. Le taux nominal d'IS, qui est également un facteur important de l'attractivité fiscale, est encore plus défavorable à la France puisqu'il est le plus élevé de l'OCDE (34,4 %¹⁰⁰), États-Unis et Japon mis à part.

Si l'on prend ensuite l'imposition des dividendes, les comparaisons de l'OCDE montrent que la France est le pays où ils sont le plus taxés, si on additionne l'imposition du résultat au niveau de l'entreprise et l'imposition du dividende distribué au niveau de l'actionnaire : ce taux¹⁰¹ est de 57,8 % en 2011, contre 48,6 % en Allemagne, 52,1 % aux États-Unis, 36,6 % en Italie et en Suisse, et 41 % en moyenne dans l'OCDE. Surtout, la plupart des pays ont réduit ce taux de 10 points ou plus depuis 2000, alors qu'il n'a baissé que de cinq points en France¹⁰². Ces chiffres n'incluent cependant pas l'ensemble des taxes payées par les entreprises ou les bénéficiaires de dividendes. Un indicateur plus exhaustif, le taux implicite d'imposition du capital¹⁰³, montre aussi que le taux français est le plus élevé de l'Union européenne (37,2 % contre 21,5 % en moyenne dans l'UE à 25 en 2010). Agrégeant imposition du stock et des revenus du capital, à la fois des entreprises et des ménages, cet indicateur doit être pris avec précaution. Mais compte tenu des incertitudes sur l'incidence fiscale des différentes taxes, il a l'avantage de présenter une mesure complète de l'ensemble des impôts frappant le capital et donne un bon ordre de grandeur de l'imposition totale de cet agrégat entre différents pays.

Enfin, on peut relever que le capital est l'agrégat relativement le plus taxé en France, au sein de l'Union européenne. La taxation du travail représente 23,1 % du PIB contre une moyenne à 17,1 %

98 EATR dans la méthodologie de Devereux et Griffith, *Evaluating Tax Policy Decisions for Location Decisions : International Tax and Public Finance*, 2003. Le taux effectif marginal d'imposition (EMTR) détermine l'investissement supplémentaire, une fois la localisation géographique de l'investissement réalisée.

99 L'étude européenne la plus à jour est un rapport pour la Commission européenne établi en 2009 par Devereux, Elschner, Endres et Spengel (document TAXUD/2008/CC/099).

100 33,1/3 % auquel s'ajoute la contribution sociale sur les bénéfices de 3,3 % pour les entreprises réalisant plus de 7,6 M€ de chiffre d'affaires. Compte tenu des incertitudes sur la législation fiscale à venir, ce montant ne tient pas compte de quelques annonces récentes qui majoreront ce taux (suppléments d'IS pour les banques, les compagnies pétrolières ou les grandes entreprises...).

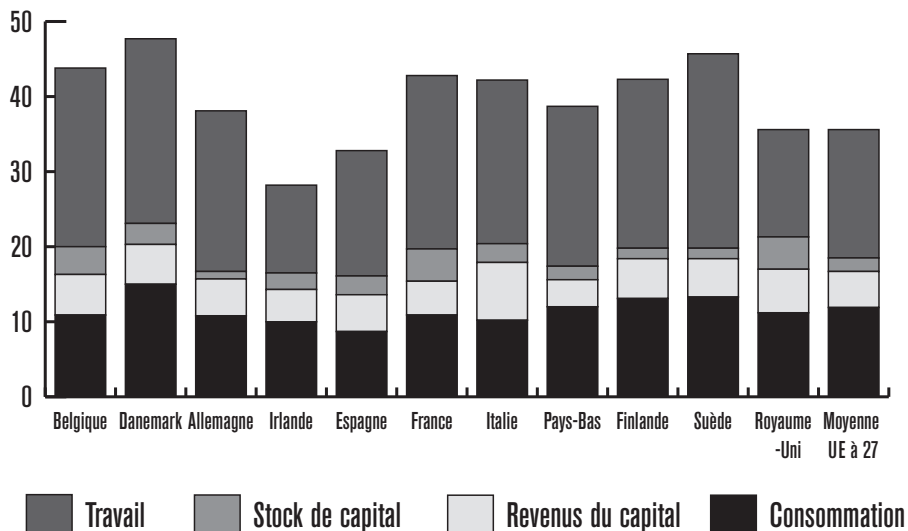
101 Overall statutory tax rate dans les statistiques de l'OCDE.

102 En 2000, ce taux était de 60,9 % en Allemagne, 67,3 % aux États-Unis, 44,9 % en Italie, 56,5 % en Suisse, et 49,1 % en moyenne dans l'OCDE.

103 Eurostat et Commission européenne, *Taxation Trends*, édition 2012.

dans l'UE à 27, mais l'écart avec les autres grands pays européens est en fait beaucoup plus faible (21,4 % en Allemagne, 21,8 % en Italie), Royaume-Uni mis à part (14,3 % PIB). La consommation est un peu moins imposée que dans le reste de l'Union européenne (10,9 % PIB en France, 11,9 % dans l'UE à 27, 13,3 % en Suède ou 15 % au Danemark). C'est en fait le capital qui est beaucoup plus taxé en France, et plus particulièrement le stock de capital : son imposition représente 4,3 % du PIB en France, contre 1,8 % en moyenne dans l'Union européenne (et 1,4 % en Suède, 1 % au Danemark).

GRAPHIQUE 13 : VENTILATION AU SEIN DE L'OCDE DES PRÉLÈVEMENTS OBLIGATOIRES PAR NATURE (2010, % DU PIB)



Source : Eurostat, *Taxation Trends*, données 2010.

La fiscalité n'est pas le seul déterminant des mouvements de capitaux. Mais dans un contexte de stagnation économique, dans lequel les rendements sont très faibles et le transport devenu peu coûteux, des écarts d'imposition de cette ampleur peuvent tout à fait motiver des investissements hors de France, ou conduire des investisseurs à privilégier un autre pays d'implantation¹⁰⁴. Compte tenu des besoins de financement cumulés des entreprises françaises, de la puissance publique et des ménages, la France ne peut pas prendre ce risque.

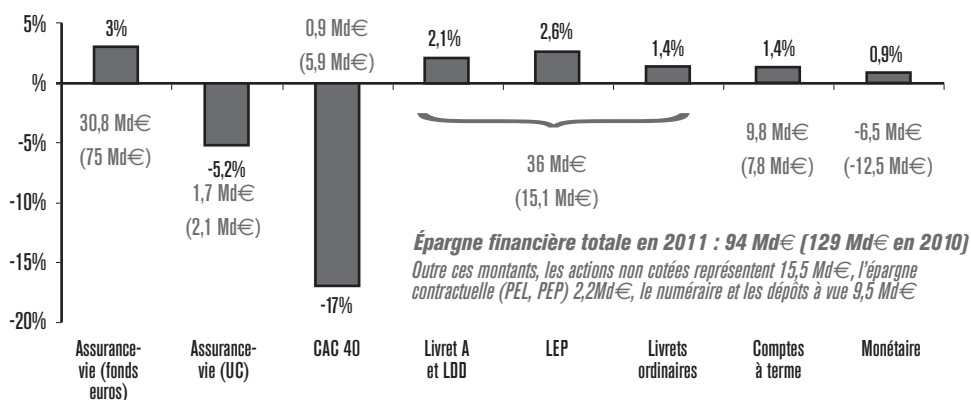
2. LE RENFORCEMENT DES AVANTAGES CONSENTIS À L'ÉPARGNE LIQUIDE ET NON RISQUÉE EST INEFFICACE SI ELLE N'EST PAS ASSORTIE DE CONTREPARTIES

Le projet de doubler les plafonds du livret A et du LDD, afin de financer respectivement le logement social et l'industrie, qui s'accompagne de la volonté de rehausser leur rémunération en fonction de la croissance, se traduira essentiellement par un effet d'aubaine pour les contribuables les plus aisés, sans avoir d'impact sur le financement de l'économie.

Le contexte actuel se caractérise par des perspectives financières et économiques incertaines en zone euro. Le rendement actuel et anticipé des différents actifs financiers qui dépendent plus ou moins de l'évolution de la conjoncture économique est donc très logiquement amoindri. A ce jour, l'écart de rendement entre les différents actifs financiers arbitrables par les épargnants (assurance-vie, comptes à terme, livrets) est extrêmement faible, de l'ordre de quelques dixièmes de points :

¹⁰⁴ Pour une compilation d'exemples concrets, voir Genschel et Schwarz, *Tax Competition : A Literature Review* : *Socio-Economic Review*, 2011.

GRAPHIQUE 14 : RENDEMENTS ET FLUX D'ÉPARGNE DE DIFFÉRENTS PRODUITS FINANCIERS



Sources : FFSA et Banque de France.

Moyenne annuelle des différents rendements et flux d'épargne correspondants en 2011. Données 2010 rappelées entre parenthèses.

Les données présentent des rendements bruts, c'est-à-dire avant prise en compte de la fiscalité. Le renforcement de l'imposition des revenus du capital, combinée à l'annonce d'un doublement des plafonds des livrets A et LDD, va donc mécaniquement accentuer l'avantage relatif dont disposent ces produits par rapport à d'autres classes d'actifs (assurance-vie, actions et OPCVM). Dans un contexte d'écart de rendement limité à quelques dixièmes de points, une modulation de la fiscalité peut faire la différence et conduire à des déplacements de capitaux importants entre supports.

Une illustration est donnée par des variations entre l'année 2010 et l'année 2011. Dans un contexte de réduction globale de l'épargne financière des ménages (de 129 Md€ en 2010 à 94 Md€ en 2011), on a observé pendant ces deux années d'importants déplacements de l'épargne financière des ménages vers les livrets réglementés ou ordinaires (doublement du flux annuel par rapport à 2010), au détriment des placements en assurance-vie (-40 Md€) et en actions cotées (-5 Md€). Or, pendant ces deux années, la fiscalité de l'épargne n'a pas été modifiée de manière catégorielle (hormis quelques mesures spécifiques et d'ampleur limitée, comme la perception au fil de l'eau des prélèvements sociaux sur les contrats d'assurance-vie).

Ces mouvements s'expliquent par une baisse des rendements des actions et de l'assurance-vie, et par des perspectives incertaines sur leur rendement futur, largement corrélé à la croissance au sein de la zone euro. Ils donnent néanmoins un indice des déplacements d'épargne plus importants encore qui pourraient se produire si l'avantage fiscal des livrets, relativement aux autres produits, était encore accentué (par exemple par un doublement du plafond des livrets défiscalisés, un renforcement de la fiscalité sur les dividendes ou les plus-values, ou sur l'assurance-vie). La fiscalité est un instrument puissant pour inciter aux arbitrages entre actifs : pour ne donner qu'un exemple, l'amendement Fourgous, qui permet depuis 2005 de transformer au sein d'une assurance-vie une partie d'un fonds euro en support en UC, a conduit au transfert de 50 Md€ d'épargne.

Le problème posé par de tels déplacements est que l'emploi de l'épargne n'est pas complètement libre : selon le support qui la collecte, les secteurs financés ou les bénéficiaires de prêts originés à partir de l'épargne collectée sont identifiés par la loi, ou par la pratique financière. Par exemple, les fonds collectés sur les livrets réglementés financent à 90 % le logement social et des opérations de rénovation urbaine. Un tiers des encours d'assurance-vie finance la dette publique d'États de l'OCDE. Ces sommes sont autant d'épargne disponible en moins pour financer les entreprises.

GRAPHIQUE 15 : CARACTÉRISTIQUES ET EMPLOIS DES SUPPORTS D'ÉPARGNE

Support d'épargne	Flux annuel Décembre 2011	Encours totaux Décembre 2011	Emploi
Numéraire	6 Md€	55,6 Md€	Epargne thésaurisée non transformée (billets, pièces, or)
Livrets et CEL	36,5 Md€	561,4 Md€	<p>Pour les livrets réglementés : 83 % financent la construction et réhabilitation du parc locatif social, 6 % des opérations de rénovation urbaine. 6 % financent les infrastructures de transport (transports collectifs, ports et LGV), les projets immobiliers universitaires (plan campus) et hospitaliers (plan Hôpital 2012), la mise en conformité des installations de traitement des eaux usées. 5 % sont consacrés au refinancement d'Oséo (qui accorde des prêts aux PME et garantit leurs crédits), usage pour lequel sont spécifiquement fléchés les fonds du LDD (source: rapport du fonds d'épargne 2011)</p> <p>Pour les livrets non réglementés : pas d'emploi spécifique</p> <p>Pour le CEL : en théorie, le secteur immobilier puisque le CEL permet d'obtenir un prêt bonifié à son dénouement. En pratique, d'après le rapport de l'IGF sur les niches fiscales, seul 5,8 % des encours sont convertis en prêts immobiliers (27 % en 1996). Le CEL n'a donc plus véritablement d'emploi spécifique.</p>
Dépôts à vue	3,4 Md€	310,4 Md€	Pas d'emploi spécifique
OPCVM monétaires	-6,5 Md€	39,6 Md€	Finance le marché monétaire (essentiellement les BTF de l'Etat, et titres des sociétés financières)
Titres de créance	0,8 Md€	59,4 Md€	Finance des créances (sur l'Etat ou des sociétés) détenues directement par les ménages, ce qui est assez rare.
Actions cotées	0,7 Md€	143,8 Md€	Finance les fonds propres des entreprises cotées.
OPCVM non monétaires	-7,3 Md€	235,9 Md€	Finance les entreprises (FCP, SICAV, SCPI...).
Comptes à terme	9,8 Md€	85,1 Md€	Finance généralement le marché monétaire.
Epargne contractuelle (PEL, PEP, sommes non investies d'un PEA)	2,2 Md€	207,5 Md€	<p>Pour le PEL : comme pour le CEL, une vocation immobilière à l'origine, qui n'a plus d'emploi spécifique aujourd'hui.</p> <p>Le PEP est en cours d'extinction.</p> <p>Le PEA finance les fonds propres des entreprises européennes.</p>
Assurance-vie en euros	30,8 Md€	1 175,1 Md€	Les encours d'assurance-vie sont placés à 33 % dans la dette souveraine d'Etats de l'OCDE (dont 12 points dans la dette de la France), à 37 % dans des obligations d'entreprise (c'est-à-dire des grandes entreprises qui ont accès au marché), à 17 % des actions, à 2 % de l'immobilier, et à 6 % du monétaire. La majorité des actifs d'entreprise détenus sont des obligations bancaires.
Assurance-vie en UC	1,7 Md€	210,2 Md€	
Actions non cotées	15,9 Md€	507,8 Md€	Finance les fonds propres des entreprises non cotées.
Total placements financiers	93,9 Md€	3 591,8 Md€	

Sources : Banque de France, compte financier des ménages 2011.

Les principaux placements financiers des ménages, aujourd'hui les livrets et l'assurance-vie, bénéficient déjà d'un avantage fiscal – celui des livrets réglementés étant supérieur puisque ses revenus sont totalement exonérés d'impôts et de prélèvements sociaux, contrairement à l'assurance-vie (prélèvements sociaux de 13,5 % + imposition à la sortie de 35 % si le contrat a moins de 4 ans d'ancienneté à 7,5 % s'il en a plus de huit). Renforcer l'avantage fiscal consenti aux livrets défiscalisés drainera donc une part plus importante de l'épargne vers le financement du logement et de l'immobilier.

Il ne s'agit pas de nier les difficultés de ce secteur, qui souffre d'un manque d'offre de logement. Mais de très nombreux travaux ont montré que l'issue se trouvait moins dans un renforcement des financements disponibles que dans une évolution de la réglementation, notamment une libération du foncier constructible par les différentes collectivités publiques¹⁰⁵. De plus, à ressources publiques de plus en plus contraintes, le financement du logement apparaît aujourd'hui moins prioritaire que le financement de l'emploi et de l'investissement.

La mesure proposée déplacera une partie de l'épargne aujourd'hui investie en comptes à terme, voire en assurance-vie si les rendements obligataires de zone euro continuent à se dégrader, vers le livret A et le LDD qui sont défiscalisés. On peut donc craindre une substitution d'une épargne un peu plus longue (comptes à terme bloqués, assurance-vie, supports diversifiés des PEA) vers une épargne très courte et très liquide (livrets). Une telle substitution serait pénalisante pour le financement de l'économie. De plus, elle est susceptible de perturber le système financier : la liquidité absolue d'un placement s'analyse, pour le gestionnaire de fonds, comme une option permanente de rachat. Le droit pour un épargnant de retirer ses fonds à n'importe quel instant revient à réduire

¹⁰⁵ Hervé Boulhol, *Améliorer le fonctionnement du marché du logement français*, OCDE WP 861, 2011.

la durée de investissements que peut effectuer le gestionnaire de fonds : une épargne très liquide le contraint à n'investir que dans des actifs peu risqués et très liquides. Concrètement, ce système le conduit à privilégier des titres de dette publique ou de dette de grandes entreprises cotées (qui ont accès au marché et pourraient aisément trouver des financements), au détriment du financement des PME, des investissements longs, des entreprises non cotées, ou de titres de fonds propres.

Enfin, cette mesure ne bénéficiera qu'aux Français les plus aisés. Les données de l'INSEE montrent que 40 % des ménages ont un patrimoine financier moyen inférieur à 13 000 € : ces derniers ne pourront donc de toute façon pas augmenter leurs placements sur ces livrets, même si leur plafond (actuellement de 15 300 € pour le livret A et de 6 600 € pour le LDD) est doublé. Il en résultera un effet d'aubaine : seuls les Français ayant la capacité financière de saturer leurs livrets A et LDD, c'est-à-dire les plus aisés d'entre eux, bénéficieront de l'exonération fiscale qui y est attachée.

3. L'INCITATION FISCALE DOIT AU CONTRAIRE ÊTRE UTILISÉE POUR FAVORISER L'ÉPARGNE EN ACTIFS DONT SE DÉTOURNENT LES ÉPARGNANTS : L'ÉPARGNE D'UNE DURÉE LONGUE ET L'ÉPARGNE EN ACTIONS

La France se situe aujourd'hui dans un contexte de contrainte de financement. La dynamique de la dette publique, qui dépassera 90 % fin 2012, avec des taux à dix ans autour de 3 % et une croissance potentielle d'environ 1 %, n'est pas soutenable et ne constitue plus une source de financement sur laquelle compter. Dans le même temps, les entreprises, en particulier les PME, souffrent de fortes contraintes de financement. Les ménages font face à d'importants besoins de financement futurs (notamment retraite, la pérennité du régime public de répartition n'étant pas garantie, et prise en charge de la dépendance).

Les besoins de financement de la Nation sont durablement élevés, et les ressources de plus en plus contraintes. Dans ce contexte, l'allocation de l'épargne des Français est un enjeu de première importance.

Il s'agit donc d'utiliser la fiscalité pour orienter l'épargne vers les besoins de financement les plus importants pour la Nation, c'est-à-dire ceux qui sont nécessaires mais actuellement délaissés, soit parce que leur rendement est trop limité, soit parce que les incitations fiscales jouent en leur défaveur.

La fiscalité de l'épargne est très complexe : tous les supports bénéficient actuellement d'un avantage :

- l'épargne courte est encouragée fiscalement (livrets réglementés, CEL), de même que l'épargne longue (assurance-vie, PEL, PEP, épargne salariale, PERP, PEA) ;
- l'épargne risquée l'est (PEA et comptes-titres, assurance-vie en UC), tout autant que l'épargne sans risque (livrets réglementés et livrets ordinaires, assurance-vie en euros, PEL et CEL) ;
- l'épargne liquide est avantagée fiscalement (assurance-vie, livrets, compte-titre), tout comme l'épargne illiquide (PEA, PEL, PEP, épargne salariale, PERP).

Il est très difficile de quantifier précisément comment interagissent les multiples incitations fiscales sur l'épargne, et quel est leur effet d'éviction. Quelques grandes tendances et problématiques peuvent néanmoins être dégagées :

- 57 % de l'épargne bénéficie d'un avantage fiscal, 45 % de l'épargne non risquée bénéficie d'un avantage fiscal¹⁰⁶ ;
- l'épargne non risquée bénéficie des incitations fiscales dont les montants sont les plus élevés : sur les 50 dépenses fiscales et sociales recensées par l'IGF sur l'épargne financière pour un montant de 11,4 Md€, plus de 9 Md€ concerne de l'épargne non risquée (4,8 Md€ pour l'épargne salariale, 1,9 Md€ pour l'épargne retraite, 1,1 Md€ pour l'épargne sur livrets, 0,5 Md€ pour l'épargne logement, et 1 Md€ sur l'assurance-vie¹⁰⁷) ;
- de multiples secteurs bénéficient d'un avantage fiscal visant à attirer l'épargne vers leur financement. Ces différentes incitations traduisent la construction d'un régime fiscal complexe, additif, et sans aucune cohérence d'ensemble. Certains régimes fiscaux procèdent d'une réelle volonté d'orienter l'épargne vers des secteurs où des besoins de financement ont été identifiés. D'autres procèdent simplement d'une rencontre, à un moment déterminé, entre une volonté politique et des intérêts constitués.

¹⁰⁶ Rapport d'information de l'Assemblée nationale (rapport Censi), L'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers : 2008. Constat confirmé par plusieurs rapports d'économistes : CAE (Garnier et Thesmar), Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers (2009) ; CAE (Le Cacheux et Saint-Etienne), Croissance équitable et concurrence fiscale (2005).

¹⁰⁷ La niche est chiffrée à 1,2 Md€. 16 % des encours étant souscrits en UC, on peut considérer par approximation que la niche sur l'épargne non risquée en assurance-vie (fonds euros) représente 1 Md€ (1,2 Md€*0,84).

ENCADRÉ 28 : QUELQUES SECTEURS DONT LE FINANCEMENT EST ASSURÉ PAR L'ORIENTATION DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES, GRÂCE À UN AVANTAGE FISCAL

Le déficit et la dette des administrations publiques : 15 % des encours d'assurance-vie financent la dette publique française. Ce produit bénéficie d'une incitation fiscale (coût > 1 Md€) qui, combinée aux caractéristiques intrinsèques du produit (capital garanti des fonds euros, grande liquidité, souplesse successorale), draine 40 % de l'épargne financière des ménages.

L'immobilier : outre le traitement fiscal très privilégié de la résidence principale (exonération de plus-value lors d'une revente, abattement de 30 % à l'ISF, abattement sur DMTO¹⁰⁸, déductibilité des intérêts d'emprunt¹⁰⁹ jusqu'à leur remplacement par un PTZ renforcé au 1er janvier 2011...), un avantage fiscal sur la revente des biens immobiliers¹¹⁰, et la non imposition des loyers implicites depuis la fin des années 1970, de nombreuses niches permettent d'orienter l'épargne financière vers ce secteur, dont la plus importante est la loi dite « Scellier », pour un coût de 710 M€ en 2010 et supérieur à 900 M€ en 2011¹¹¹.

Le logement social, à partir de la ressource des livrets réglementés (coût supérieur à 1 Md€).

L'Outre-mer : outre 55 niches fiscales pour un coût estimé à 4,2 Md€ (mesures de défiscalisation, abattement d'IS, zones franches, accises sur les carburants et les alcools, TVA, cotisations sociales...), les ménages bénéficient d'une exonération d'IR (dispositif « Girardin » pour le logement).

L'économie « verte » : le crédit d'impôt développement durable permet de déduire de l'IRPP l'acquisition de biens visant à réaliser une économie d'énergie ou utilisant des énergies renouvelables, pour un coût estimé à 1,9 Md€ par l'IGF.

Le cinéma : quatre niches fiscales pour un montant cumulé supérieur à 100 M€ soutiennent ce secteur (Voies et Moyens du PLF 2012).

Le secteur agricole et la forêt : plus de 40 niches fiscales (pour un montant unitaire rarement supérieur à 20 M€ selon le Voies et Moyens du PLF 2012) soutiennent ce secteur, auxquelles on peut ajouter l'exonération des forêts à l'ISF.

Les entreprises innovantes : l'ISF PME (plus de 700 M€ avant la réforme de l'ISF) permet d'obtenir une réduction d'impôt plafonnée à 50 000 € si l'investissement est réalisé dans une PME non cotée ou un holding ISF. Il existe une réduction d'IRPP plafonnée à 20 000 € pour investissement direct au capital d'une PME (dispositif « Madelin »), pour un coût d'environ 200 M€. Enfin, des réductions d'IRPP sont accordées pour investissement direct dans un FIP ou FCPI, pour un coût fiscal avoisinant les 100 M€.

Et plus généralement de très nombreux secteurs bénéficiant d'avantages divers, allant de montants importants (restauration, hôtellerie, presse...) à des réductions fiscales plus anecdotiques (taxis, entreprises corses, entreprises de tourisme, maîtres-restaurateurs, viticulteurs...).

La fiscalité de l'épargne française accorde un traitement très privilégié à l'épargne courte et liquide (livrets défiscalisés), défavorise l'épargne en actions¹¹² et les produits de long terme, particulièrement ceux à sortie en rente, et favorise l'immobilier par rapport aux titres. Un chiffre est assez représentatif du biais fiscal français en faveur de l'immobilier : l'avantage fiscal sur les investissements directs en actions est plafonné à quelques dizaines de milliers d'euros selon les dispositifs (ISF PME, « Madelin » à l'IRPP...), alors que le PEL est plafonné à 61 000 € et le

108 Article 1594 F du CGI, qui autorise les conseils généraux à accorder un abattement sur l'assiette des DMTO pouvant aller jusqu'à 46 000 € si le redevable s'engage pendant au moins trois ans à habiter à titre principal dans l'immeuble qu'il acquiert.

109 Loi TEPA, dans la limite de 3 750 € pour un célibataire et 7 500 € pour un couple.

110 Jusqu'en 2011, un abattement de 10 % par année de détention au-delà de la cinquième année permettait une exonération d'impôt sur la plus-value au bout de 15 ans. Parmi les mesures annoncées en août 2011 figure le remplacement de cet abattement par une revalorisation limitée au montant de l'inflation, qui conduira à n'exonérer ces transactions d'impôt sur la plus-value qu'au bout de 30 ans.

111 Source : IGF, rapport sur les niches fiscales (2011).

112 Aubier, Cherbonnier et Turquet, Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne : DPAE 2005 (modélisation ne tenant pas compte des incitations à l'investissement immobilier).

« Scellier » avant sa suppression à 300 000 € (soit le niveau auquel sont plafonnés les avantages fiscaux à l'IRPP au Royaume-Uni, pour les investissements en faveur des entreprises – l'équivalent du dispositif « Madelin » français).

On pourrait concevoir que la fiscalité soit neutre, afin de laisser les ménages librement arbitrer entre le rendement et le risque qu'ils souhaitent obtenir. On pourrait également concevoir que la fiscalité cherche à corriger l'aversion naturelle des ménages pour le risque et l'incertain, en orientant plutôt l'épargne vers des emplois nécessaires pour le financement de l'économie (placements en actions, placements illiquides) mais que les ménages délaissent au profit de supports liquides et sécurisés.

Mais la situation actuelle, qui subventionne fiscalement des produits non risqués et parfaitement liquides (fonds euros d'assurance-vie), dont le rendement est par ailleurs parfois administré par l'État (livrets défiscalisés), est totalement incompréhensible – d'autant plus que ces placements consacrent une part importante de leurs encours à financer d'autres acteurs que les ménages ou les entreprises.

Il est indispensable que la fiscalité soit rééquilibrée, en faveur de l'investissement vers des classes d'actifs délaissées mais nécessaires à l'économie : actions, épargne d'une durée longue et permettant donc aux gestionnaires d'actifs de la transformer en investissements plus risqués (actions, entreprises non cotées...), investissements de long terme ou dans des secteurs innovants pour lesquels peu d'information est disponible.

Plutôt que de proposer un doublement des plafonds des livrets réglementés, qui réduira l'imposition des contribuables les plus aisés sans résoudre les problèmes de financement majeurs en France, il pourrait être envisagé de proposer des produits répondant à cette problématique.

En l'absence d'une épargne-retraite très longue en France (fonds de pensions), qui joue ce rôle dans la plupart des pays du monde en offrant une ressource très longue aux investisseurs, qui leur permet de diversifier leurs risques sur un horizon de temps très long (et donc d'accroître les investissements en fonds propres ou dans des secteurs innovants), on pourrait envisager quelques évolutions fiscales :

- la création d'un « plan d'épargne en obligations » sur le modèle fiscal du plan d'épargne en actions (PEA) ;
- un PEA dont l'exonération fiscale serait subordonnée à la durée de détention et non à sa date d'ouverture ;
- un allongement au-delà de huit ans de l'horizon de défiscalisation de l'assurance-vie. Le droit au rachat permanent divisant la durée des encours par deux, une exonération fiscale repoussée à au moins 16 ans permettrait d'offrir au gestionnaire un horizon moyen d'investissement de huit ans, qui permet de financer des investissements plus risqués. Une voie alternative serait de limiter le droit au rachat permanent consenti au souscripteur d'une assurance-vie ;
- une réduction des avantages fiscaux consentis à l'immobilier et aux livrets de manière à ne pas décourager relativement l'épargne longue et l'épargne en actions.

Si le doublement du plafond des livrets réglementés devait malgré tout être adopté, une alternative serait de transformer cette proposition, ou l'assortir de conditions propres à assurer son utilité collective :

- proposer un blocage de l'épargne collectée avec le doublement du plafond, par exemple de cinq ans, dans la mesure où les principaux bénéficiaires de cette mesure sont les Français les plus aisés qui n'ont pas de contrainte de liquidité ;
- flécher son utilisation non pas en faveur du logement, qui est déjà très avantageusement fiscalisé, mais en faveur de classes d'actifs plus utiles pour l'économie ;
- s'il paraît difficile de flécher l'épargne issue des livrets vers des titres de fonds propres, en raison des problématiques de transformation et d'*Asset and Liability Management* (ALM) que cette option soulève, on pourrait au moins imaginer un financement orienté vers des titres de dette privée, voire de dette publique (dans un contexte marqué par la recherche d'une détention de la dette publique par les épargnants français, et puisqu'*in fine*, le risque sur les livrets réglementés est en partie supporté par l'État qui garantit leur encours).

Contribution n° 2 : Un mécanisme juridique de résolution des défaillances bancaires

Par Marie-Anne Frison-Roche, professeur des Universités.

Concernant le mécanisme juridique de résolution des défaillances bancaires, il convient de réagir contre l'incomplétude actuelle du droit. En effet, la défaillance d'une banque est l'une des hypothèses centrales du système bancaire, qu'il s'agisse de l'éviter en *ex ante* ou qu'il s'agisse de la gérer en *ex post*. Dès lors, il n'y a de système bancaire efficace que s'il dispose d'un droit des procédures collectives (jadis « droit de la faillite ») qui lui soit adéquat, c'est-à-dire adapté en tant que l'entreprise en question est spécifique parce qu'elle est une banque, en ce que ses créanciers sont spécifiques en ce qu'ils sont déposants ou actionnaires, en ce que le garant est spécifique (système de solidarité bancaire, État).

La Commission européenne en a désormais pleinement conscience et a le 6 juin 2012 proposé une directive pour établir un cadre « pour le redressement et la résolution des défaillances d'établissements de crédit et d'entreprises d'investissement ». La Commission européenne reconnaît qu'il manque encore une pièce à l'Union bancaire européenne, notamment son système de supervision ne peut être détaché de son système de traitement des défaillances. Par exemple, le retrait d'agrément que la Banque centrale européenne (BCE) pourra décider entraînera de ce seul fait défaillance. Il est donc urgent de concevoir d'une façon intégrée les modes de résolution des défaillances. Les orientations principales du projet de la Commission vont dans le bon sens, notamment l'ordre de répartition des pertes.

Mais, pour l'instant, les textes européens n'ont abordé que d'une façon très partielle les « faillites bancaires » par une directive ancienne concernant surtout les groupes bancaires transfrontaliers et contenant des règles de procédure. C'est pourquoi jusqu'ici la Commission européenne a surtout utilisé le *corpus* juridique arrivé à pleine maturité en droit de l'Union européenne, à savoir le droit de la concurrence. Ainsi, lorsque des banques majeures, souvent de dimension transfrontalière, sont devenues défaillantes, la Commission européenne, a agi avant tout de façon prétorienne, en acceptant ou en rejetant les plans successifs de redressement que lui présentaient les dirigeants de la banque concernée. C'est en réalité une sorte d'arrangement entre la Commission et la banque pour obtenir l'autorisation de celle-ci, cette autorisation étant formulée au regard du principe de concurrence devant exister entre les banques. Cela ne pouvait se dérouler autrement, faute de mécanismes complets sur la résolution des défaillances des banques, surtout si celles-ci sont systémiques. Mais cela est inadéquat car le secteur bancaire est régulé, n'a pas pour premier principe la concurrence et le traitement de la défaillance ne doit donc pas se faire selon des écritures successives de plans, co-écrits *in fine* avec la Commission européenne qui préserve avant tout la concurrence, alors que même d'autres intérêts sont en jeu.

C'est pourquoi la directive proposée par la Commission le 6 juin 2012 est beaucoup plus adaptée et s'insère dans les autres réformes qu'elle propose, notamment celle relative à la supervision, proposée le 12 septembre 2012. En effet, le mécanisme est basé sur l'idée que le secteur bancaire est spécifique, et dans ses acteurs et dans son activité. A partir de là, en conformité avec l'esprit de l'évolution du droit de l'Union européenne, le mécanisme juridique de résolution des défaillances bancaires doit être pensé non plus comme une exception à ce qui demeurerait les principes généraux d'une part du marché concurrentiel et d'autre part de la faillite des entreprises ordinaires, mais comme une pièce intégrée du droit du secteur bancaire systémique, dans un *continuum* entre supervision (c'est-à-dire prévention des difficultés) et résolution des difficultés.

Comme le prévoit le projet de directive précité, les conséquences financières de la défaillance bancaires doivent être hiérarchisées quant à ceux qui les supportent : tout d'abord, les actionnaires, puisqu'ils sont titulaires du titre risqué qu'est l'action ; puis les déposants, si la somme qu'ils détiennent excède celle garantie par le fond des dépôts et pour la part excédant ce plafond de garantie ; enfin, la garantie de l'État.

Allant au-delà du projet de directive qui s'en rapporte à la bonne volonté des différents États membres, cet ordre doit s'imposer par une norme européenne. En effet, cet ordre doit être impératif, le même dans l'Europe entière, connu de tous et prévu par un texte de l'Union européenne ; il ne doit pas être laissé à la discrétion de l'organisme qui traite des difficultés de l'entreprise défaillante. Les créanciers endurent aussi les conséquences d'un redressement bancaire par le biais d'un éventuel d'un plan qui retarde le paiement de leurs créances exigibles, mais cela ne doit pas être le mode ordinaire et privilégié de résolution.

D'une façon plus audacieuse que ne le prévoit le projet de directive précité, le traitement des défaillances des banques systémiques doit en outre être confié, non pas aux autorités nationales, même *ad hoc*, mais à la BCE. Pour l'instant, seule est prévue par le projet européen une médiation de l'*European Banking Authority* (EBA) lorsqu'un groupe bancaire transfrontalier est concerné, ce qui est insuffisant, et met en premier critère celui de l'espace géographique, alors que c'est le caractère systémique de la banque en difficulté qui doit être le premier critère pertinent. En effet,

en raison du *continuum* qui existe entre prévention des difficultés et traitement de celles-ci, il est logique que ce soit le même organisme qui soit en charge de l'un et de l'autre, ce qui conduit à proposer de confier la tâche de résolution des difficultés des banques systémiques à la BCE, puisqu'elle a déjà la tâche de prévenir leurs difficultés. Il est vrai que cela « juridictionnalise » la BCE, qui devient alors comme un tribunal de commerce dans le traitement des difficultés. Mais cela fût un temps proposé pour le FMI concernant le traitement des difficultés des États, et la Commission européenne a tantôt des fonctions administratives et tantôt des fonctions juridictionnelles. Il est vrai que la BCE a en outre un pouvoir monétaire et qu'il y a donc concentration des pouvoirs, mais cela est un gage d'efficacité et il conviendra d'être très vigilant sur la garantie des droits fondamentaux de procédure, le Tribunal de première instance de l'Union européenne puis la Cour de justice de l'Union européenne étant les contre-pouvoirs de la BCE puisque les décisions à portée individuelle de celle-ci pouvant être attaquées devant celles-ci.

Ainsi, de la même façon que pour la supervision (cf. le rapport *supra*), on peut préconiser un système à deux niveaux, un traitement des difficultés au niveau national confié aux autorités bancaires (ce qui existe déjà, mais en renforçant les pouvoirs des autorités) lorsque les banques ne sont pas systémiques, et un traitement des difficultés au niveau européen confié à la BCE lorsque la banque est systémique (ce qui n'existe pas), le critère n'étant pas géographie (notamment pas le caractère transfrontalier ou non de la banque) mais le critère majeure de la régulation et de la supervision, à savoir le caractère systémique ou non de l'établissement.

De la même façon, la Commission européenne ayant proposé le 12 septembre 2012 de confier à la BCE la supervision des banques européennes, y compris dans un pouvoir de sanction pouvant aller jusqu'au retrait d'agrément, ce qui entraîne *ipso facto* une défaillance de l'établissement qui ne peut plus exercer son activité, on peut proposer d'aller plus loin que les actuels projets et de confier à la BCE, dans ce qui serait son pouvoir juridictionnel de traitement des difficultés d'une banque systémique, un pouvoir très général de sanction.

En effet, la sanction étant un instrument essentiel de la régulation et de la gouvernance, la BCE ne devrait pas seulement être titulaire du pouvoir de formuler des blâmes, observations, recommandations, etc. à l'encontre de la personne morale, mais encore s'il y a défaillance et constatation de manquements et de fautes, pouvoir d'engager la responsabilité des dirigeants de la banque, à travers des dommages et intérêts ou/et des amendes administratifs, ainsi que pouvoirs de transmettre des informations à des autorités nationales, pénales ou administratives, notamment aux autorités nationales de régulation et de supervision.

Il va de soi que l'ensemble de ces pouvoirs ne pourraient s'exercer que dans un strict respect des garanties de procédure des personnes physiques et morales concernées, comme l'accès au dossier, les droits de la défense, etc.

De la même façon, étant rappelé que ces pouvoirs ne s'exercent que concernant les banques systémiques, la BCE doit pouvoir, lorsqu'il y a défaillance d'une banque, nommer en cas de nécessité un administrateur provisoire. Celui-ci pourra convoquer le conseil d'administration, l'assemblée générale, établir l'ordre du jour, etc., ce qui peut conduire à des remplacements de dirigeants sociaux, lesquels disposent des mêmes garanties de procédure que celles précitées. En cas d'urgence, la BCE pourrait directement décider de telles mesures.

Il est acquis que toutes ces décisions prises pourraient, selon le droit commun et le principe fondamental du droit au juge, être attaquées devant le Tribunal de première instance de l'Union européenne, puis la Cour de justice de l'Union européenne.

Contribution n° 3 : Améliorer la qualité de la réglementation

Par Marie-Anne Frison-Roche, professeur des Universités.

La crise est aussi venue de la réglementation elle-même. Celle-ci est devenue si compacte, si mouvante, éclatée et changeante, que les États et les agents économiques en ont pâti tout autant qu'ils ont souffert des événements économiques et financiers. **Si l'on n'adopte pas une meilleure façon de faire les réglementations (« l'art réglementaire »), voire si l'on aggrave leur défaut d'élaboration et de forme, il en résultera un impact négatif sur l'économie réelle.**

La façon de rédiger les textes, par des régulateurs, par la Commission européenne, etc., ne correspondent pas à la tradition française qui avait le souci implicite de préserver la sécurité juridique. On pouvait observer depuis longtemps leur instabilité dans le temps (ne serait-ce que Bâle I, Bâle II et Bâle III) et le caractère confus et pointilleux des directives européennes en la matière (comme la directive Mifid), défauts également partagés par les normes élaborées par les professionnels (par exemple, normes IFRS).

L'effet néfaste de cette façon défectueuse de concevoir les textes s'est particulièrement fait sentir à partir de 2007. Cela a pu être le fait d'opérateurs déloyaux, jouant alors sur les vides de la réglementation (*regulatory loophole*) et la complexité grandissante des systèmes réglementaires, systèmes qui sont par ailleurs mis en compétition les uns avec les autres par les opérateurs. Cela a pu être aussi le fait d'opérateurs de bonne foi, ce qui montre l'actualité du sujet parce que plus personne n'arrive aujourd'hui à maîtriser les textes et donc à en anticiper les effets. Cette incertitude juridique, à l'instant où les textes sont examinés, et tenant par ailleurs à leur instabilité dans le temps a un effet néfaste sur la finance, la banque et, finalement, sur l'économie réelle, alors même qu'on ne songe qu'à prendre toujours de nouveaux textes, toujours plus vite, toujours plus complexes, toujours plus nombreux.

En effet, une fois que les inconvénients du système ont été dressés, la réaction est normative et se traduit par des projets de texte, c'est-à-dire une réaction juridique. Le réglementaire est la solution qui apparaît naturelle à tous et sa forme n'est pas plus contestée.

Pourtant, il faut se souvenir que le droit ne se limite pas aux réglementations et que la régulation ne se limite pas aux textes. En outre, on constate notamment que la *Volcker rule* admet des exceptions, dont l'énoncé nécessite 85 pages, dont certaines posent déjà des difficultés d'interprétation, et que la loi *Dodd-Frank* occupe plus de 800 pages, souffrant du fait que peu de textes d'application ont été pris.

Ainsi, on reconnaît que les réglementations ont été mal faites, non seulement substantiellement (mauvais choix de règle), mais encore en méthode (mauvais « art réglementaire », comme l'on parlait jadis de « l'art législatif »). Si tous cherchent à corriger les choix de règles, on se soucie peu de remédier à l'état désastreux de l'art réglementaire. Il est pourtant déterminant car il est le premier gage, dans sa qualité, de la sécurité du système.

1. LES TEXTES RÉGLEMENTAIRES DOIVENT SATISFAIRE L'IMPÉRATIF DE SÉCURITÉ JURIDIQUE : CLARTÉ DANS LEUR SENS, STABILITÉ DANS LE TEMPS ET COHÉRENCE DANS LEUR ARTICULATION

Pour l'instant, les textes sont quasiment illisibles. L'argument souvent avancé de la « complexité » a ses limites, car la réalité a toujours été le fruit d'interdépendance et l'on a su pourtant écrire des textes simples.

La France est le pays du Code civil, dont la simplicité est exemplaire. Il est remarquable, par exemple, que pour discipliner les agences de notation, la solution de la responsabilité civile soit aujourd'hui promue, responsabilité civile que l'article 1382 du Code civil, inchangé depuis 1804, formule en ces termes : « *Tout fait quelconque de l'homme, qui cause à autrui un dommage, oblige celui par la faute duquel il est arrivé, à le réparer* ».

La puissance de la simplicité et, de ce fait de l'efficacité d'un texte comme celui-ci, tient dans son abstraction. En effet, il faut mais il suffit qu'une quelconque faute soit démontrée pour que la règle générale soit activée et appliquée à tout cas particulier. La règle peut rester identique pendant des siècles sans devenir obsolète, puisque celui qui l'applique, par exemple le juge, la ploie aux particularismes des diverses situations.

Or, les auteurs des réglementations récentes ou envisagées, alors même que la multiplication de celles-ci a été une des causes de la crise. Non seulement élaborer de nouveaux textes, qui ne suppriment pas les précédents, compliquent le système, mais cela engendre des difficultés pour les coordonner (donc des incohérences) et des lacunes, car plus un système est rempli de textes empilés visant des hypothèses précises, et plus il est lacunaire. Ainsi, indépendamment de la mauvaise qualité de conception et de rédaction des textes, leur multiplication est dommageable

pour toutes les parties prenantes. Or, on constate que tous les auteurs de normes trouvent comme solution naturelle de multiplier encore les dispositions, de les compliquer et d'additionner des solutions particulières pour tous les cas qu'il serait possible de prévoir.

Mais ceux qui conçoivent ainsi la réglementation ne manient pas « l'art d'écrire le droit » ou ne s'en soucient pas. Par exemple, les textes en cours de discussion donnent peu de définition et ne manient pas les techniques de qualification¹¹³. Or, la définition et la qualification juridique sont des éléments-clé dans un système abstrait, qui, parce qu'il est abstrait, est à la fois permanent et s'adapte au cas par cas lorsque le juge ou le régulateur en fait l'application concrète après l'adoption de la règle.

L'on mesure une nouvelle fois, comme en matière substantielle, l'influence de la culture nord-américaine. Parce que le droit nord-américain, semblable en cela au droit anglais, n'est pas légicentré, mais résulte de l'accumulation de solutions particulières, issues de multitudes de procès, les textes actuellement en projets procèdent de la même façon, en prévoyant des centaines d'hypothèses, avec autant de microscopiques solutions.

Un auteur a parlé de « pulvérisation » du droit, à rebours de la conception classique d'un droit construit sur des règles générales et abstraites qui, de ce fait, engendre la sécurité juridique et la permanence dans le temps.

En outre, dans une telle accumulation de dispositions, et le système va en s'accroissant, puisqu'il semble que chacun trouve naturel que la réglementation s'accroisse et se développe de cette façon-là, dans un tel système, plus on prévoit de cas, et plus il y a de lacunes, car on se retrouve toujours dans une situation que le rédacteur n'a pas précisément prévue. En effet, comme le texte n'est pas abstrait, celui qui doit appliquer le texte ne peut que constater le « vide juridique ». Dès lors, de deux choses l'une, soit il en appelle immédiatement à l'élaboration d'un nouveau texte qui vient s'empiler aux précédents, soit il s'approprie le pouvoir normatif pour colmater la brèche, par exemple en inventer des « standards », comme la « loyauté », le « conflit d'intérêt », etc.

Cela nuit à l'économie réelle, car non seulement le cadre juridique devient instable et incertain, mais encore, dans le second cas, les agents, y compris les États, sont dépendants du pouvoir discrétionnaire des régulateurs ou des juges. Nous sommes entrés dans cette course-poursuite, qui nous transporte dans un système de régulation juridictionnalisée. En effet, rédiger les textes en visant toutes les situations particulières pour y associer des ponctuelles, en sachant que lorsque de nouvelles sortes de cas se présenteront, on adoptera de nouveaux textes, c'est en réalité agir comme un juge de *Common Law*. En effet, au Royaume-Uni et aux États-Unis, le droit s'élabore de cette façon-là devant les tribunaux. La tradition judiciaire et la puissance de la profession des juristes amène à une conception identique de la régulation. Sous le vocable de « pragmatisme », on recherche le problème particulier pour lui trouver une solution particulière, non plus dans un jugement, mais dans une réglementation. Certes, le support change mais la façon de faire est la même. Elle a les mêmes inconvénients et c'est avant tout le modèle du procès qui est derrière cette façon de rédiger

On retrouve d'ailleurs un *continuum* qui ne va que s'accroître entre les textes et les procès, du fait de la mauvaise qualité des premiers, la culture juridictionnelle qu'ils expriment et la puissance des avocats. L'actualité le confirme d'ailleurs, à travers les procès qui sont en train de se construire contre les régulateurs, contre les agences de notations, contre les banques, ces agents se faisant des procès entre eux, etc.

Voulons-nous cela ? Tout d'abord, le voulons-nous techniquement ? Ensuite, le voulons-nous sociologiquement ?

Techniquement, cela signifie que nous entrons dans un système de flux permanent de textes qui sont réécrits à peine leur encre sèche. C'est vivre dans l'insécurité juridique, alors même que ce que le droit doit offrir à l'économie consiste avant tout dans la sécurité.

Sociologiquement, c'est transférer le pouvoir de décision aux juristes. C'est possible. Il faut avoir conscience que le système bascule vers la tradition anglaise (l'on connaît la proximité entre la banque et les *lawyers*), sans grand rapport avec la tradition de romano-germanique.

113 La qualification est l'opération technique qui permet d'insérer un fait dans une catégorie juridique, pour lui appliquer le régime juridique que le droit a attaché à celle-ci. La catégorie juridique est abstraite, mais la qualification permet à la personne en charge de concrétiser les règles elles-aussi abstraites, de les appliquer aux cas concrets. Par exemple, une personne donne de l'argent à une autre pour avoir la propriété d'une jupe courte (situation concrète). Celui qui doit appliquer le droit à cette situation (le juge ou un régulateur) va qualifier le premier d'acheteur, le second de vendeur et l'opérateur de « contrat de vente ». Cette qualification « contrat de vente » lui permet d'appliquer à la situation concrète le régime juridique de la vente. Ainsi, il n'est pas besoin d'écrit un droit spécial de l'achat de jupe courte. D'autant plus que si la mode change et va vers les jupes longues, il faudrait un nouveau texte sur les juges longues, etc. Donc, la qualification est l'opération intellectuelle qui permet l'application des textes abstraits à des situations concrètes en subsumant celles-ci dans des catégories juridiques construites par le droit. La qualification montre qu'il n'a rien de plus pratique que l'abstraction.

La France est mal armée pour une telle évolution, à supposer même qu'on y soit favorable, ce qui n'est pas acquis car on peut estimer par ailleurs que les juristes n'ont aucune légitimité à tenir entre leurs mains un tel pouvoir, du seul fait que les textes sont aujourd'hui contradictoires, lacunaires et constamment changés. Il est paradoxal qu'une profession acquiert le pouvoir du fait de la défaillance de leur propre matière.

Dans ces conditions, il convient que l'on essaie d'endiguer cet engouement réglementaire, qui tue le droit par appétit de textes. Il faut que la France propose, notamment lors des sommets à Bruxelles, des textes bien rédigés, avec un vocabulaire juridique précis et exact, associe les juges à l'exercice de rédaction. Il convient que l'on cherche à restaurer l'abstraction qui a fait l'efficacité du droit français. En effet, le Code civil a été rédigé par des praticiens. C'est parce qu'ils l'étaient qu'ils ont écrits les règles en termes si généraux (par exemple, « *les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites* » pour exprimer la force obligatoire des contrats), règle inchangée depuis 1804. Ce travail d'abstraction doit être valorisé et restauré.

En outre, le contenu des textes doit être classé, suivant l'importance des prescriptions, et non pas mis d'une façon linéaire, les articles se suivant actuellement comme s'ils avaient valeur égale (là aussi, il s'agit d'une influence nord-américaine d'écriture). Des principes doivent être mis en premier, etc.

Enfin, la réglementation n'est qu'un élément d'un système : le système juridique. En cela, elle est soumise à un principe général, celui de la cohérence dont les opérateurs sont en droit de se prévaloir. Ainsi, il doit y avoir non seulement plénitude des règles (et non pas lacune), celle-ci étant obtenue par le retour à une écriture relativement abstraite, mais encore corrélation entre elles, non seulement à l'intérieur des systèmes nationaux et encore à l'extérieur, entre les systèmes juridiques.

Ainsi, la démarche doit aller quand cela est possible vers des normes communes. C'est souvent l'hypothèse privilégiée. Mais il ne faut pas oublier que les normes appartiennent à l'ordre juridique, qui s'insère dans des systèmes juridiques géographiquement situés. C'est pourquoi il faut tout autant, voire plutôt travailler à vers des systèmes de compatibilité de systèmes juridiques demeurant propre. En effet, même si les marchés financiers sont globaux, les structures bancaires ne sont pas mondialement unifiées, mais plus que le mode de financement des économies. Le droit traduit ces différences et surajoute ses propres oppositions entre le droit anglo-saxon atomisé et un droit romano-germanique devant demeurer abstrait. En outre, le droit exprime « l'esprit des peuples »¹¹⁴. C'est pourquoi il serait plus adéquat non pas tant de rechercher à tout prix de normes communes, qui ne sont que la victoire d'un système juridique de l'un sur les autres, mais de mettre en place des mécanismes d'articulation et de compatibilité entre les systèmes juridiques qui demeurent propres. En effet, ils ne peuvent pas pour autant demeurer isolés les uns des autres, ce qui épuise les entreprises développant leurs activités sur plusieurs pays. Le droit a longtemps privilégié le droit international privé, branche du droit qui sépare les droits nationaux. Il faut aujourd'hui encourager, comme le droit de l'Union européenne, l'élaboration d'un droit international privé dit « substantiel », qui organise et articule les systèmes nationaux.

Il faut en effet éviter que l'Europe, en tant même qu'elle consolide son union bancaire et financière, entre dans la complexité du fédéralisme nord-américain, lequel a joué un rôle important dans la crise financière par la désignation des régulateurs compétents a été difficile et a donné lieu à beaucoup de procès.

Il conviendrait donc de mettre dès maintenant un système achevé d'articulation européenne des réglementations nationales, pour ne pas se heurter à des conflits, positifs ou négatifs, de compétences, lesquels ont pour conséquence collatérale de juridictionnaliser plus encore le système.

Plus fondamentalement encore, la France a la plus haute tradition d'art législatif. Elle est donc à même d'apporter dans la crise financière, qui se double d'une crise réglementaire, moins perceptible parce que la réglementation est à la fois l'une des causes et la solution, laquelle est en train de croître et de prospérer dans une sorte de satisfaction générale, les éléments d'un « art réglementaire » indispensable.

2. LES TEXTES DOIVENT MANIER LES ÉLÉMENTS DE BASE DU SYSTÈME JURIDIQUE : LES DROITS DE PROPRIÉTÉ, LE CONTRAT, LA RESPONSABILITÉ ET LE JUGE

Le droit objectif, c'est-à-dire en l'espèce la réglementation, a pour effet ou pour finalité, de mettre en place et de concrétiser les prérogatives des personnes, les « droits subjectifs ». Ainsi, la loi *Dodd-Frank* a pour but de concrétiser les droits des investisseurs.

Cela n'est en rien contradictoire avec le marché financier et les marchés de l'économie réelle, puisque ce sont les droits des personnes qui les font fonctionner.

Les réglementations qui se mettent en place, en même temps qu'elles assurent la stabilité du marché financier, doivent se conformer à l'art élémentaire du droit : la protection des droits.

114 Friedrich Carl von Savigny.

D'ailleurs, en France, le Conseil constitutionnel y veille ; en Europe, la Cour européenne des droits de l'Homme pareillement.

Si les textes ne soulignent pas expressément l'importance de ces droits subjectifs, alors que leur valeur constitutionnelle et internationale empêche désormais que l'on y porte atteinte, les juridictions interviendront pour protéger ces droits. Cela va créer de l'insécurité. Il convient donc que dès à présent les réglementations expriment fortement les droits des personnes en cause et les protègent, non seulement parce que c'est le rôle des réglementations, mais encore parce que les auteurs des réglementations n'ont pas le pouvoir d'éliminer ces droits

À ce titre, le premier droit que les réglementations doivent préserver et concrétiser est le droit de propriété. Les droits positifs l'ont fait monter en puissance, à la fois dans sa portée et dans le niveau qu'il a désormais dans la hiérarchie des normes. Ainsi, les mécanismes de résolution ordonnée des banques en faillite ou d'autres dispositifs doivent préserver ce droit élémentaire, pour lequel un juge doit toujours être accessible (droit constitutionnel au juge). Il n'est notamment pas possible de déposséder.

En outre, le système juridique, aussi bien nord-américain qu'européen, protège la liberté contractuelle. Ainsi, les réglementations en cours d'élaboration ne peuvent pas méconnaître le droit de ne pas contracter (par exemple le refus de prêter) ou le droit de contracter, avec qui l'on veut et aux conditions que l'on veut. La régulation n'a jamais porté atteinte à ce principe essentiel, parce qu'il est consubstantiel au fonctionnement de l'économie réelle, finalité de l'ensemble du dispositif. C'est pourquoi les régulations en cours de conceptions ne peuvent qu'inciter les banques à continuer à jouer leur rôle de financement de l'économie réelle car la liberté constitutionnelle de ne pas contracter, notamment des contrats de crédit, peut finir par être utilisée par les banques, si l'obligation juridique faite aux banques de respecter les nouveaux ratios de liquidité les place en situation économique de faire usage de cette liberté. Aucune disposition juridique ne pourra les contraindre à aliéner cette liberté juridique fondamentale. Il convient donc que le système de régulation conserve en son sein des incitations pour les banques à prêter, afin que la croissance soit effective dans l'économie réelle. Ce n'est pas le droit qui en donnera l'ordre.

Enfin, la personne, parce qu'elle est libre, est responsable de ses actes. C'est pourquoi la régulation la plus adéquate à une économie de marché dynamique n'est pas celle qui entrave *ex ante* l'action, même si cela peut être nécessaire pour prévenir le risque systémique, mais celle qui sanctionne *ex post* les agissements dommageables.

L'obligation de répondre de ses actes est également un principe constitutionnel, parce qu'elle est une conséquence de la liberté, elle-même sœur de la démocratie et moteur de l'économie. L'analyse économique du droit a montré que la responsabilité civile des agents économiques peut être maniée *ex ante*, puisque les agents concernés anticipent son application, tandis qu'elle respecte davantage le dynamisme du marché, étant corrélée à l'action de l'agent économique, qu'il s'agisse de l'entreprise ordinaire, de la banque, de l'État. Le bénéficiaire en est l'économie réelle.

Ces trois éléments que sont le droit de propriété, la liberté contractuelle et la responsabilité sont des éléments simples et de base, dont l'art législatif consiste à les formuler clairement et d'une façon constante.

Plus que jamais dans la crise, la réglementation doit s'y attacher.

Remerciements

L'Institut Montaigne remercie particulièrement les personnes suivantes pour leur contribution :

Les membres du groupe de travail :

Michel Pébereau, président d'honneur de BNP Paribas, président du groupe de travail
Jean-François Juéry, maître de conférence à Sciences Po, co-rapporteur du groupe de travail
Yann Senant, Principal au Boston Consulting Group, co-rapporteur du groupe de travail

Paul Atkinson, Senior Research Fellow, Groupe Economie Mondiale, Sciences Po
Jean-Luc Barlet, Group Chief Compliance Officer, Mazars
Stéphan Brousse, président, MEDEF PACA
Pierre-Mathieu Duhamel, président du Comité stratégique, KPMG
Christophe Dupont Madinier, Head of Group Audit, Axa
Marie-Anne Frison-Roche, professeur agrégé des facultés de droit, Sciences Po
Olivier Garnier, économiste en chef, Société Générale
Christian Gollier, directeur, Toulouse School of Economics
Dominique Graber, co-Head of Public and Prudential Affairs, BNP Paribas
Baptiste Janiaud, directeur Financement et Trésorerie, Veolia
Olivier Pastré, professeur d'économie, Université Paris VIII
Pascal Poupelle, non-executive Chairman, Royal Bank of Scotland

Les personnes auditionnées :

Anatole de la Brosse, associé, Sia Conseil
René Cado, directeur de l'Audit et des Risques, Groupama
Françoise Florès, présidente, EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group)
Charles Goodhart, professeur émérite, London School of Economics
Hans-Helmut Kotz, professeur, Centre for Financial Studies, Frankfurt
Edouard de Lencquesaing, délégué général EIFR et conseiller technique Paris Europlace
Jacques de Larosière, ancien directeur du FMI
Mario Nava, chef d'unité Banking and financial conglomerates, Commission Européenne
Astrid Panosyan, secrétaire générale, Groupama
Guillaume Plantin, chercheur, Toulouse School of Economics
Jean-Claude Trichet, gouverneur honoraire de la Banque de France, ancien Président de la Banque Centrale Européenne
Nicolas Véron, Senior Fellow, Bruegel
Sir John Vickers, professeur, Oxford University

Ainsi qu'au sein du Boston Consulting Group :

Lionel Aré, Senior Partner and Managing Director, financial services global practice leader
Philippe Morel, Senior Partner and Managing Director, capital markets global segment leader
Jean-Christophe Gard, Partner and Managing Director, insurance practice leader
Jean-Baptiste Nicolas et Henri de Noblens, consultants

Les opinions exprimées dans ce rapport n'engagent ni ces personnes ni l'institution qu'elles représentent.

