



NOTE

NOVEMBRE
2012

www.institutmontaigne.org

COMMENT CONCILIER RÉGULATION ET CROISSANCE : 20 PROPOSITIONS

Synthèse

Les pays développés connaissent depuis 2007 une succession de crises d'une intensité exceptionnelle. Née à l'été 2007, la crise des *subprimes* s'est diffusée à l'ensemble de la sphère financière puis, au-delà, à l'économie réelle. L'ampleur de la récession a contraint les États à des interventions massives portant l'endettement public à des niveaux jusqu'alors inconnus en période de paix.

En Europe, l'intervention des pouvoirs publics 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. De nombreuses réformes ont été entreprises depuis et la zone euro a entamé un long processus de rénovation de son architecture pour convaincre les marchés de sa solidité. Si la recherche d'une meilleure stabilité financière est une nécessité indiscutable, certaines des réglementations en cours sont mal adaptées et auront potentiellement des effets négatifs sur le financement de l'économie en Europe et la maîtrise du risque.

La note ci-dessous est la synthèse du rapport de l'Institut Montaigne *Comment concilier régulation et croissance : 20 propositions*. Elle retrace le déroulement des crises, analyse les réglementations prudentielles en voie d'élaboration et, dans un contexte de stagnation économique durable en Europe, formule 20 propositions pour concilier stabilité financière et financement de la croissance.

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,

La crise financière suscite une crise de confiance et devient systémique

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 1 000 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 forte 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 développement 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 ainsi 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 fonds 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 procyclique 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 au niveau du 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 de compétitivité, 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 2) ;

L'intervention massive des pouvoirs publics et des rentrées fiscales en baisse ont transformé la crise en une crise des dettes souveraines

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 %.

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.

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'élevaient à 4 300 Md€.

2/ La directive Solvabilité 2, 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 2, 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 est considérée comme risquée et, 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 2 :

- 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 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 bicentenaires, 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) ;
- 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 de l'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 ;

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 élevées. 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*.

- 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.

Les accords de Bâle III, la directive Solvabilité 2 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 avantageux

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 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 ce 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 pourront conserver 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 –

Certaines modalités de la régulation financière pénaliseront durablement la croissance en Europe

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 cependant pas entraver le financement de l'économie et ne pas être préjudiciable à la croissance économique et à l'emploi.

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 de *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 2 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 2, 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 2 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 2, 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.

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, ce qui a permis d'éviter une contraction brutale du crédit 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 2. 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 au financement aux entreprises et aux 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

Le groupe de travail a conscience que 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 résolution 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 en 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

Il est paradoxal que le modèle de financement à l'origine de la crise soit proposé comme solution universelle

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 2, 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 d'épargne 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, 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.

DERNIÈRES PUBLICATIONS



Faire de la transition énergétique un levier de notre compétitivité



Transport de voyageurs : comment réformer un modèle à bout de souffle



Réformer la mise en examen : un impératif pour renforcer l'État de droit