

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

CONJONCTURE

La combinaison de politiques monétaires « accommodantes » et de la sur-règlementation du secteur bancaire crée des risques nouveaux

Dans une étude récemment publiée¹, le Fonds Monétaire International (FMI) soulève, pour la première fois à notre connaissance, **le risque résultant de la combinaison de deux facteurs** :

- la politique de « quantitative easing » menée par les banques centrales (et en particulier par la FED aussi bien que par la Banque Centrale européenne (BCE)) ;

- les politiques très restrictives de régulation du secteur bancaire (et, dans une moindre mesure, du secteur de l'assurance).

Les risques liés à un changement de politique des banques centrales (relèvement des taux ; réduction du « quantitative easing »)

Les conséquences sont à la fois une contrainte sur la liquidité et un risque important d'instabilité des marchés. Toujours selon le FMI, il appartiendra aux banques centrales de gérer ces risques lorsqu'elles auront fait remonter les taux monétaires. Pourraient en résulter à la fois le ralentissement d'une reprise économique encore fragile et l'explosion de certaines « bulles » d'actifs. La perspective de cette remontée des taux semble proche aux Etats-Unis – probablement avant la fin de l'année 2015. Compte tenu des faibles perspectives de croissance en Europe, il est peu probable que la BCE révisé les taux à la hausse avant une période d'au minimum deux à trois ans.

L'analyse du FMI devrait donc d'abord trouver

un champ d'application aux Etats-Unis, puis, dans un second temps seulement, en Europe. Cette situation pourrait cependant avoir un impact en Europe à court terme, créant une situation caractérisée par des taux monétaires peu élevés (politique de la BCE), et une remontée des taux obligataires (contrecoup d'une remontée des taux monétaires puis obligataires aux Etats-Unis).

L'étude du FMI est par ailleurs riche d'ensei-

remontée de la courbe des taux ne réduise fortement la maturité des portefeuilles d'actifs. « Durant les dernières années, les importantes mutations des marchés financiers ont eu un impact potentiellement négatif (« potentially conflicting effects ») sur la liquidité des marchés ».

Une accumulation de réglementations complexes et non-coordonnées

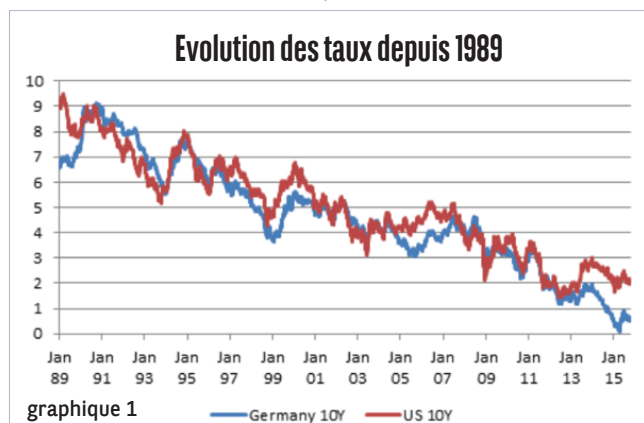
Le second problème résulte de la combinaison et de l'accumulation de normes contradictoires et non-coordonnées.

Pour le système bancaire et financier, citons : règles de Bâle 3 (pour les banques) et Solvency 2 (pour les assurances) ; réglementations des marchés et en particulier des marchés de dérivés (EMIR) ; projet européen de taxes sur les transactions financières ; contributions au Fonds de résolution ; contraintes spécifiques pour les banques considérées comme systémiques («buffer» G-SIB, TLAC?) ; futures normes « Bâle 4 » actuellement

en préparation (prise en compte du risque des taux d'intérêt dans le «banking book», revue fondamentale du «trading book», revue des modèles internes, ...).

Compte tenu de certains excès passés, chacune de ces réglementations était justifiée en tant que telle et adressait un problème spécifique. **Cependant, les interactions entre des réglementations tout à la fois extrêmement complexes, très strictes et parfois peu cohérentes créent une situation potentiellement dangereuse.**

Le premier danger est que **les risques soient en large part transférés du système bancaire, dé-**



gnements. Tout d'abord, il convient de rappeler que les taux d'intérêt n'ont cessé de décroître depuis 1990, c'est-à-dire depuis 25 ans (cf. graphique 1).

Cependant, la situation était totalement différente durant les années 1990 : le niveau d'endettement des Etats et l'ensemble des acteurs économiques était bien moindre et les risques de transformation de maturité beaucoup plus limités.

Les investisseurs tiraient profit de l'allocation de leurs actifs en obligations à maturité élevée. **Le risque, relevé par le FMI, est que la**



sormais sur-régulé, vers le système non-bancaire non-régulé (« shadow banking »). En d'autres termes : les risques ne sont pas réduits, ils sont simplement moins visibles.

Le second danger est l'impact sur le modèle bancaire. Deux facteurs se combinent.

1. En premier lieu, la nécessité d'augmenter les fonds propres a entraîné une baisse du retour sur investissement dans les banques (ROE : Return on Equity). La baisse des taux monétaires et la convergence entre taux courts et taux longs a accentué cette tendance en réduisant les revenus d'intermédiation (le financement à long terme de l'économie - et des ménages - est assuré par des fonds empruntés à court / moyen terme).

Le secteur bancaire a donc, récemment, plutôt moins bien performé en bourse que la moyenne des marchés actions, alors que les obligations bancaires sont en ligne avec les marchés de dette (Debt capital markets). On assiste pour le secteur bancaire, à deux mouvements symétriques et évidemment corrélés : un transfert des risques des obligations vers les actions d'une part ; et un transfert de valeur des actions vers les obligations d'autre part.

2. Afin d'optimiser la structure de leur bilan - et d'en réduire la taille -, les banques ont été amenées à réduire le volume des titres servant à assurer la liquidité des marchés (inventaires de « market making »). Par ailleurs, une remontée non-maîtrisée des taux aurait des conséquences très importantes sur les marchés et augmenterait donc la volatilité.

Le troisième danger est donc l'instabilité des marchés, dégradant ainsi la capacité de financement de l'économie.

A une phase de réduction des risques pourrait succéder une période d'instabilité et de récession

Il n'est sans doute pas excessif de considérer qu'à une phase initiale de réduction des risques présentés par les établissements bancaires - et donc de stabilisation du secteur - devrait succéder une deuxième phase qui

comportera deux éléments complémentaires et fortement négatifs.

1. Les régulateurs ont imposé aux banques de réduire leur bilan (deleveraging), l'objectif étant d'en finir avec le « too big to fail ». Cette diminution du bilan implique une contribution réduite des banques au financement de l'éco-

(cf. graphique 2). Il en résulte des politiques d'ajustement budgétaires entraînant des effets récessifs, qui s'aggraveront en cas de hausse des taux. D'une manière plus générale, les montants de dette n'ont jamais été aussi importants : la hausse des taux pourrait provoquer un mouvement de réallocation macro-économique inédit.

De manière incidente, il est important de relever que le système financier nord-américain est beaucoup moins exposé à ces risques que le dispositif européen. Comme on le sait, le financement de l'économie aux Etats-Unis repose sur les marchés (environ 70%) beaucoup plus que sur les banques (environ 30%), présentant ainsi une structure inverse de la structure européenne. Mais il convient de noter que les acteurs opérant sur les marchés nord-américains sont très spécifiques, les principaux étant les fonds de pension (près de 55% de l'épargne des foyers américains est investie en fonds de retraite) - secteur soumis à des réglementations assez strictes -, et les agences garantissant des prêts immobiliers hypothécaires (Fannie Mae et Freddy Mac) qui, comme on l'a vu dans les années 2007 / 2008, bénéficient de facto de la garantie de l'Etat fédéral.

Cette spécificité de l'édifice monétaire nord-américain (la FED, prêteur en dernier recours ; la garantie de l'Etat à Fannie Mae et Freddy Mac ; un système bancaire occupant une place moins importante dans le financement de l'économie qu'en Europe ; ...) donne un avantage compétitif très important à l'économie américaine, en permettant, en particulier de réduire le coût du capital pour les entreprises.

Philippe-Olivier ROUSSEAU

Philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com

Affaires publiques France - BNP Paribas

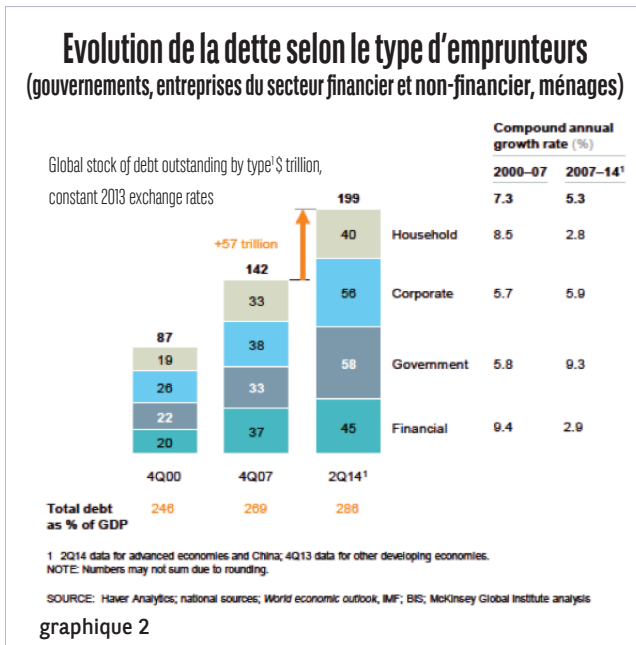
Yann AÏT-MOKHTAR

yann.Ait-Mokhtar@exanebnpparibas.com

Quantitative Research - Exane BNP Paribas

1- "Market Liquidity - Resilient or Fleeting?"

2-TLAC : Total Loss Absorbing Capacity.



nomie. De manière relativement paradoxale, le système bancaire sera plus solide mais contribuera moins au financement de l'économie. Ainsi, pendant la période 2007 - 2014, la part du système bancaire s'est globalement réduite (cf. graphique 2). La croissance du financement bancaire (2.9%) est inférieure à la croissance mondiale sur la période, augmentée de l'inflation (4.7%). L'activité bancaire se contracte de 2% par an.

Cette baisse a eu des effets différenciés sur les agents économiques. Les Etats et les grandes entreprises, qui se financent aujourd'hui de manière quasi-exclusive sur les marchés sont peu touchés. En revanche, les PME / ETI et les ménages, qui doivent avoir recours au financement bancaire, souffrent de cette évolution. La sur-réglementation bancaire est donc objectivement récessive.

2. Le transfert des risques du secteur bancaire vers le secteur financier non-régulé

Le marché de la dette publique a cru, sur la période 2007-2014, environ deux fois plus vite que l'activité économique (9,3% vs. 5,3%)

Les différentes réformes des structures bancaires pourraient entraîner de graves distorsions de concurrence

Depuis la crise financière de 2007 - 2008, plusieurs juridictions ont entrepris la mise en œuvre de réformes structurelles bancaires: règle Volcker aux Etats-Unis, réforme Vickers au Royaume-Uni, loi de séparation et de régulation des activités bancaires en France, projet de réforme structurelle bancaire dans l'Union européenne, pour citer les principales initiatives.

Ces réformes sont fondées sur un objectif identique: protéger les dépôts des particuliers des risques liés aux activités de marchés, en particulier celles pour compte propre, ou "proprietary trading" en anglais. Mais, en l'absence de recommandations du G20 et du Conseil de stabilité financière (FSB, "Financial Stability Board"), ces réformes diffèrent dans leurs modalités, champs d'application et dispositifs de contrôle. Les différences de traitement entre les banques étrangères et les banques « domestiques » constituent sans doute l'un des points les plus problématiques en matière d'équité.

La règle américaine Volcker impose de lourdes contraintes aux banques étrangères implantées aux Etats-Unis

La règle américaine Volcker repose sur deux volets. Le premier interdit les activités de marchés pour compte propre, à l'exception de celles portant sur les titres d'Etat, dès lors qu'elles ne relèvent pas des exemptions de tenue de marché ("market making"), prise ferme de titres ("underwriting") ou activités de couverture ("hedging"). Le second volet interdit l'acquisition ou détention d'intérêt ("ownership interest") dans certains fonds d'investissement alternatifs ainsi que certaines formes de soutien financier ("sponsoring") à ces mêmes fonds.

La règle Volcker s'applique aux « Bank Holding Companies », telles que définies dans le « Bank Holding Company Act », ce qui inclut, outre les banques américaines, les banques étrangères qui ont une succursale, une agence ou

une filiale bancaire aux Etats-Unis et qui sont engagées dans les activités couvertes par la règle Volcker, à savoir les activités de marchés et les expositions aux fonds. Par ailleurs ces banques, dès lors qu'elles présentent plus de 10 milliards de dollars d'actifs, sont tenues de mettre en œuvre un programme de conformité incluant six piliers: (I) règles et procédures de conformité à la règle Volcker; (II) systèmes de contrôles internes; (III) rôles et responsabilités des systèmes de contrôle et de conformité à la règle Volcker; (IV) audit indépendant du programme de conformité; (V) formation des personnels au respect de la règle Volcker; (VI) obligations de conservation des données suffisantes pour documenter la conformité. Les banques, y compris étrangères, dont les actifs totaux consolidés engagés dans les activités couvertes par la règle Volcker sont supérieurs à 50 milliards de dollars, sont de surcroît soumises à un programme de conformité renforcé, incluant notamment une certification par la direction générale de la solidité du programme de conformité. La mise en œuvre de cette réglementation ayant été fixée au 21 juillet 2015, les banques américaines et étrangères ont mis en place leur programme de conformité.

En pratique, **la règle Volcker s'applique non seulement aux opérations américaines des banques étrangères mais également à la plupart de leurs activités de marché localisées en dehors des Etats-Unis.** En effet, l'exemption dite SOTUS ("Solely Outside the United States") est assortie de conditions très restrictives: l'opération couverte, elle-même sans aucun lien (négociation, financement, couverture) avec les Etats-Unis, doit être effectuée avec une contrepartie n'ayant aucun lien avec les Etats-Unis. Compte tenu du poids des participants de marché américain et du dollar, la portée de cette exemption est en pratique très limitée, **conférant à la règle Volcker une portée largement extraterritoriale.**

Les banques américaines pourraient être exemptées de la réforme bancaire européenne

La proposition de règlement sur la réforme bancaire structurelle présentée le 29 janvier 2014 par la Commission européenne comporte trois volets. Tout d'abord, elle interdit les activités de négociation sur instruments financiers pour compte propre, dans des conditions similaires à la règle Volcker. Ensuite elle restreint la capacité des banques à investir dans les fonds d'investissement alternatifs, là aussi dans des conditions proches de la règle Volcker mais tenant compte de la moindre diversité et taille de l'industrie des fonds en Europe. Enfin, elle prévoit la séparation des activités de marché, sur la base d'une évaluation du superviseur reposant sur des métriques non définies quantitativement mais portant sur des critères de taille, risques et interconnexions - ce volet n'est pas prévu dans la règle Volcker.

Le projet européen s'appliquerait aux banques européennes qualifiées d'institutions systémiques (« Globally systemically important financial institutions », G-SIFIs) ainsi qu'aux banques européennes et étrangères, dont les actifs sont supérieurs à 30 milliards d'euros pendant trois années consécutives et dont les activités de marché sont supérieures à 70 milliards d'euros ou à 10% de leurs actifs totaux. Le projet européen prévoit une dérogation pour les banques anglaises, compte tenu du régime Vickers qui, selon l'exécutif européen répond aux objectifs de la proposition européenne mais en appliquant une approche différente fondée sur la séparation, non pas des activités de marché, mais de la banque de détail.

Les discussions sur ce projet européen progressent difficilement, compte tenu de la préexistence de dispositifs nationaux de séparation bancaire, notamment en France et en Allemagne, et de la nécessité de respecter les principes européens de proportionnalité et de subsidiarité ainsi que la diversité des « business models » au sein du Marché unique. Un consensus semble cependant se former autour de l'inclusion d'un seuil de minimis qui per-



mettrait d'exclure du champ d'application du texte les groupes bancaires dont les dépôts européens éligibles seraient inférieurs à 3% de leurs actifs européens consolidés ou inférieurs à 35 milliards d'euros. **Cette approche exclurait de facto du champ du texte les filiales et succursales des banques non européennes établies dans l'UE et constituerait une distorsion de concurrence sévère pour les banques européennes.**

L'indépendance financière de l'Europe en question

Cette différence de traitement des banques étrangères dans les dispositifs américain et européen est de nature à fortement désavantager les acteurs européens. **Ceux présents**

aux Etats-Unis seront par exemple doublement pénalisés. Non seulement, ils devront appliquer la règle Volcker sur un périmètre quasi-global compte tenu de la portée largement extraterritoriale de cette règle, mais en plus, en l'état actuel du projet européen, ils devraient appliquer à l'échelle globale une règle européenne plus pénalisante que la règle américaine du fait de l'existence d'un volet séparation dans la règle européenne. A l'inverse, la grande majorité des banques américaines pourraient opérer sur le marché européen simplement en respectant la règle Volcker, moins pénalisante donc, ce en vertu de l'exemption prévue à ce stade dans le projet européen de réforme des structures bancaires.

A l'heure où l'Europe souhaite développer des

sources alternatives de financement, grâce au projet d'Union des marchés de capitaux, et dans un contexte de reprise européenne fragile, cette distorsion de concurrence réglementaire ferait perdre d'importantes parts de marché aux acteurs européens et **accroîtrait ainsi la dépendance de l'économie européenne aux acteurs étrangers, notamment américains.**

Virginie DELAUNAY

virginie.delaunay@us.bnpparibas.com

Public and Regulatory Affairs,
BNP Paribas North America

Beatrice VACCARI

beatrice.vaccari@bnpparibas.com

Affaires publiques européennes, BNP Paribas

CHIFFRES CLÉS

Retrouvez les chiffres clés sur le Petit Atlas de l'économie, l'ensemble des numéros des Carnets de l'économie et de l'entreprise, ainsi que des informations sur nos activités institutionnelles et règlementaires sur le site Internet des Affaires publiques France : www.economieetentreprises.bnpparibas.com

		France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro	Roy.-Uni
PIB annuel en valeur [est. EUR milliards]	2015	2 187	3 009	1 635	1 090	10 290	2 559
Croissance du PIB [volume, sur un an, %]	juin-15	+1.1	+1.6	+0.6	+3.1	+1.5	+2.3
Taux d'inflation annuel [%]	sept.-15	+0.1	-0.2	+0.2	-1.1	+0.0	-0.2
Taux de chômage [harmonisé, %]	sept.-15	10.7	4.5	11.8	21.6	10.8	5.3
Balance courante [12m, % PIB]	août-15	-0.0	8.1	2.0	1.5	2.9	-5.1
Parts de marché à l'exportation [est. %]	2014	3.1	8.1	2.8	1.7	24.8	2.9
Excédent ou déficit [-] public [est. % PIB]	2015	-3.8	0.6	-2.6	-4.5	-2.2	-4.5
Dette publique [est. % PIB]	2015	96.4	71.5	133.1	100.4	94.6	89.9
Taux d'intérêt à 10a [Emprunts d'Etats, %]	05/11/15	0.95	0.61	1.69	1.80	1.49	1.97

