



**Faculté des Sciences économiques et de Gestion
Strasbourg – Jeudi 28 février 2019**

Intervention de Denis Beau,
Premier sous-gouverneur

Zone euro et défis monétaires et financiers à relever : quelles options ?

Dix ans après la crise, la capacité du système financier mondial, et en particulier celle du secteur financier européen, à résister aux chocs apparaît significativement renforcée.

Ce renforcement est le fruit de nombreux changements de nature variée :

Les banques ont davantage de fonds propres, qui sont en outre de meilleure qualité. Leur activité en matière de transformation est mieux encadrée et leurs coussins de liquidité sont plus importants.

En Europe, le renforcement de la résilience du secteur bancaire est aussi passé par des évolutions institutionnelles majeures avec la création du mécanisme de supervision unique sous l'égide de la BCE, et du mécanisme de résolution unique.

Au-delà du secteur bancaire, les réformes conduites sous l'impulsion du G20 ont aussi permis de renforcer le fonctionnement des marchés financiers (notamment celui des marchés de dérivés), de mieux suivre et encadrer les développements de l'intermédiation financière non bancaire (le *shadow banking*), et de développer un cadre d'analyse et de régulation de la stabilité du système financier dans son ensemble avec la mise en œuvre de politiques macroprudentielles.

Enfin, la crise a suscité des changements de fonctionnement au sein des organisations financières. De manière très visible, les filières risques et conformité, sont devenues des composantes essentielles des organisations. De manière plus subtile, on peut observer des évolutions dans la culture des organisations, avec un accent davantage mis sur leur bonne gouvernance et le « sens » de certaines activités ou sur le « service » rendu au client.

Ce renforcement de la résilience du système financier est un facteur de confiance important, dans un environnement marqué en ce début d'année 2019 par la montée des incertitudes géopolitiques et une décélération de la croissance. Mais l'heure ne doit pas être à la complaisance. Prévenir et limiter l'impact de possibles nouveaux chocs demeurent au cœur des défis à relever, notamment pour la zone euro.

Vous m'avez invité, Madame la Vice doyenne, à présenter ma perspective de banquier central et de superviseur sur les options qui s'offrent aux acteurs privés et publics pour relever ces défis. Plutôt que des options je voudrais souligner deux « ardentes » obligations qui me paraissent devoir s'imposer à tous :

- Pour les intermédiaires financiers et leurs superviseurs micro et macroprudentiels, le maintien d'une forte vigilance (I.) ;
- Pour les régulateurs et les acteurs privés du financement de nos économies, le renforcement de l'intégration financière de la Zone Euro (II.).

I. Le maintien d'une forte vigilance est nécessaire pour naviguer dans un monde plus incertain

a. Des menaces persistent

Avec en toile de fond une forte incertitude géopolitique et un environnement macroéconomique moins favorable qu'anticipé, le secteur financier doit faire face à une combinaison de risques très « classiques » mais aussi de risques relativement inédits.

Depuis l'été dernier, des surprises négatives se sont accumulées : très fort regain des tensions commerciales entre les États-Unis et leurs partenaires, notamment la Chine, tension autour du budget italien, rejet par le Parlement britannique de l'accord de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne – et, plus proche de nous, l'ampleur et la durée du mouvement des « gilets jaunes ».

Ce climat a pesé sur l'environnement macroéconomique, qui est sans conteste un peu moins porteur qu'on ne l'anticipait il y a quelques mois. Selon le FMI, la croissance mondiale pourrait s'établir à 3,5 % en 2019, après 3,7 % en 2018. La croissance de l'économie française ralentit également, mais de façon moins marquée que dans d'autres pays européens, en raison de la hausse du pouvoir d'achat et d'une demande intérieure robuste. En 2019, la croissance de la France devrait être supérieure à celle de l'Allemagne et proche de la moyenne de la zone euro.

Ce contexte incertain donne un relief plus prononcé aux risques auxquels font face les intermédiaires financiers.

En effet, l'endettement des acteurs économiques est toujours élevé. C'est en particulier le cas en France où il n'a cessé d'augmenter depuis une quinzaine d'années pour atteindre respectivement près de 75 % et 60 % du PIB pour les sociétés non financières et les ménages, en contraste net avec les développements observés chez nos partenaires européens et dans les autres économies avancées. Aussi, une révision à la baisse des perspectives de croissance pose-t-elle avec plus d'acuité la question de la soutenabilité de cet endettement et de son rôle d'amplificateur en cas de choc à la hausse sur les taux d'intérêt ou à la baisse sur l'activité.

Dans le même ordre d'idées, ce contexte rend plus difficile l'assainissement (toujours aussi nécessaire) des bilans de ceux des intermédiaires financiers qui n'ont pas pu ou ont tardé à le faire après la dernière crise et en portent encore les stigmates en termes de créances douteuses.

Cet environnement macroéconomique et géopolitique plus incertain pèse aussi sur des marchés dont la valorisation apparaît encore élevée si on l'apprécie dans une perspective de

moyen terme. Les prix des actifs financiers sont ainsi exposés à un risque de corrections fortes et brutales, d'autant que, depuis la grande crise financière, la liquidité des marchés semble plus fragile.

Enfin, de manière plus prospective, la révision à la baisse des anticipations de croissance pourrait prolonger l'environnement de taux d'intérêt bas qui, bien qu'il soit globalement cohérent avec la situation macroéconomique, n'est pas sans conséquence sur la dynamique d'endettement des agents d'une part, la rentabilité des intermédiaires financiers d'autre part.

À ces risques cycliques bien identifiés viennent s'en ajouter d'autres, nouveaux et plus structurels. C'est en particulier le cas des risques qui émergent dans le contexte de la digitalisation du secteur financier.

La digitalisation de la finance est portée par une combinaison de technologies de pointe (*big data*, *cloud computing*, intelligence artificielle ou encore la technologie *blockchain*) qui transforment la façon dont les produits financiers sont conçus, produits, distribués et gérés. Cette transformation est la promesse de meilleures expériences utilisateur, d'un financement plus diversifié de l'économie, de coûts de production plus faibles et d'une plus grande efficacité du système financier.

Mais la digitalisation s'accompagne de trois types de risques.

D'abord, cette transformation passe par des investissements importants, la conduite de projets complexes et une plus grande agilité des institutions. À ce titre, plus que d'autres évolutions, la nécessaire et souhaitable transformation digitale des intermédiaires financiers est porteuse d'un risque d'exécution – c'est un premier type de risque, très idiosyncratique, mais qu'il faut aussi reconnaître.

Ensuite, la digitalisation est un vecteur de remise en question des *business models* établis et de leur rentabilité, aux effets potentiellement déstabilisants dans un marché bancaire européen en surcapacité et où la rentabilité des banques est certes en progrès mais demeure nettement en retrait par rapport à celle de leurs concurrentes américaines.

Enfin, troisième type de risque, la digitalisation donne une dimension systémique au risque opérationnel. Dans un monde largement dématérialisé où l'accès aux services financiers est multicanal, l'importance du risque cyber croît tandis que le recours par l'ensemble des intermédiaires financiers, et leur dépendance opérationnelle à un petit nombre de fournisseurs de solutions technologiques « complètes », et plus seulement de logiciels, pose la question de l'impact d'une discontinuité du service non plus à l'échelle d'un acteur mais du système dans son ensemble.

b. Quelles sont les priorités pour les superviseurs microprudentiels ?

Ces risques complexes, interdépendants et pour une partie significative nouveaux doivent inciter les intermédiaires financiers et leurs superviseurs à la vigilance pour bien en comprendre la nature et les effets et pour mettre en œuvre les moyens appropriés pour bien les cantonner et les gérer. Pour le MSU, cette vigilance a conduit pour 2019 aux trois priorités de supervision suivantes :

- première priorité : suivre le risque de crédit porté par le secteur bancaire de la Zone Euro, compte tenu des encours toujours élevés de prêts non-performants en prolongeant l'action incitative forte qui a déjà permis d'engager une substantielle réduction ;
- deuxième priorité : s'assurer de la gestion adéquate des risques par les établissements y compris dans les aspects de comportement, comme la protection de la clientèle et la lutte contre le blanchiment, dont on a pu mesurer l'importance ces dernières années ;
- troisième priorité : maîtriser les risques multidimensionnels, au premier rang desquels, le Brexit. La priorité du SSM à ce sujet a été clairement de s'assurer que les banques de la Zone Euro actives au Royaume-Uni et celles établies au Royaume-Uni et actives en Zone Euro ont bien mis en œuvre les plans de contingence rendus nécessaires par la perte du passeport européen qu'induirait le Brexit.

c. Quel rôle pour la politique macroprudentielle ?

À côté de l'approche microprudentielle, la politique macroprudentielle a un rôle complémentaire à jouer dans une logique plus préventive et avec une perspective embrassant le système financier dans son ensemble.

La politique macroprudentielle a un rôle préventif à jouer face à la dynamique de l'endettement et du cycle financier : la phase actuelle du cycle financier est propice à une prise de risque accrue que l'autorité macroprudentielle, le Haut Conseil de stabilité financière, HCSF, en France, peut chercher à limiter et/ou dont elle peut vouloir prévenir les conséquences en cas de choc financier.

Ainsi, le HCSF suit avec attention les marchés ou les activités où pourrait se développer une certaine exubérance. Il a par le passé signalé sa sensibilité au marché de l'immobilier commercial (c'est-à-dire l'immobilier comme classe d'actifs pour les investisseurs financiers), à la dynamique d'endettement des grandes entreprises très endettées ou, plus récemment, aux activités de *leverage finance* (typiquement, la dette d'entreprises engagées dans des opérations de LBO, souvent cédée par les originateurs à d'autres investisseurs).

Au-delà d'une surveillance attentive de ces marchés, le HCSF a déjà été conduit à intervenir formellement pour limiter la prise de risque : il a ainsi décidé fin 2017 d'abaisser à 5 % de leurs fonds propres les expositions des principales banques aux grandes entreprises les plus endettées.

Dans le but de prévenir les conséquences de la prise de risque accrue en cas de choc financier, le HCSF a aussi décidé, en juin 2018, de relever le taux du coussin de fonds propres contracyclique à 0,25 %, c'est-à-dire de demander aux banques davantage de fonds propres au regard de leurs expositions françaises.

En lien avec sa nature contracyclique, ce coussin de fonds propres est mis en place de façon préventive, au moment où le crédit est peu contraint et où le « coût » pour l'économie de la mise en place de cette exigence supplémentaire est limité.

Il permet de constituer des marges de manœuvre pouvant être utilisées pour prévenir un rationnement du crédit qui résulterait de pertes plus importantes qu'anticipées suite à un choc ou au retournement du cycle financier. Son relâchement immédiat permet alors aux banques de mobiliser cette réserve de capital pour maintenir leur offre de crédit, notamment aux petites et moyennes entreprises qui sont les plus dépendantes du financement bancaire.

La politique macroprudentielle s'intéresse aussi aux risques structurels émergents évoqués précédemment.

Par exemple, la « plateformes » des activités financières induite par la digitalisation contribue à un mouvement de fond de transformation de l'intermédiation financière auquel participent aussi d'autres facteurs : recherche de rendement suscité par un environnement de taux bas, évolution des *business models* des intermédiaires financiers en réaction à l'environnement macro-financier comme aux évolutions réglementaires, souhait des entreprises de diversifier leurs sources de financement pour renforcer leur résilience.

En termes de stabilité financière et de risque systémique, ces évolutions se traduisent par un rôle croissant de l'intermédiation non bancaire dans le financement de l'économie alors même que la politique macroprudentielle est principalement définie en référence à un modèle de financement bancaire.

Cette évolution de l'intermédiation financière se traduit aussi par des interconnexions plus nombreuses et plus complexes entre les différentes parties du secteur financier (banques, fonds d'investissement, assureurs).

Dans les deux cas, les autorités macroprudentielles doivent renforcer leur capacité d'analyse, notamment pour mieux comprendre les conséquences de ces interconnexions et, à terme, être capable de mener des stress tests à l'échelle du système et pas simplement

des différents secteurs et faire évoluer la conduite de leur politique macroprudentielle pour mieux appréhender ces nouvelles dimensions.

Le HCSF s'est résolument engagé dans cette voie : il a vu ses pouvoirs ajustés par le législateur en 2016 pour lui permettre d'intervenir au-delà du secteur bancaire, il a commencé à conduire des stress tests coordonnés communs à l'ensemble des secteurs, il a contribué à la mise en commun des données dont dispose l'ensemble des autorités pour appréhender le système et ses interconnexions de manière plus systématique, etc.

Si les autorités nationales doivent être en première ligne dans la conduite de la politique macroprudentielle, force est de constater que ces efforts ne peuvent pas être conduits de manière isolée, en particulier au sein de l'Union européenne et de la Zone Euro où nos économies et leur financement sont étroitement imbriqués.

II. Le renforcement de l'intégration financière de la zone euro doit être poursuivi

Structurellement très intégrés au plan économique, les pays de la Zone Euro ne peuvent pas rester « au milieu du gué » en matière d'intégration financière. Le renforcement de cette intégration ne se fera pas spontanément mais appelle une action politique forte et déterminée. Il passe par l'achèvement de l'Union bancaire, complété par un plan d'action qui permette le développement d'autres canaux de financement et la constitution en Europe de marchés financiers plus développés, plus profonds et mieux intégrés.

a. Pourquoi renforcer l'intégration financière de la Zone Euro ?

On a coutume de dire que l'euro, qui vient de fêter ses vingt ans, est un projet éminemment politique. À l'évidence, il l'est : la monnaie unique est un des marqueurs quotidiens d'une identité européenne partagée. Comme d'autres « succès européens », la libre circulation des personnes par exemple, on oublie souvent qu'il n'allait pas forcément de soi.

Mais l'euro est aussi une nécessité économique : il est né, en partie, des inconvénients, devenus évidents dans les années 1980 et 1990, à faire vivre des économies associées dans un marché unique avec des monnaies nationales : l'union économique appelait l'union monétaire.

De même, la crise financière de 2007-2009 puis la crise des dettes souveraines de la Zone Euro (2011-2012) ont clairement mis en évidence les inconvénients d'une union économique et monétaire qui ne soit pas aussi une union bancaire et financière.

En effet, l'intégration imparfaite au plan financier s'est traduite, pendant la crise, par l'apparition d'une fragmentation des conditions de financement au sein de la Zone Euro, qui a

contribué à amplifier le choc de la crise. La solvabilité des gouvernements et des banques de certains pays s'est dégradée brusquement, entraînant un cercle vicieux lié au biais domestique, c'est-à-dire à la surexposition des banques à la dette émise par le gouvernement de leur pays.

Aujourd'hui, des progrès ont été faits pour résoudre les sources institutionnelles de cette fragmentation, en matière de surveillance et de coordination des politiques budgétaires, de mise en place d'une supervision financière plus homogène. Cependant, l'intégration financière de la Zone Euro reste un enjeu fort dont dépend la prospérité future de l'Union européenne et de ses citoyens. Depuis la crise, l'allocation de l'épargne et de l'investissement demeure fortement orientée vers des marchés et supports domestiques.

Des progrès à réaliser dans ce domaine dépendent la capacité à mettre une épargne abondante au service de l'investissement, en particulier du financement des entreprises européennes, notamment les plus innovantes et les plus dynamiques dont le développement détermine notre trajectoire de croissance potentielle.

De cette intégration dépend aussi la stabilité économique et financière de l'Union européenne qui doit pouvoir s'appuyer sur une capacité privée d'absorption des chocs économiques et un meilleur partage des risques.

Plus fondamentalement encore, de cette intégration dépend notre capacité à tirer pleinement et durablement les bénéfices du rapprochement qui a été engagé en 1957, à assurer que la « communauté européenne » soit davantage qu'une addition et que l'Europe pèse vraiment dans le monde de demain.

b. Améliorer le fonctionnement de l'Union bancaire...

L'un des jalons essentiels de cette intégration a été l'Union bancaire. Cependant, il convient d'en adapter et d'en améliorer le fonctionnement.

L'incarnation la plus visible de l'Union bancaire a été la mise en place d'une supervision unique sous l'égide de la BCE.

Édifié en un temps record en réponse aux principaux maux qui affectaient notre système bancaire, liens étroits entre dette bancaire et dette publique, hétérogénéité des droits bancaires nationaux, biais national dans la supervision, le Mécanisme de supervision unique (MSU) est aujourd'hui une réalité tangible, qui a profondément transformé l'encadrement du secteur bancaire dans la Zone Euro.

Après à peine plus de 4 ans d'existence, le MSU constitue aujourd'hui un modèle original et efficace, fondé sur l'application du *Single Rule Book* de l'UE (sous la direction de l'Autorité bancaire européenne, ABE) et une coopération étroite entre la BCE et les autorités nationales à tous les niveaux (Conseil de surveillance prudentielle, *Joint Supervisory Teams*, équipes de contrôle sur place) et un principe de subsidiarité et de proportionnalité (la BCE exerce ainsi la supervision directe des 119 plus grands groupes bancaires, les autorités nationales celle de toutes les autres entités).

L'avancée institutionnelle que représente le MSU est tout à fait significative et ses premiers résultats réels.

Les pratiques de supervision bancaire ont été harmonisées vers le haut et sont aujourd'hui à la pointe des standards internationaux (par exemple, la méthodologie d'évaluation du profil de risque des établissements / SREP).

Le secteur bancaire européen est nettement plus solide qu'avant la crise : le ratio de solvabilité en fonds propres de base (CET1) des grands établissements a augmenté de plus de 3 points depuis 2014 (passant de 11,3 % à 14,6 % à la fin 2017) et leur bilan a été largement assaini (diminution du taux de créances douteuses de 7,6 % à 4,9 % sur la même période).

La résilience du secteur a été confirmée par les stress tests organisés par l'EBA et la BCE en 2018, simulant l'impact de chocs financiers sur la solvabilité des plus grands établissements : en scénario adverse, le ratio de solvabilité CET1 moyen de l'échantillon s'établirait à 9,9 % – soit un point de plus que lors de l'exercice réalisé en 2016.

Cependant, nous n'avons pas encore bénéficié de tous les « dividendes » d'une régulation plus homogène et d'une supervision plus intégrée et nous devons veiller à consolider les progrès initiaux et à les prolonger.

D'un point de vue réglementaire, au-delà de l'intégration dans le corpus européen des derniers accords de Bâle (paquet CRR 2 – CRD 5 introduisant notamment de nouvelles exigences prudentielles – NSFR, ratio de levier, etc.), il nous faut encore progresser dans l'application d'une réglementation uniforme, et tirer toutes les conséquences de l'intégration bancaire au niveau de la Zone Euro en supprimant les obstacles réglementaires en termes de capital, de liquidité ou de grands risques aux opérations transfrontalières comme en ajustant le calcul des exigences pour les établissements systémiques. Il s'agit dans tous ces cas de reconnaître que la zone euro doit être traitée comme une juridiction unique pour l'application de la réglementation unique.

En termes de supervision, il s'agit désormais d'intégrer dans le champ du mécanisme de supervision unique les entreprises d'investissement (EI) les plus importantes et de renforcer la coopération entre les autorités nationales pour le suivi des établissements transfrontaliers (relations *home-host*) ou en matière de lutte anti-blanchiment et contre le financement du terrorisme dont l'importance nous est régulièrement rappelée par l'actualité.

Pour parachever l'Union bancaire, il nous faut aussi rendre son deuxième pilier, le Mécanisme de résolution unique, MRU, pleinement opérationnel.

Depuis 2015, la Zone Euro est dotée d'un mécanisme commun de résolution des crises bancaires. Également fondé sur un cadre réglementaire commun (directive BRRD, règlement MRU), le MRU s'articule à l'instar du MSU autour d'un Conseil de résolution unique et d'équipes de résolution conjointes.

Si le MSU et le MRU ont su gérer leurs premiers cas de liquidation ou résolution (banques vénètes, Banco Popular), le deuxième pilier reste à finaliser. Celui-ci est essentiel, notamment pour prévenir la contagion des crises bancaires et assurer la continuité des fonctions critiques assurées par les banques.

La France a milité dans cette perspective pour la mise en œuvre d'un filet de sécurité commun (*common backstop*) dont les grandes caractéristiques sont depuis quelques mois arrêtées. Trois questions restent toutefois en suspens : la durée du financement de ce filet de sécurité, la création d'un processus de décision rapide en cas d'urgence, la fourniture de liquidités aux banques en résolution.

Une fois ces questions réglées, on peut espérer, et c'est notre conviction à la Banque de France, qu'un compromis pragmatique sur le troisième pilier – la garantie des dépôts, pourra être trouvé.

c. ... et construire l'Union des marchés de capitaux pour développer une véritable Union de financement

À l'évidence, l'intégration financière ne se résume pas à une intégration bancaire. Le financement équilibré et soutenable d'une économie passe aussi par les marchés, ce qui favorise une diversification géographique de l'utilisation de l'épargne et qui répond aux besoins de financement, notamment en fonds propres des entreprises. Il passe également par une meilleure mobilisation de l'épargne confiée aux organismes d'assurance et aux fonds de pension pour le financement à long terme de l'économie européenne, et c'est pourquoi la France soutient une revue ambitieuse de cette réglementation sectorielle. C'est au regard de ces objectifs globaux de mobilisation de l'épargne que le projet d'Union de marché de capitaux (UMC) proposé par la Commission européenne en 2015 fait l'objet d'un très large soutien.

La Commission a d'ores et déjà mis en œuvre un grand nombre de mesures (révision de la directive Prospectus, création de fonds de capital-risque et de fonds de long terme européens – EuVECA et ELTIF) et la discussion est bien engagée sur d'autres sujets (label paneuropéen d'épargne retraite individuelle (PEPP), plan pour la finance durable, plan sur les FinTechs).

Et il est évidemment essentiel que la future Commission, le futur Parlement européen et le Conseil se saisissent de ce plan d'action et mènent à leur terme les travaux réglementaires.

Mais l'intégration financière passe aussi par les initiatives des acteurs économiques et financiers qui doivent se saisir du cadre réglementaire pour le faire vivre : le développement de marchés tels que ceux des green bonds, de la dette privée ou de la titrisation ne se réalisent que grâce aux les émetteurs, aux investisseurs et aux arrangeurs qui les animent.

Plus fondamentalement, l'Union des marchés de capitaux n'a de sens que si, avec l'Union bancaire et d'autres projets comme InvestEU (le plan Juncker), elle s'inscrit dans la perspective plus large d'une Union de financement pour l'investissement et l'innovation.

L'intégration financière de la Zone Euro est donc une nécessité et doit être une dimension cardinale des différents projets qui touchent au financement des économies européennes. Mais, comme tous les projets qui impliquent une véritable transformation, elle n'avancera qu'en bénéficiant de l'engagement fort de tous les acteurs : législateurs et régulateurs, autorités européennes et nationales, acteurs publics et privés.

*

Nous sommes à quelques semaines des prochaines élections européennes.

Souligner les menaces auxquelles nous faisons face, c'est l'occasion de se rappeler que, dans un monde globalisé où la taille est un facteur clé, notre souveraineté exercée en commun fait notre force.

Et évoquer « l'ardente obligation » d'une meilleure intégration financière en Europe, c'est se rappeler des succès, réels mais parfois oubliés, de la construction européenne comme du coût et des dangers que représente une intégration inachevée et illustrer, une fois de plus, que l'Europe est un projet qui peut se faire au bénéfice de tous mais qui ne se fera pas sans l'engagement sincère et déterminé de chacun.