

**TABLES RONDES à l'occasion du CONSEIL CENTRAL  
ROUND TABLES on the occasion of the CENTRAL COUNCIL**

Paris, June 5th, 2015

**Compte rendu de la réunion - Minutes of the meeting**

**M. Philippe Jurgensen**, Président du Comité Français et de la Commission Economique et Sociale de la Ligue, remercie la Banque de France pour son hospitalité. Il esquisse ensuite le programme des deux tables rondes et présente les orateurs.

**1<sup>ère</sup> table ronde : Situation de l'économie de la zone euro et de l'Union européenne**

**M. Sébastien Jean**, directeur du CEPII, traite du problème du rééquilibrage des comptes-courants dans la zone euro. Des déséquilibres asymétriques se sont développés avant la crise, mais celle-ci a démontré ensuite que la contrainte de financement externe pouvait devenir très dure pour les pays déficitaires, même avec une monnaie unique, et qu'une variable-clef pour ceux-ci était la capacité à exporter. L'évolution des comptes-courants depuis la crise montre qu'ils se sont ajustés dans une certaine mesure, mais ce rééquilibrage a été lui aussi asymétrique, car les pays qui étaient excédentaires ou en équilibre avant la crise le sont restés, et tout le poids de l'ajustement a porté sur les pays déficitaires, lesquels ont dû réduire très fortement leurs importations.

L'orateur se demande si la baisse du coût de la main d'œuvre dans ces pays déficitaires a accru leur capacité à exporter, ce que semblerait montrer, graphiquement, la relation négative entre les évolutions du rapport exportations/PIB et du coût du travail à l'unité produite ; toutefois cette relation, poursuit-il, résulte plus d'une hausse de ce rapport due à la baisse du PIB survenue dans les pays déficitaires que du comportement des exportations elles-mêmes, qui n'ont pas plus augmenté dans les pays qui étaient déficitaires au départ, ce qui est selon lui symptomatique d'un échec des politiques d'ajustement.

Une même conclusion semble s'imposer lorsqu'on étudie l'ajustement sous l'angle du rapport épargne-investissement : l'orateur montre que l'épargne n'a pas contribué à l'ajustement dans les pays déficitaires, où au contraire le taux d'épargne a baissé, mais qu'en revanche l'investissement y a chuté, alors qu'il s'est plus ou moins maintenu pour les autres pays de la zone euro. Il s'agit donc, poursuit-il, d'un ajustement complètement dépressif et qui s'avère problématique pour la croissance potentielle de la zone euro. Il plaide en conclusion pour la nécessité d'ajustements plus symétriques, ce qui supposerait en particulier une meilleure coordination des politiques salariales entre les pays-membres, coordination pour laquelle malheureusement les mécanismes et les bons indicateurs font encore par trop défaut.



Le *Président* remercie M. Jean et ouvre une brève discussion, qui porte en particulier sur la différence entre la zone euro et les Etats-Unis, pays dans lequel de grandes divergences entre états fédérés ne posent pas les problèmes que connaît la zone euro, et sur la comparaison des évolutions dans l'Union européenne entre les pays de la zone euro et ceux qui n'y sont pas.

**Mme Isabelle Job-Bazille**, *chief economist* du groupe Crédit Agricole, traite du nouveau paradigme financier, qui se caractérise principalement par un environnement de taux d'intérêt bas. D'emblée elle dit sa conviction que les rendements obligataires vont rester bas, leur remontée toute récente étant à ses yeux une correction technique. Cette conviction repose sur un faisceau d'indices convergents, qu'elle présente comme suit :

1. La « règle d'or de l'accumulation du capital », récemment remise à l'honneur par Thomas Piketty, laquelle prévoit qu'à long terme le taux d'intérêt égale le taux de croissance. Or, poursuit Mme Job-Bazille, la crise a endommagé les perspectives de croissance en détruisant du capital, tant physique qu'humain (chômage des jeunes !). Avec une capacité de croissance réelle à long terme de 1% par an et une inflation du même ordre, le taux d'intérêt sur le 10 ans ne devrait donc pas dépasser durablement 2% ;
2. Un excès d'épargne au niveau mondial, aussi bien dans les pays développés du fait du vieillissement démographique que dans les pays émergents en raison de l'insuffisance des filets de protection sociale ;
3. La politique monétaire ultra-accommodante que la BCE semble déterminée à poursuivre ;
4. Le fait que des taux bas sont la manière probablement la moins douloureuse d'accommoder la trajectoire budgétaire et de faire face à la nécessité du désendettement public.

Toutefois, poursuit l'oratrice, cet environnement de taux bas complique la vie des banques. Certes, à court terme, il fait baisser le coût de la ressource, et il s'est d'ailleurs accompagné d'un recul de la perception du risque bancaire (visible dans le comportement des CDS à 5 ans), d'autant plus que l'union bancaire a distendu le lien entre les risques bancaire et souverain que la crise avait mis en lumière. Du côté des taux débiteurs le *repricing* des crédits dépend pour la banque de facteurs tels que son *business mix* (dont l'importance relative des crédits à taux variable dans son portefeuille) et de sa capacité à maintenir des marges d'intermédiation. Au total, ces dernières sont limitées par la faible pente de la *yield curve*, et la reprise de la demande de crédit se fait attendre, car la priorité va toujours au désendettement. Les banques cherchent alors des opportunités en dehors de l'intermédiation, ce qui se manifeste dans la forte progression des activités hors-bilan et des commissions, ainsi que dans l'accompagnement de l'intermédiation, notamment l'origination des émissions et la titrisation.

Le *Président* remercie Mme Job-Bazille et ouvre la discussion, qui porte surtout sur les perspectives de consolidation bancaire en Europe et sur le fait que celle-ci n'a pas nettoyé les bilans de ses banques avec la même vigueur que les États-Unis.

**M. Jacques Le Cacheux**, professeur à l'Université de Pau et membre de l'OFCE, traite du problème de la gouvernance de la zone euro, dont l'hétérogénéité s'est accrue du fait de la crise et des stratégies non-coopératives qui ont été suivies pour y faire face. On a observé, souligne-t-il, des divergences croissantes dans le PIB par tête et dans les taux d'emploi (en baisse dans les pays du sud, alors qu'il est resté stable en France et qu'il a augmenté en Allemagne). Le coût du travail à l'unité produite a fortement baissé dans certains pays de la périphérie (Irlande, Espagne, Grèce), où l'ajustement s'est opéré par une dévaluation interne. En outre, les inégalités de revenus se sont sensiblement accrues, et l'endettement tant public que privé ne diminue guère.

L'orateur reconnaît que sur le plan européen des réformes institutionnelles importantes ont été prises, encore qu'insuffisantes et à certains égards risquées : ainsi le *six-pack*, le *two-pack* et le traité budgétaire ont durci et complexifié le pacte de stabilité et de croissance, et pour se débarrasser du biais procyclique de celui-ci on a introduit le critère du déficit structurel, qui selon lui est une « catastrophe » dès lors que la mesure de la croissance potentielle est très aléatoire. Plus positif lui paraît être le « semestre européen », qui devrait grâce à la surveillance exercée mutuellement ainsi que par la Commission européenne permettre une meilleure coordination *ex ante* des politiques

économiques. L'union bancaire représente à ses yeux un progrès considérable, même si sa mise en œuvre effective prendra encore plusieurs années. Enfin le « plan Juncker » pour les investissements est une bonne chose, encore que son volume soit très insuffisant.

Mais, souligne le professeur Le Cacheux, il subsiste une forte asymétrie dans la mise en œuvre de la coordination des politiques économiques, étant donné l'absence de contrainte effective sur les pays excédentaires ; par ailleurs la coordination macro-économique et budgétaire et la recherche d'un bon *policy-mix* pour la zone euro sont devenues plus difficiles du fait des divergences accrues au sein de la zone, et il est curieux qu'à ce jour les autorités de la zone euro ne publient pas de chiffres consolidés sur les politiques et résultats budgétaires de la zone, ce qui est révélateur de l'absence d'un gouvernement économique et d'une institution qui puisse véritablement coordonner les politiques budgétaires.

L'orateur conclut en évoquant la croissance économique potentielle de l'Europe, qui selon lui ne pourra se redresser durablement que moyennant une transition écologique ambitieuse qui nécessitera la destruction d'une partie du capital existant pour « faire place à du neuf ».

Le *Président* remercie le professeur Le Cacheux et ouvre la discussion. Celle-ci porte notamment sur l'évolution de la gouvernance au sein de la Banque Centrale Européenne, qui suit clairement une logique fédéraliste ; sur les perspectives qui s'offrent aux pays non-membres de la zone euro qui sont désireux de la rejoindre ; et sur la mesure dans laquelle l'achèvement du marché intérieur (notamment pour les télécommunications, le transport et l'énergie) pourrait être bénéfique pour la croissance future tout en renforçant la position de l'Europe dans la négociation sur le TTIP.

## **2<sup>ème</sup> table ronde : la nouvelle régulation financière en Europe**

Avant de présenter les orateurs et de leur donner la parole, le *Président* souligne les avancées récentes auxquelles a conduit la crise : union bancaire, début de solidarité européenne par le « mécanisme européen de stabilité », rôle élargi de la BCE qui dans les faits devient un « prêteur en dernier ressort », et *last but not least* une nouvelle régulation financière.

**M. Patrick Montagnier**, Secrétaire général adjoint de l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de régulation) à la Banque de France, se propose de traiter des changements intervenus dans la régulation et la supervision du secteur financier (banques et assurances), au départ d'une situation – entre 2003 et 2007- où l'on prend progressivement conscience du fait que les règles n'ont plus changé depuis longtemps alors que de nouveaux risques sont apparus. Cette prise de conscience s'accélère entre 2008 et 2011 lorsqu'on constate que, dans un contexte où les institutions financières se sont internationalisées et sont de plus en plus interconnectées, la crise n'a épargné aucun modèle d'activité financière et son impact sur les Etats et les économies a été très important, tout ceci indiquant que la supervision doit être refondée.

D'une part la régulation a été fortement révisée. En ce qui concerne les banques, les règles dites de Bâle 2,5 puis Bâle 3 leur ont imposé plus de capital et celui-ci de meilleure qualité, ainsi que des « coussins de liquidité » plus importants, de plus grandes exigences de fonds propres sur les activités risquées, et la séparation partielle de certaines activités. Pour les compagnies d'assurances, la directive dite de « solvabilité 2 » a finalement été publiée en 2013 (mais sera seulement d'application en 2016). En outre un *Federal Stability Board (FSB)* a vu le jour, avec pour mission d'édicter de nouvelles normes pour les institutions à caractère systémique et d'élaborer un cadre juridique renouvelé pour la résolution de leurs difficultés.

D'autre part la supervision a été modifiée : dans de nombreux pays les liens des superviseurs nationaux avec la banque centrale ont été resserrés, et le FSB a recommandé que la supervision se fasse plus intrusive. En Union européenne plus particulièrement, les pouvoirs d'harmonisation des agences européennes, notamment l'EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) et l'EBA (European Banking Authority) ont été renforcés. *Last but not least*, la crise de la dette souveraine dans la zone euro a finalement amené la création d'un superviseur unique (MSU : mécanisme de supervision unifié) pour les grandes banques de la zone, nouvelle institution *de facto* fédérale qui représente un pas en avant considérable : ainsi chacune des grandes banques françaises est à présent supervisée par une dizaine de personnes à Francfort, sur un staff total d'environ 800 personnes. La BCE récupère ainsi l'essentiel des pouvoirs de supervision pour l'application de CRD 4 (*capital requirements directive* issue des règles de Bâle 3), tandis que les autorités nationales compétentes, ayant perdu leur pouvoir de décision, assistent la BCE sur le terrain pour la supervision quotidienne.



me canisme de supervision unifié) pour les grandes banques de la zone, nouvelle institution *de facto* fédérale qui représente un pas en avant considérable : ainsi chacune des grandes banques françaises est à présent supervisée par une dizaine de personnes à Francfort, sur un staff total d'environ 800 personnes. La BCE récupère ainsi l'essentiel des pouvoirs de supervision pour l'application de CRD 4 (*capital requirements directive* issue des règles de Bâle 3), tandis que les autorités nationales compétentes, ayant perdu leur pouvoir de décision, assistent la BCE sur le terrain pour la supervision quotidienne.

Enfin, le pilier « résolution » de l'Union bancaire est en place depuis le 1<sup>er</sup> janvier de cette année avec la création d'un « Conseil de Résolution Unique » (*Single Resolution Board*) et d'un « Fonds de Résolution Unique » (FRU) qui sera progressivement alimenté jusqu'à atteindre en 2023 une masse de 55 milliards d'euro correspondant à 1% des dépôts. Quant au 3<sup>ème</sup> pilier de l'Union bancaire, portant sur la garantie des dépôts, la directive le concernant est en cours de transposition.

Le *Président* remercie M. Montagner et ouvre la discussion, qui porte sur les moyens du FRU (seront-ils suffisants ?) et sur les risques pour l'assurance-vie d'un environnement de taux d'intérêt trop bas.

**M. Jacques de Larosière**, ancien directeur général du FMI et ancien gouverneur de la Banque de France, se propose d'examiner les réglementations financières d'un point de vue européen, posant d'emblée la question : ces nouvelles règles issues du FSB sont-elles les meilleures pour l'Europe ? Il rappelle que tous les types de banque (*investment banks, universal banks, retail specialised banks, wholesale specialised banks*) ont été partout touchés par la crise, mais que compte tenu du poids relatif des actifs bancaires dans le PIB (78% aux Etats-Unis contre 34% dans l'UE), le coût du renflouement des banques fut gigantesque aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne (respectivement 474 et 97 milliards de dollars contre 61 en Allemagne et 20 en France), ce qui explique le zèle – « plus jamais ça ! » – que ces deux pays ont mis à réformer ce secteur.

Les nouvelles réglementations ont conduit à accroître massivement le capital des banques : le « ratio structurel de liquidité à long terme » (NSFR- *Net stable funding ratio*) exigé par Bâle 3 a conduit à une diminution de la taille du bilan et de la rentabilité des banques européennes, réduisant leur activité de transformation et forçant l'économie à se financer davantage sur le marché obligataire. Or, pense l'orateur, cette réponse réglementaire ne fut pas nécessairement la bonne, car au départ ce n'étaient pas les modèles bancaires qui ont causé la crise, mais bien un excès de liquidité qui a mené à la formation de bulles de crédit et à l'élimination des *spreads*. Toutefois la partie macro-économique de ce qui aurait dû être la réponse à la crise a été insuffisamment mise en œuvre et le problème originel n'a jamais été évoqué sérieusement, car cela aurait conduit à remettre en cause la politique monétaire de la *Federal Reserve*.

M. de Larosière se demande aussi dans quelle mesure la nouvelle réglementation issue du FSB et de Bâle n'a pas été trop inspirée par la considération des banques qui ont failli, alors que nombre de banques universelles ont bien résisté à la crise (BNP Paribas, Santander, JPM, HSBC, Barclays, Standard Chartered), comme le montre l'évolution de leurs bénéfices nets sur la période 2007-2012,

contrairement à d'autres (UBS, Crédit Suisse, Commerzbank, RBS, ING, Crédit Agricole), et il estime qu'on aurait pu davantage tirer parti de l'expérience des premières. De plus cette nouvelle régulation vise avant tout les grandes banques alors que, observe-t-il, si l'on compare les pertes essuyées en proportion du total du bilan, ce sont les banques petites et moyennes qui ont le plus souffert, tandis que pour les grandes banques (actifs supérieurs à 250 milliards de dollars) les pertes ont représenté moins de 8% de l'actif total.

L'orateur conclut –sans toutefois trancher la question- qu'on peut se demander dans quelle mesure les intérêts européens fondamentaux ont bien été pris en compte dans la détermination des nouvelles règles par le *Financial Stability Board*, rappelant que la présence européenne dans cette institution est « modeste et réservée ».

Le *Président* remercie M. de Larosière et ouvre la discussion. M. *Montagner* fait observer que nombre de petites banques ont pu disparaître sans que cela ne coûte rien aux finances publiques. M. *de Larosière* rappelle que la crise des *Savings and Loans* avait à l'époque coûté très cher au gouvernement américain, et que la fixation du FSB sur 3 ou 4 grandes banques n'était pas nécessairement bonne conseillère. M. *Snoy* s'interroge sur la faiblesse de la régulation macro-prudentielle et sur le danger d'une nouvelle crise, nonobstant la nouvelle régulation. M. *de Larosière* lui répond qu'on n'a pas suffisamment tiré les leçons de la crise : certes les risques bancaires sont sans doute mieux contrôlés, mais d'autres risques sont apparus, car on est passé en Europe d'un système très intermédié à un système de marché, accentué par le rôle très actif de la BCE sur le marché obligataire, ce qui va nécessairement amener une plus grande volatilité. Or une forte volatilité du marché obligataire jointe à une plus faible liquidité à partir du moment où les banques interviendraient moins sur ce marché pourrait s'avérer inquiétante.

-----



*After the Central Council and the Round tables, ELEC members were invited to a dinner by BNP Paribas. In his after-dinner speech, Jean Lemierre, president of BNP Paribas, focussed on the challenges facing the European Union and the euro area, leading to an animated debate with participants.*

-----