



Présentation de la Revue de Stabilité Financière 2018

Paris, 25 avril 2018

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

**Entre « finance de l'ombre » et vision angélique du marché :
pour un développement équilibré du financement non bancaire**

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr).

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux de vous accueillir ce matin pour la présentation de l'édition 2018 de notre Revue de la Stabilité Financière (RSF), consacrée à la finance hors banques. Conçue comme un espace de dialogues et d'échanges, la RSF offre à des personnalités de premier plan, issues d'horizons divers, la possibilité de points de vue ouverts. Je me réjouis que de nombreux contributeurs de l'édition 2018 soient parmi nous ce matin et je remercie chaleureusement tous les intervenants : Klaas Knot, président de la banque centrale des Pays-Bas, Philip Lane, gouverneur de la banque centrale d'Irlande, Robert Ophèle, président de l'Autorité des marchés financiers, Paul Hamill, responsable des activités de tenue de marché des produits de taux d'intérêt chez Citadel Securities, Yves Perrier, directeur général d'Amundi, et Richard Portes, professeur à la London Business School.

Le sujet que nous avons choisi de traiter est loin d'être anodin : [slide 2] d'après les estimations du Financial Stability Board (FSB), le financement non bancaire représente 160 000 milliards de dollars¹ [« Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation », MUNFI], soit près de la moitié des actifs financiers détenus par les institutions financières à l'échelle mondiale, contre 40 % en 2008, avec un montant en hausse de 50 % entre 2008 et 2016. Et pourtant – ou peut-être à cause de cela –, les débats sont vifs quant à son périmètre ou son appellation. Afin de mieux l'appréhender, nous devons dépasser deux postures : les craintes irrationnelles d'abord, car la finance non-bancaire permet aussi de financer la croissance et l'innovation ; une vision angélique à l'inverse, car il existe des risques et les régulateurs ont un rôle à jouer pour les prévenir.

**

1. Dépasser les craintes irrationnelles : les bénéfices du financement par le marché

Pour dépasser les craintes irrationnelles sur la finance non bancaire, les termes retenus pour la désigner comptent. S'agit-il de *shadow banking*, « finance de l'ombre » en français, avec sa connotation négative, ou plutôt selon certains de « *market based finance* » ou « *non-bank credit intermediation* » ? Nous avons choisi de titrer la RSF sur « *non-bank finance* », au sens large. Mais les travaux du FSB nous permettent de mieux cerner les contours du *shadow banking* : la mesure supérieure [« Other Financial Intermediaries », OFIs], axée sur les entités, évalue son montant à 99 000 milliards de dollars. Cependant, les activités présentant des risques pour la stabilité financière, le « *narrow shadow banking* », ne représentent que 45 000 milliards de dollars, soit un peu moins de 30 % du financement non bancaire.

Le financement de marché est encore assez peu développé en zone euro : [slide 3] il représente seulement 20 % de l'endettement des sociétés non financières, les 80 % restants étant du crédit bancaire. Les proportions sont inversées aux États-Unis. Il faut le souligner : la France est cependant le grand pays de la zone euro où la part de financement de marché est la plus élevée, à 40 %. Le financement non bancaire y atteint au total 1748 Mds € et le premier gestionnaire d'actifs européen est français, avec Amundi. La France dispose avec l'AMF d'un régulateur à l'expertise reconnue internationalement, et Paris accueille l'autorité européenne qu'est l'ESMA. Post-Brexit, tout me laisse à penser que Paris accueillera une part significative des activités de marché des grandes banques internationales.

Je veux d'emblée évacuer le faux débat entre crédit bancaire et dette de marché et l'idée, erronée, qu'il faudrait répliquer en Europe le système américain : en travaillant à un développement équilibré du financement non bancaire, il s'agit simplement de donner le choix aux entreprises de diversifier leur financement par dette. Mais fondamentalement, le vrai débat est autre : celui du financement davantage par fonds propres plutôt que par dette. Ceci est crucial dans les économies avancées, dont la croissance repose sur l'innovation. En effet, le financement par des fonds propres est davantage compatible avec l'incertitude et l'horizon souvent lointain des revenus des projets innovants. La zone euro accuse un fort retard dans ce domaine : les fonds propres ne représentent que 74 % du PIBⁱⁱ, contre 125 % aux États-Unis. Ou par rapport au total des financements externes des entreprises (fonds propres + dette), leur part n'est que de la moitié en zone euro, contre les trois quarts aux États-Unis.

En pratique, comment réaliser cette diversification des financements ? Au plan national, je me félicite que la loi Pacte préparée par le ministre de l'Économie et des Finances vise à développer l'assurance-vie longue et en actions – en renouvelant l'Eurocroissance –, et à encourager et simplifier l'épargne-retraite, y compris sa composante en rente qui est la plus à long terme. Une des voies soutenues par la Banque de France est en outre de développer en Europe un cadre ambitieux : [slide 4] une « Union de financement pour l'investissement et l'innovation », pour mieux mobiliser, au service des fonds propres et de l'innovation, l'épargne excédentaire de 400 milliards d'euros dont nous disposons en zone euroⁱⁱⁱ. Cette Union de financement doit rassembler et amplifier les initiatives existantes, d'abord l'Union des marchés de capitaux, mais aussi l'Union bancaire et le plan d'investissement Juncker. Elle passe par des avancées techniques concrètes dans plusieurs domaines : la révision des règles comptables, de la fiscalité et des lois de faillite pour faciliter l'investissement transfrontière, notamment en fonds propres ; le développement à l'échelle

européenne de produits d'épargne de long terme et de véhicules d'investissement tels que des fonds de capital-risque ; l'achèvement de l'Union bancaire.

2. Se garder d'une vision angélique : connaître, tester et réglementer

Pas de peurs irrationnelles donc face aux ombres ; mais pas de vision angélique. [slide 5]
Une partie du *shadow banking* est encore trop vulnérable aux risques de crédit, de liquidité, de levier ou encore de maturité, et il existe un potentiel non négligeable d'instabilité financière par la propagation au reste du système financier. Nous venons d'en parler dans nos réunions du FMI et du G20 à Washington la semaine dernière.

Il y a donc à mes yeux **trois priorités** pour les régulateurs [slide 6] : connaître, tester et réglementer. **Connaître** d'abord, grâce à la production de données détaillées sur le *shadow banking*. Le FSB y œuvre déjà avec son rapport annuel sur le sujet, de même que l'ESRB avec le *European Union shadow banking monitor*. Mais il faut aller plus loin : nous avons besoin d'une connaissance encore plus fine de ce secteur dont les acteurs et les modèles d'affaires peuvent différer fortement d'un pays à l'autre et sont parfois excessivement complexes. Il est notamment crucial de développer la cartographie des interconnexions, au sein du *shadow banking* et avec les acteurs traditionnels de la banque et de l'assurance.

La deuxième priorité est de pouvoir **tester**, grâce à des outils adaptés, l'existence de risques systémiques. Pour mesurer l'impact global des chocs, nous avons en particulier besoin de macro stress-tests de liquidité incluant les fonds d'investissement : ces acteurs sont potentiellement vulnérables aux *runs* en cas par exemple de choc boursier, s'ils sont ouverts et n'ont pas de dispositif de plafonnement des rachats. Pour y parvenir, il nous faut notamment développer, de façon concertée au niveau international, un cadre harmonisé de stress tests systémiques : le FSB a d'ores et déjà recommandé de tels outils en 2017, mais le risque est réel d'en rester à un stade exploratoire, sans passer à l'action à l'échelle du système financier.

La troisième et dernière priorité est de **réglementer**. Avec l'achèvement de la réforme Bâle III en décembre 2017, l'objectif principal de la réglementation financière désormais n'est plus la solvabilité des banques, mais la liquidité des non-banques. Ce faisant, nous devons éviter deux écueils. Le premier consisterait à favoriser un secteur par rapport à un autre, que ce soit les banques ou le *shadow banking* : l'existence de possibilités d'arbitrage réglementaire pourrait inciter au transfert des activités les plus consommatrices en capital vers des entités moins voire non régulées, ce qui serait contreproductif. L'autre écueil serait d'imposer la réglementation bancaire au *shadow banking* : puisque les risques n'y sont pas les mêmes ; en particulier, les exigences en capital ne peuvent pas être identiques.

Au niveau international, le secteur non bancaire doit donc être doté d'une réglementation microprudentielle et macroprudentielle adaptée à son fonctionnement et à ses risques. En matière macroprudentielle, la France a été pionnière en appliquant, à compter du 1^{er} juillet prochain, une mesure sur les grandes entreprises prenant en compte aussi leur endettement de marché. Nous en publierons les modalités cette semaine. Mais il faut honnêtement le reconnaître : notre expérience des mesures macroprudentielles hors du secteur bancaire reste encore quasi-embryonnaire. Parmi les chantiers de réglementation prioritaires figurent aussi l'élaboration d'outils de gestion de la liquidité des fonds d'investissement, ainsi que l'affinement de la mesure de leur levier, sujets que le FSB a fort heureusement identifiés. Il est également important d'accroître la transparence sur les activités du *shadow banking*. À cet égard, l'entrée en vigueur des règlements européens EMIR2 et SFTR devrait permettre des avancées significatives.

Comme j'ai parlé des mesures macroprudentielles sur les grandes entreprises, et que notre sujet est la stabilité financière, j'ajoute un éclairage d'actualité sur les financements bancaires en France : les crédits à l'ensemble des emprunteurs privés, ménages et entreprises, croissent rapidement en France, à près de 6 % par an. Lors de notre prochaine réunion du Haut Conseil de stabilité financière en juin, nous regarderons s'il faut en conséquence des mesures supplémentaires.

**

En somme, nous n'avons pas encore fini d'explorer le sujet de la finance non bancaire et je suis convaincu que l'événement d'aujourd'hui va contribuer à nourrir nos réflexions. Je vais maintenant laisser la parole à Aurélia End, qui va animer la table ronde, et vous souhaite à tous une excellente matinée.

ⁱ Données à fin 2016 couvrant 29 juridictions représentant plus de 80 % du PIB mondial. Cf. CSF, mars 2018, Global Shadow Banking Monitoring Report 2017.

ⁱⁱ Au quatrième trimestre 2017.

ⁱⁱⁱ Excédent du compte des transactions courantes sur la période de douze mois cumulés s'achevant en janvier 2018.
Source : BCE.