

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

François  
VILLEROY de GALHAU  
Gouverneur  
Banque de France

Le financement non bancaire est en plein développement au niveau mondial. Le Conseil de stabilité financière (CSF) estime qu'il représente 160 000 milliards de dollars fin 2016, soit 48 % de l'ensemble des actifs financiers détenus par les institutions financières à l'échelle mondiale<sup>1</sup>. Au sein du financement non bancaire, certaines activités d'intermédiation de crédit sont fréquemment regroupées sous le vocable de *shadow banking*. S'il est difficile d'en établir clairement le périmètre, deux mesures fournies par le CSF permettent d'en cerner les contours. La mesure la plus large, axée sur les entités, évalue le montant du *shadow banking* à 99 000 milliards de dollars fin 2016<sup>2</sup> – elle inclut, hors banques centrales, banques, compagnies d'assurance, fonds de pension, institutions financières publiques ou auxiliaires financiers, toutes les institutions financières telles que les fonds d'investissement, les sociétés de financement ou les sociétés d'investissement. Une mesure plus étroite cependant, regroupant les seules activités<sup>3</sup> susceptibles de présenter un risque pour la stabilité financière, en estime le montant à 45 000 milliards de dollars fin 2016.

Au-delà des discussions de chiffres, les mots retenus comptent : s'agit-il de *shadow banking*, « finance de l'ombre », avec sa connotation négative, ou plutôt selon certains de *market-based finance* ou *non-bank credit intermediation*? Aucun terme n'a réussi pour l'instant à créer un consensus. Ces débats sémantiques ne doivent toutefois pas éluder les risques associés à l'essor de sources de financement non régulées, ni servir de prétexte à mettre en cause les efforts réglementaires poursuivis

depuis la crise au seul motif de la promotion du financement de marché.

S'il est nécessaire de compléter le dispositif réglementaire pour assurer la stabilité financière<sup>4</sup>, il ne faudrait pas pour autant méconnaître le rôle du financement non bancaire pour la croissance et l'innovation. Sur un sujet autant discuté – voire disputé –, cette édition 2018 de la *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France est donc très bienvenue pour apporter un éclairage. Espace de dialogues et d'échanges, cette revue offre à des personnalités de premier plan, issues d'horizons divers – académiques, institutionnels ou représentants de l'industrie – la possibilité de points de vue ouverts.

Il convient aujourd'hui de travailler à un développement équilibré du financement non bancaire. Pour innover, les entreprises européennes ont besoin de davantage de fonds propres. Diversifier les financements en Europe est donc une nécessité (1). Mais l'intermédiation non bancaire peut être source de risque systémique, qu'il s'agit de prévenir (2). C'est pourquoi trois priorités doivent guider l'action des régulateurs : connaître, tester et réglementer (3).

## 11 Diversifier les financements en Europe : davantage de choix et surtout davantage de fonds propres

Le système bancaire occupe une place centrale dans le financement de l'économie réelle en zone euro : le crédit bancaire y représente un peu

1 Cf. CSF, mars 2018, *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*, données couvrant 29 juridictions représentant plus de 80 % du PIB mondial.

2 Ce périmètre correspond à la catégorie des « autres institutions financières » (*other financial institutions* – OFIs) du CSF.

3 Hors périmètre de consolidation bancaire.

4 Cf. travaux du CSF sur la cartographie, la réforme des fonds monétaires, la transparence de la titrisation, la réduction de la procyclicité des opérations sécurisées et les interconnexions avec le secteur bancaire.

plus de 80 % de l'endettement des sociétés non financières en 2017. Les 20 % restants proviennent de financements de marché qui, en Europe, restent l'apanage des grandes entreprises. Ces proportions sont inversées aux États-Unis, où le financement par les marchés est plus démocratisé et où les banques ne financent que 30 % du total<sup>5</sup>. Évacuons d'abord ce faux débat entre crédit bancaire et dette de marché, et l'idée – erronée – qu'il faudrait répliquer en Europe le système américain : 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 la dette.

Une économie en rattrapage, comme l'Europe de l'après-guerre ou les pays émergents aujourd'hui, se finance bien par la dette car le chemin y est relativement balisé. Mais dans les économies proches de la « frontière technologique », comme c'est le cas aux États-Unis et en Europe, la clé de la croissance réside dans l'innovation des entreprises, et donc dans le financement par fonds propres sur le long terme : l'innovation étant plus risquée, son financement doit en effet rapporter davantage. Ainsi l'extension des marchés de capitaux n'a pas vocation à remplacer le financement par les banques mais bien à le compléter : elle doit permettre non seulement de diversifier les choix de financement des entreprises, mais aussi et surtout de favoriser le financement par fonds propres en faveur de l'ensemble des entreprises, qu'elles soient en création ou en croissance. La zone euro est très en retard dans ce domaine : les fonds propres n'y représentent que 73 % du PIB fin 2017<sup>6</sup>, contre 123 % aux États-Unis.

Cette diversification souhaitable des financements peut passer par le développement d'une titrisation saine pour libérer le bilan des banques et favoriser ainsi l'émission de nouveaux prêts, tout en fournissant des actifs sûrs aux investisseurs et en offrant une exposition sur les marchés obligataires à des emprunteurs qui n'y ont généralement pas accès, comme les petites et moyennes entreprises.

Parallèlement, le développement de nouvelles formes d'endettement telles que le microcrédit, la finance solidaire et les plates-formes de prêts directs viennent combler certains manques, spécifiquement à destination des microentreprises.

La diversification des financements nécessite aussi et surtout un cadre européen ambitieux. Il nous faut construire une véritable « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » pour mieux mobiliser nos ressources – une épargne excédentaire de 400 milliards d'euros en zone euro<sup>7</sup> – au service des fonds propres et de l'innovation. Cette Union de financement doit rassembler et amplifier les initiatives existantes, et d'abord l'Union des marchés de capitaux, mais aussi l'Union bancaire et le plan d'investissement Juncker. Elle requiert des avancées 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 ; et enfin, le contrôle des activités financières et des risques dont l'importance est vitale pour la zone euro, comme les contreparties centrales super-systémiques.

## 21 Prévenir les risques liés à l'intermédiation non bancaire

L'extension du financement par les marchés financiers en Europe ne doit cependant pas se faire au détriment de la stabilité financière. Certaines activités de la finance non bancaire sont en effet intrinsèquement porteuses de risques. La crise financière mondiale de 2007-2008 a mis en évidence les risques de crédit, de liquidité, de levier ou encore de maturité associés au *shadow banking* ainsi que le potentiel de propagation au reste du système financier. Au sein du *shadow banking*, les fonds obligataires ou monétaires ouverts, par exemple, font face à un risque de liquidité élevé et s'avèrent ainsi vulnérables aux *runs*, ces

5 Sources : Banque centrale européenne pour la zone euro et Réserve fédérale pour les États-Unis. La part du financement bancaire est calculée comme le ratio des crédits rapportés au total des crédits et des titres de créance. Les crédits sont nets des crédits intragroupe résidents. Les titres de créances sont en valeur nominale.

6 Au troisième trimestre 2017.

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

sorties massives et brutales de fonds en cas de perturbations de marché.

Il convient donc de s'assurer de l'existence d'un cadre réglementaire préservant à la fois la sécurité du système financier et la neutralité de la réglementation. Il ne s'agit pas de 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 contre-productif. Il n'est pas non plus question d'imposer la réglementation bancaire au *shadow banking* : puisque les risques ne sont pas les mêmes au sein du secteur bancaire et du *shadow banking*, les exigences en capital ne peuvent pas être les mêmes.

Avec l'achèvement de la réforme Bâle III en décembre 2017, **la priorité de la réglementation financière n'est plus la solvabilité des banques, mais bien la liquidité des non-banques**. Cet objectif est d'autant plus important que celles-ci sont une source de financement croissante pour les entreprises non financières dans certains pays européens. C'est notamment le cas en France où la hausse des taux d'endettement des grandes entreprises non financières est notamment alimentée par la dette de marché.

### 3I Les priorités : connaître, tester, réglementer

#### Connaître

La première priorité des régulateurs est de mieux connaître les acteurs du *shadow banking*, notamment à travers la production de données détaillées sur ce secteur. Le rapport annuel du CSF sur le *shadow banking* participe de cette démarche : il fournit une cartographie détaillée des entités du *shadow banking*. On constate ainsi une grande diversité parmi les entités et les modèles d'affaires dont les caractéristiques peuvent différer

fortement d'un pays à l'autre. Plus complexe encore, l'organisation particulièrement sophistiquée de certains grands acteurs non bancaires rend leur fonctionnement opaque et impose un décryptage approfondi. Désormais, la priorité est de développer une connaissance plus fine des données du *shadow banking*, afin de mieux appréhender les nombreuses interconnexions entre cette sphère et les acteurs traditionnels de la banque et de l'assurance, qu'elles soient capitalistiques ou le fait de détentions croisées.

#### Tester

La deuxième priorité est d'approfondir, grâce à des outils adaptés, l'étude de ces interconnexions, qui présentent un caractère systémique. Dans cette optique, le développement du secteur non bancaire appelle des modèles de contagion élargis à l'ensemble du système financier. La mise en place d'un dispositif de macro *stress tests* de liquidité permettant de mesurer l'impact global des chocs est également nécessaire. Cet exercice inclurait en premier lieu les fonds d'investissement, acteurs potentiellement vulnérables aux *runs* s'ils sont ouverts. L'élaboration de ces modèles ambitieux et complexes doit faire l'objet d'un développement concerté au niveau international afin de favoriser l'émergence d'un cadre harmonisé de *stress tests* systémiques : le CSF en a retenu le principe en 2017 ; mais le risque est réel d'en rester à des vœux pieux, sans passer à l'action.

#### Réglementer

Enfin, la troisième priorité consiste à élaborer un cadre réglementaire proportionné et cohérent, à l'échelle internationale. Le secteur non bancaire doit être doté d'une réglementation microprudentielle et macroprudentielle adaptée à son fonctionnement et à ses risques, sans copier *stricto sensu* les outils préexistants pour les banques ou les sociétés d'assurance. Au niveau macroprudentiel, l'extension du champ d'évaluation et de prévention des risques à l'ensemble du système financier est particulièrement importante. Or notre expérience des mesures macroprudentielles hors du secteur bancaire est

quasi embryonnaire aujourd'hui : la France a été ici pionnière en décidant, à compter du 1<sup>er</sup> juillet prochain, une mesure sur les grandes entreprises prenant en compte aussi leur endettement de marché. L'élaboration d'outils de gestion de la liquidité des fonds d'investissement, ainsi que l'affinement de la mesure de leur levier, est également un des chantiers prioritaires menés par le CSF. Il convient, par ailleurs, d'accroître la transparence sur les activités du *shadow banking*. À ce titre, l'entrée en vigueur au printemps 2018 des règlements européens EMIR2 (*European market infrastructure regulation*) et SFTR (*Securities financing transactions regulation*) fournira une vision plus fine des opérations de dérivés et de transactions sécurisées en Europe, des segments de marché au cœur des interconnexions financières.

## 4 | Conclusion

Il est désormais temps de regarder au-delà des banques, après l'effort réglementaire majeur qui a été accompli avec la finalisation de Bâle III. Le financement par les marchés ne doit conduire ni à des craintes irrationnelles, ni à une vision angélique, mais bien plutôt être appréhendé comme un complément indispensable aux banques dans le financement efficient de l'économie, y compris sur les fonds propres. Il s'agit maintenant de trouver un équilibre entre le développement du financement de marché de long terme et la maîtrise des risques financiers ; là aussi, une coopération plus étroite au plan international est primordiale, afin de prendre pleinement la mesure des interactions qui existent entre les différents systèmes financiers nationaux.