

COMMENT LUTTER CONTRE LA FRAGMENTATION DU SYSTÈME BANCAIRE DE LA ZONE EURO ?

Céline Antonin, Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert,
Fabien Labondance et Vincent Touzé

Le système bancaire de la zone euro a été fortement touché par deux crises : celle des *subprime* puis celle des dettes souveraines. Il s'en est suivi un processus de fragmentation du système bancaire qui s'est traduit par des difficultés de financement pour les banques des pays en crise et par une hétérogénéité des conditions de financement – taux des prêts aux ménages et aux entreprises de la zone euro. Si la BCE est parvenue à éviter une crise systémique majeure, cette situation a perturbé la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro. Les mesures mises en œuvre par la BCE au cours de la crise visent donc à la fois à contrer les risques déflationnistes mais également à restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire dans les pays en crise. Bien que la menace déflationniste soit encore prégnante, il semble que les politiques non-conventionnelles ont eu les effets indirects escomptés sur l'efficacité de l'instrument conventionnel de la politique monétaire. Il reste qu'à plus long terme, des mécanismes doivent être envisagés pour renforcer l'intégration financière et rompre le lien entre crise de dette souveraine et crise bancaire. C'est précisément l'objet de l'Union bancaire européenne qui attribue à la BCE de nouveaux pouvoirs en matière de supervision bancaire. Si beaucoup d'experts s'accordent à dire que l'Union bancaire est une grande avancée dans l'approfondissement de l'Europe, il n'en demeure pas moins que plusieurs zones d'ombre subsistent. Les progrès ainsi accomplis ne doivent pas faire oublier que la stabilité bancaire et financière n'est pas complètement assurée et qu'elle ne le sera pas tant que la fragmentation bancaire subsistera entre les pays du cœur et ceux de la périphérie de la zone euro.

La crise que traverse la zone euro depuis 2008 a mis en évidence les nombreuses carences de la construction européenne. Bien que la politique monétaire soit unique depuis le 1^{er} janvier 1999, aucun processus d'union fiscale ou d'union bancaire n'avait été envisagé initialement. Les turbulences financières résultant de la crise des *subprime* puis de la crise des dettes souveraines ont fragilisé les banques de la zone euro et la situation des finances publiques créant un cercle vicieux dans lequel crises bancaire et de la dette se renforçaient (Shambaugh, 2012). Il s'en est suivi une rupture de confiance sans précédent qui a provoqué une double crise de liquidité, en septembre 2008, après la chute de Lehman Brother, puis à la fin de l'année 2011 du fait de la crise des dettes souveraines. En dépit des nombreuses règles communes¹ appliquées par les États membres en matière de régulation financière, et d'un cadre favorisant la concurrence et la liberté d'établissement, le système bancaire et financier, qui était en apparence de plus en plus intégré², est devenu fragmenté. De telles différences ont modifié la transmission de la politique monétaire, pourtant unique, renforçant les divergences apparues entre un cœur et la périphérie. La BCE a tenté de contrecarrer ce mouvement en proposant à plusieurs reprises diverses mesures non-conventionnelles, privilégiant le soutien au système bancaire du fait du rôle principal qu'il joue dans le financement des agents non-financiers, mais la mesure d'approfondissement institutionnel d'ampleur demeure la mise en place d'une union bancaire visant à assurer la supervision des banques systémiques de la zone euro.

Cette étude spéciale propose une présentation de la fragmentation bancaire au sein de la zone euro, puis des mesures mises en place par la BCE et enfin une présentation de l'Union bancaire.

1. Règles issues de la transposition des directives européennes, qui s'inspirent elles-mêmes très régulièrement des préconisations faites par le Comité de Bâle.

2. Les nombreux rapports rédigés sur l'intégration financière européenne montraient en effet que si les marchés interbancaires étaient fortement intégrés, ce n'était pas le cas de la banque de détail.

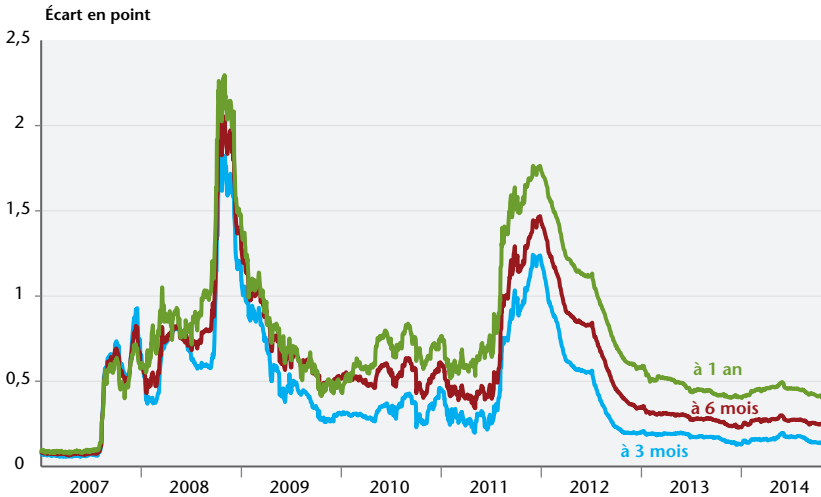
1. La fragmentation du système bancaire de la zone euro

Le système bancaire de la zone euro a été fortement touché par la double crise qui a frappé l'Europe depuis 2007 : celle des *subprime* puis celle des dettes souveraines. La première a provoqué de lourdes pertes, liées à la détention d'actifs toxiques. Cela a contraint les banques centrales à prendre des mesures exceptionnelles (*cf. infra*) et les gouvernements à mettre en place des plans de sauvetage des systèmes bancaires en fin d'année 2008. À la suite de quoi les tensions sur les marchés interbancaires se sont significativement apaisées, comme en témoignent les évolutions de l'écart entre les taux interbancaires Euribor et Eurepo³ (graphique 1).

Toutefois, le marché interbancaire n'a jamais retrouvé un fonctionnement proche de la situation prévalant avant la crise et un nouveau pic de tensions est apparu à la mi-2011 en lien avec la crise des dettes souveraines dans la zone euro. En effet, l'exposition des banques au risque souverain a menacé leur solvabilité et plongé la zone euro dans un cercle vicieux où, dans certains pays, problèmes bancaires et budgétaires se renforçaient mutuellement. Cependant, tant que la crise des dettes souveraines était principalement cantonnée à la Grèce, les écarts de taux sur le marché interbancaire sont restés largement inférieurs au pic observé lors de la chute de la banque Lehman Brothers. La baisse progressive du prix des obligations italiennes et espagnoles a cependant accru les risques de nouvelle crise systémique, provoquant de nouvelles tensions sur les marchés interbancaires dès le milieu de l'année 2011. Il aura alors fallu une nouvelle intervention de la BCE, qui en décidant d'octroyer des financements pour une durée exceptionnelle de trois ans, a permis d'éviter que ces tensions ne provoquent une crise systémique majeure. De fait, la BCE a ainsi couvert l'essentiel des besoins de financement des banques espagnoles et italiennes qui ne parvenaient plus à lever des fonds sur le marché interbancaire ou sur le marché obligataire.

3. Le taux Euribor représente le prix d'un prêt interbancaire sans garanties à une échéance donnée. Le taux Eurepo représente le prix d'un prêt interbancaire avec garanties à une même échéance.

Graphique 1. Écart entre taux Euribor et taux Europeo



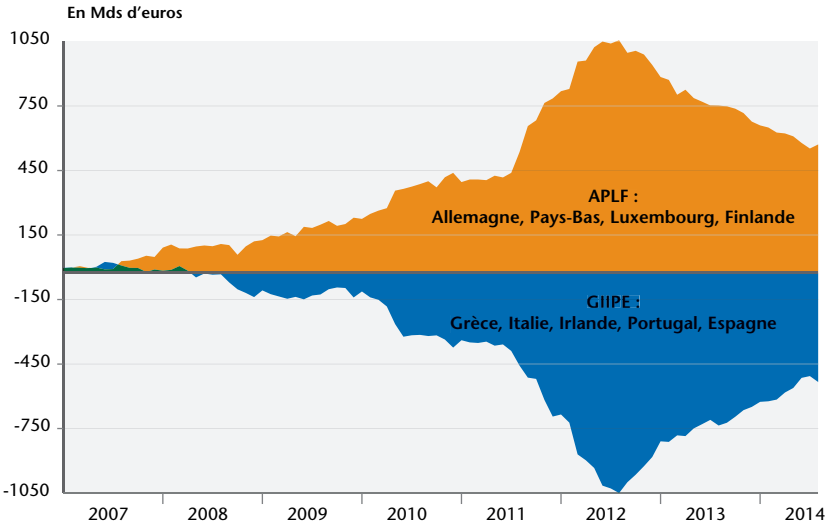
Source : Datastream.

La crise bancaire était certes contenue mais elle ne fut pas pour autant résolue. Une dichotomie est en effet apparue entre les pays du cœur de l'Union (Allemagne, France⁴, Pays-Bas, Belgique et Finlande) et ceux en proie à une crise des finances publiques (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne et Italie). Sur les marchés obligataires, cette situation s'est traduite par une réallocation des portefeuilles des investisseurs au détriment des pays à risque. Ils ont privilégié l'achat de titres obligataires publics émis par des États jugés plus sûrs, ce qui a eu pour conséquence de provoquer des pertes importantes pour les banques exposées au risque souverain, c'est-à-dire principalement aux banques de ces mêmes États en crise. La fragilisation de leur situation a eu pour conséquence de les priver de liquidités sur le marché interbancaire. Les banques des pays du cœur, disposant de liquidités, ont en effet préféré les laisser en dépôt auprès de la BCE. Privées de financements de marché, les banques des pays en crise se sont tournées vers la BCE *via* les différentes opérations de politique monétaire. Ce faisant, la BCE s'est substituée au marché et a implicitement porté le risque que les

4. La France peut être considérée comme un pays du cœur de l'Union. Néanmoins, au regard des soldes TARGET, les banques françaises sont en position légèrement débitrices. Leur ampleur reste cependant sans commune mesure avec la position des banques espagnoles ou italiennes.

acteurs du marché interbancaire ne souhaitaient plus porter. Ceci s'est traduit par une augmentation très sensible des soldes TARGET (graphique 2) mesurant les positions créditrices ou débitrices des banques centrales nationales et donc des banques commerciales vis-à-vis de la BCE.

Graphique 2. Soldes TARGET



Source : Eurocrisis monitor, Osnabrück Universität.

De fait, la crise a fortement perturbé le fonctionnement du marché interbancaire qui était apparu jusqu'ici fortement intégré. Les flux de crédits et de dépôts transfrontaliers entre institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro se sont fortement contractés. Ainsi, les crédits octroyés par les banques allemandes aux IFM des autres pays de la zone euro sont passés de plus de 460 milliards d'euros en début d'année 2009 à moins de 350 milliards en septembre 2009. Cette baisse a été plus forte que celle de l'ensemble des crédits octroyés aux IFM – c'est-à-dire incluant également les crédits aux IFM allemandes – si bien que la part des flux transfrontaliers entre IFM a baissé alors qu'elle avait doublé entre 1998 et 2007 (tableau 1). En corollaire, les banques espagnoles ont reçu moins de dépôts des IFM des autres pays de la zone euro : autour de 200 milliards fin 2008-début 2009 et moins de 150 milliards en septembre 2009. Plus généralement, les pays en crise (Italie, Espagne, Portugal, Grèce et Irlande) ont bien vu la part

des dépôts en provenance d'IFM d'autres pays de la zone euro baisser alors que cette même part se stabilisait ou augmentait pour d'autres pays comme l'Allemagne, la France ou les Pays-Bas. Dans ces pays, c'est plutôt la part des crédits vers les IFM des autres pays de la zone euro qui a décliné, passant par exemple de 22,1 % (respectivement 74,3 %) en France (respectivement aux Pays-Bas) en 2007 à 16,2 % (respectivement 68,9 %⁵) en septembre 2014. La part des dépôts dans les banques allemandes détenus par d'autres IFM résidentes de la zone euro a même légèrement progressé entre 2007 et 2014. Ainsi, ces chiffres reflètent bien l'idée que les banques des pays du cœur de l'Union ont été de plus en plus réticentes à prêter des fonds aux banques des pays en crise, ce qui reflète la fragmentation du marché interbancaire. Sans les interventions de la BCE, dont les refinancements se sont substitués à ceux obtenus sur le marché interbancaire avant la crise, cette situation aurait amplifié le risque de solvabilité des banques en Espagne ou en Italie notamment.

Tableau 1. Encours de crédits et de dépôts transfrontaliers (entre IFM)

Part en %

	DEU	FRA	ITA	ESP	NDL	PRT	GRC	IRL
Crédits								
1998	11,8	11,8	31,2	17,8	39,4	39,2	8,5	33,6
2007	24,6	22,1	22,0	31,7	74,3	59,4	44,9	36,6
2011	21,0	17,2	17,3	22,4	33,6	38,5	82,7	35,8
2014 (sept)	22,3	16,2	14,2	25,0	68,9	47,8	54,3	51,1
Dépôts								
1998	13,4	13,4	38,3	19,2	38,1	38,8	18,2	50,8
2007	16,8	18,6	37,3	42,3	70,8	74,5	43,0	49,5
2011	16,2	11,8	26,8	31,2	82,1	31,6	16,8	26,2
2014 (sept)	17,2	12,5	21,9	30,4	87,9	29,8	22,1	47,5

Note : Le tableau représente la part des encours de crédits et de dépôts entre les IFM d'un pays et les IFM résidents dans les autres pays de la zone euro.

Source : BCE.

La fragmentation du système bancaire est moins flagrante pour les crédits et les dépôts des IFM vers des agents non-financiers (tableau 2). En même temps, les marchés de détail avaient peu convergé après 1999, ce dont les rapports régulièrement publiés

5. Dans le cas des Pays-Bas, la chute s'est produite entre 2007 et 2011 puis la part est remontée par la suite.

par la BCE sur l'intégration financière européenne faisaient déjà état⁶. La part des flux de crédits transfrontaliers ne dépassait pas 5,5 % en Allemagne en 2007. Elle était plus élevée aux Pays-Bas (7,2 %) et a continué à progresser ensuite car elle atteignait 9,7 % en septembre 2014. Nous observons cependant bien un ralentissement de l'activité transfrontière des banques irlandaises, traduisant bien la forte internationalisation du système bancaire irlandais avant la crise sur le marché du crédit comme sur celui des dépôts. À l'opposé, le système bancaire grec a globalement moins d'activités transfrontalières.

**Tableau 2. Encours de crédits et de dépôts transfrontaliers
(des IFM vers les non IFM)**

Part en %								
	DEU	FRA	ITA	ESP	NDL	PRT	GRC	IRL
Crédits								
1998	1,8	1,4	1,4	1,1	2,1	0,9	0,2	22,0
2007	5,4	4,5	1,7	1,2	6,3	2,3	0,1	10,5
2011	6,5	4,7	1,5	1,5	7,2	2,1	0,9	19,2
2014 (sept)	6,1	3,6	1,3	1,5	9,7	1,1	1,0	7,7
Dépôts								
1998	4,9	2,4	1,7	2,3	5,0	3,7	0,5	9,7
2007	3,0	6,9	1,6	2,2	6,9	7,6	0,4	16,6
2011	2,7	5,9	1,6	4,3	7,7	1,9	0,8	22,5
2014 (sept)	2,7	7,0	1,1	3,4	9,3	1,5	0,8	13,2

Note : Le tableau représente la part des encours de crédits ou de dépôts des IFM d'un pays vers les agents non financiers résidents dans les autres pays de la zone euro.

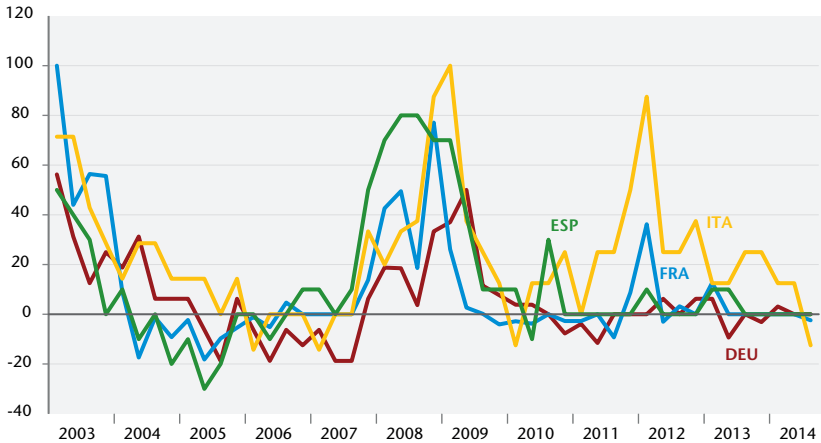
Source : BCE.

Si la fragmentation du système bancaire de la zone euro est peu perceptible au regard des flux de crédit et de dépôt accordés aux agents non-financiers, elle n'en demeure pas moins importante et s'est traduite par une divergence des conditions de crédits et par une transmission plus hétérogène de la politique monétaire unique au sein de la zone euro. En effet, la dégradation du bilan des banques, notamment des banques peu capitalisées ou peu liquides, peut les amener à restreindre l'accès au crédit des entreprises ou des ménages. Ainsi, l'évolution des conditions de crédit mesurée par l'enquête BLS (Bank Lending Survey) de la BCE témoigne bien d'un

6. Voir Baele *et al.* (2004) ou Jappelli et Pagano (2008).

durcissement plus fort des conditions de crédit en Espagne au début de la crise, en lien avec le krach du marché immobilier, ainsi qu'en Italie où apparaît un pic de restriction de l'offre de crédit pour les ménages ou les entreprises en fin d'année 2011 et début d'année 2012 (graphiques 3 et 4).

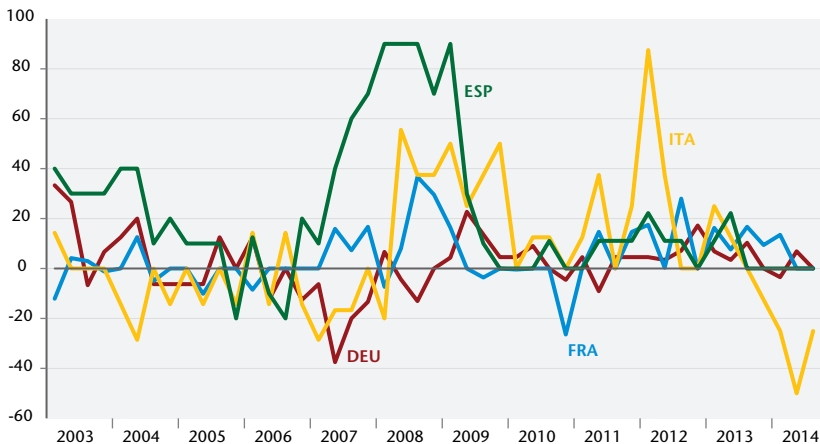
Graphique 3. Conditions d'offre de crédit aux SNF



Note de lecture : Les courbes représentent pour chaque pays la différence entre les établissements déclarant durcir leurs conditions de crédits et ceux déclarant les assouplir. Une hausse témoigne donc d'un durcissement des conditions de crédit.

Source : BCE (enquête du Bank lending survey).

Graphique 4. Conditions d'offre de crédit aux ménages (crédits immobiliers)



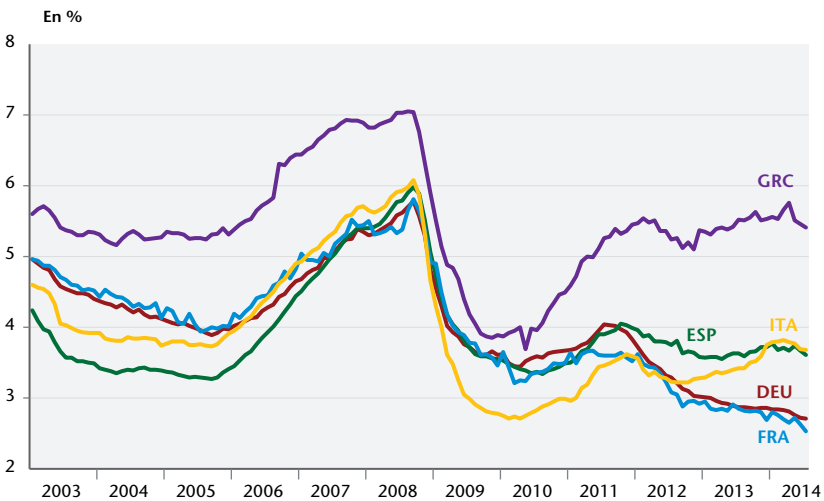
Note de lecture : Les courbes représentent pour chaque pays la différence entre les établissements déclarant durcir leurs conditions de crédits et ceux déclarant les assouplir. Une hausse témoigne donc d'un durcissement des conditions de crédit.

Source : BCE (enquête du Bank lending survey).

Ces éléments vont dans le sens des travaux réalisés par Jiménez, Ongena, Peydro and Saurina (2012) qui montrent, à partir d'une base de données microéconomiques sur le comportement des banques, que la probabilité qu'une banque espagnole de refuser un crédit aux sociétés non-financières augmente dans un environnement économique dégradé (durcissement de la politique monétaire ou baisse de la croissance) et que cet effet est d'autant plus fort que les banques sont peu capitalisées ou peu liquides.

Une autre dimension de la fragmentation apparaît dans le fort accroissement de la dispersion des taux bancaires dans la zone euro à partir de 2007. Il s'agit d'une conséquence très importante de la fragmentation qui tend à montrer que bien que le crédit transfrontalier augmente, il reste marginal et ne joue pas sur les prix. C'est ce qui ressort de l'évolution des taux des prêts aux sociétés non-financières (graphique 5) dans les pays de la zone euro depuis la crise, ainsi que de l'évolution des écarts interquartiles calculés pour les taux pratiqués sur les crédits (aux ménages ou aux SNF de la zone euro, voir graphique 6) ou sur les dépôts (graphique 7). Cette situation montre que malgré une politique monétaire unique, la crise a amplifié l'hétérogénéité des conditions monétaires en zone euro. Pour pallier rapidement cette hétérogénéité, la BCE a joué le rôle de

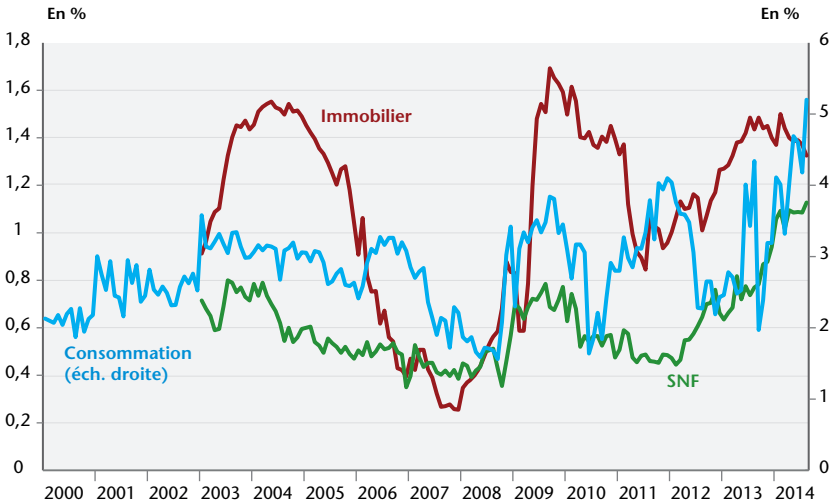
Graphique 5. Taux d'intérêt pratiqués sur les nouveaux crédits aux SNF (durée de 1 à 5 ans)



Source : BCE.

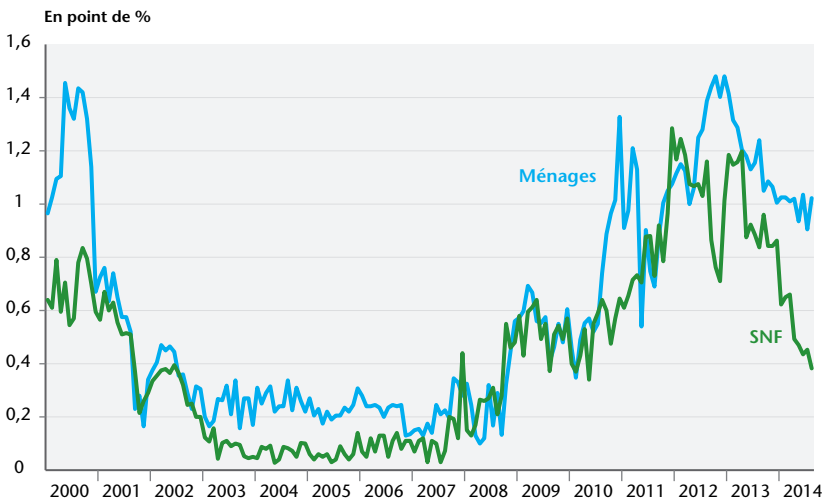
prêteur en dernier ressort auprès des banques et mis en place des politiques non-conventionnelles sur l'efficacité desquelles il convient de s'interroger (partie 2). À plus long terme, la mise en œuvre de l'Union bancaire apparaît, sous certaines conditions, comme le garant de l'homogénéité des marchés bancaires en zone euro (partie 3).

Graphique 6. Dispersion des taux d'intérêt bancaires sur les crédits



Source : BCE. Écart interquartile.

Graphique 7. Dispersion des taux d'intérêt bancaires sur les dépôts



Source : BCE. Écart interquartile.

Une hétérogénéité qui se répercute sur la transmission de la politique monétaire

Afin d'assurer la viabilité de l'Union monétaire, la question d'une transmission homogène de la politique monétaire de la BCE dans tous les pays membres est centrale. Avant la crise, d'importantes différences existaient déjà dans la transmission de la politique monétaire (Arnold & van Ewijk, 2014 ; Sorensen & Werner, 2006), même si une tendance à l'homogénéisation a été observée (Vajanne, 2007 ; Blot & Labondance, 2013). Précisons que ce constat dépend fortement des marchés observés, de leur degré d'intégration et de concurrence (de Graeve, de Jonghe, & van der Vennet, 2007). L'homogénéisation s'observe davantage sur la transmission de la politique monétaire aux taux pratiqués pour les entreprises. Plus les montants sont importants, plus les marchés sont intégrés et plus la transmission est homogène à travers la zone euro. Sur d'autres marchés pour lesquels les caractéristiques nationales liées aux systèmes légaux et aux habitudes des agents demeurent essentielles pour fixer les taux bancaires (Mojon, 2000 ; Giuliadori, 2005), la transmission demeure hétérogène. C'est ce qui est observé sur les taux pratiqués pour les prêts immobiliers et pour les prêts à la consommation. Enfin, il est à noter que cette tendance à l'homogénéisation jusqu'à la crise apparaît avant tout pour les taux des prêts et beaucoup moins pour les taux des dépôts (Sander & Kleimeier, 2004).

La tendance à l'homogénéisation de la transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro a été stoppée avec la crise et la convergence des taux d'intérêt bancaires s'est même retournée (Arnold & van Ewijk, 2014). De nombreux travaux confirment l'impact négatif de la crise qui augmente les écarts de taux entre pays (Karagianis, Panagopoulos, & Vlamis, 2010). La transmission de la politique monétaire est devenue différente entre les pays (Belke, Beckmann, & Verbeyen, 2013). La convergence observée avant la crise prend fin en 2008 (Rughoo & Sarantis, 2014). Nous étudions et illustrons l'hétérogénéité dans la transmission de la politique monétaire de la BCE dans l'encadré 1.

Par conséquent, la BCE se voit confrontée à un double défi. Elle doit d'une part donner une impulsion unique de politique monétaire pour ramener l'inflation à sa cible. Ainsi, la lutte contre le risque de déflation est-elle devenue centrale dans la mise en œuvre

de sa politique monétaire. Par ailleurs, les mesures prises par la BCE visent également à réduire la fragmentation du système bancaire européen afin de restaurer l'homogénéité de la transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro (Cour-Thilman & Winkler, 2013).

Encadré 1. Fragmentation de la transmission de la politique monétaire

La fragmentation de la transmission de la politique monétaire fragilise la zone euro car elle réduit l'efficacité de la politique monétaire unique de la BCE et peut conduire à renforcer les divergences économiques, lorsque la politique monétaire expansionniste ne se transmet pas dans les taux d'intérêt sur les crédits des pays périphériques, par exemple. L'hypothèse que nous testons est de voir si la fragmentation que nous observons s'explique uniquement par les fondamentaux de l'économie ou si une dynamique hétérogène et auto-entretenu est également à l'œuvre. Pour mettre ce point en évidence, nous proposons d'estimer l'équation suivante qui consiste à expliquer les taux d'intérêt nominaux pratiqués par les banques $rb_{i,t}$ dans chaque État membre i à la période t . nous présenterons ici des résultats pour les taux d'intérêt des prêts aux sociétés non-financières (SNF) de 1 à 5 ans et pour deux types de prêts aux ménages : les prêts immobiliers et les prêts à la consommation.

$$rb_{i,t} = \alpha_i + \beta.time_i + \gamma.prime_{i,t} + \delta.rm_t + \rho.CISS_t + \varepsilon_t$$

Ces taux d'intérêts s'expliquent par le taux du marché monétaire reflétant la politique monétaire conventionnelle de la BCE. Nous prenons ici le taux au jour le jour (Eonia). Par ailleurs, nous incluons une variable reflétant la prime de risque associée à chaque État membre ($prime_{i,t}$), calculée comme la différence entre les taux longs des obligations publiques et le taux du marché monétaire. Afin de tenir compte de l'aversion au risque exacerbée depuis la crise, nous incluons également un indicateur de stress financier. Il s'agit ici du CISS (*Composite Indicator of Systemic Stress*) développé par la BCE (Hollo *et al.* 2012).

Cette équation est estimée en panel pour deux sous-échantillons de la zone euro : d'une part pour les pays du cœur (Autriche, Belgique, Allemagne, Finlande, France et Pays-Bas) et d'autre part pour ceux de la périphérie (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal). Nous incluons des effets fixes pays et nous incluons une tendance temporelle qui mesure l'effet temporel qui n'est pas lié aux fondamentaux inclus dans le modèle. Enfin, nous estimons ces panels pour deux sous-périodes : avant et depuis la crise.

Le tableau 3a présente les résultats de ces estimations. En regardant les taux appliqués aux SNF, nous constatons qu'avant la crise, les détermi-

nants de ces taux étaient relativement équivalents dans les pays du cœur et de la périphérie. La politique monétaire était un peu plus répercutée dans les pays de la périphérie, mais pour le reste, les coefficients sont très proches. En particulier, notons la tendance à la baisse des taux pour les deux groupes de pays indiqués par la variable *time_i*. Ce résultat indique donc qu'indépendamment des fondamentaux du modèle, il y a dans la zone euro une tendance à la baisse des taux bancaires. Avant la crise, le constat est à une dynamique de fixation des taux d'intérêt relativement homogène pour les prêts aux SNF dans la zone euro.

Les résultats depuis la crise laissent entrevoir une dynamique différente et une fragmentation de plus en plus avérée. Si la transmission de la politique monétaire reste à un niveau équivalent pour les pays du cœur, elle diminue très nettement pour les pays de la périphérie. De plus, la variable tenant compte de la prime de risque appliquée à chaque Etat membre n'est plus significative pour les pays du cœur mais le demeure pour les pays de la périphérie. Or, il s'agit d'une période pendant laquelle les écarts de taux augmentent pour ces pays, indiquant que les tensions sur les marchés obligataires se répercutent sur les taux pratiqués par les banques. De même, l'indicateur de stress financier a toujours un effet positif et significatif, mais le coefficient est deux fois supérieur pour les pays de la périphérie. Enfin, il est intéressant de noter les résultats de la variable temporelle. Pour les pays du cœur, cette variable est depuis la crise non-significative, indiquant que l'établissement des taux bancaires reflète les fondamentaux inclus dans les estimations. Pour la périphérie, cette variable devient, depuis la crise, positive : en plus des autres déterminants inclus dans l'équation, une tendance à la hausse des taux bancaires s'observe dans les pays de la périphérie. Ce résultat met en lumière une dynamique de divergence entre les deux groupes de pays. Les pays de la périphérie subissent une hausse des taux bancaires indépendante des fondamentaux, situation que ne rencontrent pas les pays du cœur. Cette tendance différenciée depuis la crise s'observe également lorsqu'on regarde l'établissement des taux bancaires aux ménages, que cela soit pour des prêts immobiliers ou des prêts à la consommation. La prise en compte des mesures non-conventionnelles à travers l'utilisation non plus de l'Eonia mais d'un taux implicite de politique monétaire⁷ (ou « *shadow rate* ») valide ce constat (tableau 3b). Depuis la crise, une fragmentation est perceptible entre le cœur et la périphérie.

7. Le calcul d'un taux implicite de politique monétaire permet de traduire les mesures non-conventionnelles prises par les banques centrales. Ainsi, le taux implicite peut être négatif. Voir Wu et Xia (2014) pour une illustration.

Tableau 3a. Déterminants des taux d'intérêts bancaires avant et depuis la crise

	SNF				Immobilier				Consommation			
	pré-crise		Crise		pré-crise		Crise		pré-crise		Crise	
	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph
Eonia	0,74*** [0,03]	0,88*** [0,02]	0,72*** [0,04]	0,39*** [0,09]	0,43*** [0,05]	0,87*** [0,03]	0,15*** [0,05]	0,49*** [0,09]	0,68*** [0,06]	0,28*** [0,09]	0,01 [0,17]	-0,50** [0,22]
Prime	0,21*** [0,03]	0,16*** [0,03]	0,00 [0,03]	0,07*** [0,01]	0,20*** [0,06]	0,13*** [0,04]	0,11*** [0,03]	-0,03** [0,01]	0,31*** [0,07]	0,01 [0,13]	-0,13 [0,12]	0,04 [0,03]
Ciss	0,33*** [0,01]	0,35*** [0,01]	0,15*** [0,01]	0,27*** [0,03]	0,24*** [0,02]	0,35*** [0,02]	0,15*** [0,02]	0,30*** [0,03]	0,28*** [0,03]	0,30*** [0,06]	0,19*** [0,06]	0,43*** [0,08]
Time	-0,01*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	0,00 [0,00]	0,02*** [0,00]	-0,02*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,00 [0,00]	-0,01*** [0,00]	0,00 [0,00]	0,00 [0,01]	0,02*** [0,00]
Constante	3,30*** [0,14]	2,51*** [0,13]	2,61*** [0,24]	-0,13 [0,30]	5,04*** [0,27]	3,07*** [0,17]	4,39*** [0,30]	2,88*** [0,29]	4,58*** [0,33]	8,36*** [0,60]	5,44*** [1,07]	6,64*** [0,75]
N	387	288	402	268	432	288	402	268	459	288	335	201
r2	0,89	0,97	0,80	0,46	0,35	0,93	0,73	0,64	0,69	0,28	0,05	0,16

***, ** : significativité aux seuils de 1 %, 5 %.

Sources : BCE & Eurostat, estimations des auteurs.

Tableau 3b. Déterminants des taux d'intérêts bancaires avant et depuis la crise

	SNF				Immobilier				Consommation			
	pré-crise		Crise		pré-crise		Crise		pré-crise		Crise	
	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph	Core	Periph
Shadow	0,52*** [0,03]	0,62*** [0,03]	0,24*** [0,02]	0,11*** [0,04]	0,29*** [0,04]	0,60*** [0,04]	0,02 [0,02]	0,10** [0,04]	0,52*** [0,05]	0,19** [0,09]	-0,12 [0,08]	-0,47*** [0,10]
Prime	0,07 [0,04]	0,01 [0,05]	-0,06 [0,03]	0,08*** [0,01]	0,12 [0,06]	-0,03 [0,05]	0,09*** [0,03]	-0,01 [0,01]	0,16** [0,07]	-0,08 [0,13]	-0,14 [0,12]	0,01 [0,03]
Ciss	0,42*** [0,02]	0,47*** [0,02]	0,27*** [0,02]	0,33*** [0,03]	0,30*** [0,03]	0,47*** [0,02]	0,17*** [0,02]	0,37*** [0,03]	0,38*** [0,03]	0,35*** [0,06]	0,16** [0,06]	0,29*** [0,08]
Time	-0,01*** [0,00]	-0,00*** [0,00]	-0,00 [0,00]	0,02*** [0,00]	-0,02*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,00 [0,00]	-0,01*** [0,00]	-0,00 [0,00]	-0,00 [0,01]	0,01** [0,00]
Constante	4,04*** [0,17]	3,35*** [0,18]	3,13*** [0,30]	-0,05 [0,32]	5,48*** [0,26]	3,92*** [0,21]	4,61*** [0,31]	3,13*** [0,32]	5,48*** [0,30]	8,85*** [0,54]	5,96*** [1,06]	7,57*** [0,75]
N	387	288	402	268	432	288	402	268	459	288	335	201
r2	0,83	0,93	0,70	0,44	0,31	0,87	0,72	0,61	0,67	0,27	0,06	0,23

***, ** : significativité aux seuils de 1 %, 5 %.

Sources: BCE & Eurostat, estimations des auteurs.

2. La BCE et les mesures de politiques monétaires non-conventionnelles en dernier recours ?

La situation économique morose de la zone euro, avec ses risques de déflation, a conduit la Banque centrale européenne (BCE) à procéder à de nouveaux assouplissements monétaires quantitatifs. Ces mesures, dont certaines pourraient imposer une prise de risque de la part de la BCE – *via* l'acquisition de produits issus de la titrisation, les Asset Backed Securities (ABS) – sont très débattues. Certains économistes, tel Hans-Werner Sinn, critiquent la BCE qui, selon eux, outrepasserait son mandat de stabilité des prix en faisant peser un risque inflationniste sur les économies européennes dû aux excès de liquidités qu'elle met en circulation. D'autres économistes, comme Michel Aglietta, estiment au contraire que la BCE réagit de manière adéquate à la situation économique européenne, dans un cadre institutionnel donné. Ils regrettent même sa lenteur à réagir et promeuvent un changement institutionnel vers une pluralité d'objectifs assignés à la BCE, englobant stabilité des prix, croissance et stabilité financière (Blot *et al.*, 2014) ou stabilité des prix, stabilité financière et soutenabilité de la dette publique (Aglietta, 2014).

Après avoir rappelé les mesures non-conventionnelles récentes mises en œuvre par la BCE, nous reviendrons sur l'efficacité de ces mesures, seule à même de permettre de juger de la pertinence ou non de procéder à ces politiques. Soit elles sont efficaces, et la question éventuelle du mandat devient secondaire : il faudrait changer ledit mandat pour que ces politiques puissent bénéficier de la légitimité politique qu'elles méritent, si tant est qu'elles s'écartent effectivement du mandat initial de la BCE. Soit elles ne sont pas efficaces, et les arguments économiques (inefficacité) et politiques (illégitimité) concourent à dévaloriser l'action de la BCE.

Politiques non-conventionnelles : de quoi s'agit-il ?

Au-delà de l'outil des réserves obligatoires, ramenées de 2 à 1 % des dépôts bancaires depuis novembre 2011, la politique monétaire conventionnelle vise à modifier le taux d'intérêt directeur (celui des opérations dites de refinancement à moyen terme) de deux manières. La banque centrale peut procéder à des opérations dites d'*open-market* (achats ou ventes de titres financiers de grande qualité, usuellement AAA) pour influencer les conditions de finan-

cement. Elle peut aussi accorder des facilités permanentes aux banques commerciales ; le taux d'intérêt est variable, fixé pour chaque banque à l'issue d'un mécanisme d'enchères : les banques commerciales offrant les taux les plus élevés sont servies les premières, et toutes les banques ne sont pas servies dans la mesure où le montant des crédits est limité. Ces opérations peuvent modifier la taille du bilan de la banque centrale, notamment par le biais de la création monétaire. Il y a donc là un écueil dans la distinction entre politiques conventionnelle et non-conventionnelle : l'augmentation de la taille du bilan de la banque centrale ne suffit pas pour caractériser une politique non-conventionnelle.

A contrario, une politique d'assouplissement quantitatif, non-conventionnelle, donne lieu *stricto sensu* à une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale, mais sans création monétaire immédiate supplémentaire : le supplément de liquidités fourni par la banque centrale aux banques commerciales sert à augmenter les réserves de celles-ci auprès de la banque centrale, à charge pour elles d'utiliser *in fine* ces réserves à l'acquisition ultérieure de titres ou à l'octroi de crédits. Ces réserves, qui sont des actifs sûrs des banques commerciales, permettent d'assainir leurs propres bilans : la proportion d'actifs risqués diminue, celle des actifs sûrs augmente.

Un autre type de politique monétaire non-conventionnelle, l'assouplissement qualitatif (*qualitative easing*), vise à modifier la structure du bilan de la banque centrale, généralement côté actif, mais sans modifier la taille du bilan. Il peut s'agir pour la banque centrale d'acquérir des titres plus risqués (notés en deçà de AAA) au détriment de titres moins risqués (AAA). Ce faisant, la banque centrale atténue la part de risque au bilan des banques auprès desquelles elle a acquis ces titres risqués. La banque centrale peut aussi, côté passif, accepter des titres financiers plus risqués en collatéral des prêts consentis aux banques.

Un troisième type de politique monétaire non-conventionnelle consiste à mener à la fois une politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif : c'est l'assouplissement du crédit (*credit easing*). La taille du bilan de la banque centrale et le risque induit augmentent de concert.

De fait, les principales banques centrales ont eu recours à différentes mesures qui ont eu pour effet d'augmenter et/ou de modifier

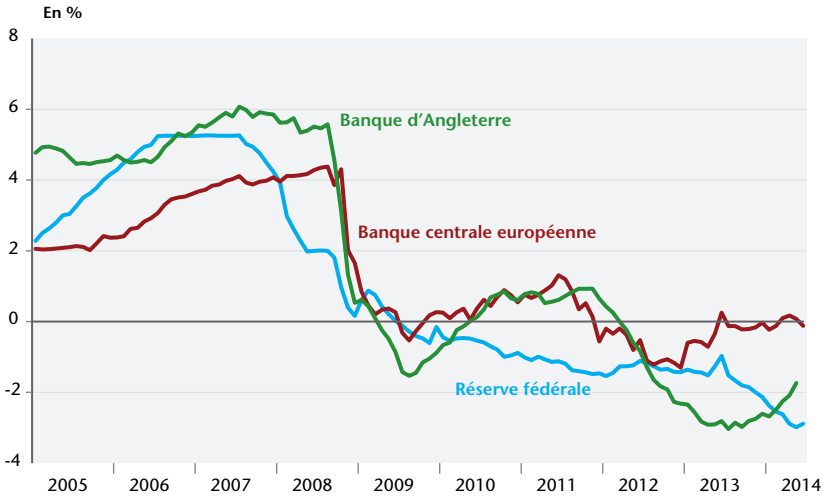
la taille et la composition de leur bilan. Il y néanmoins d'importantes différences sur la nature des mesures privilégiées notamment par la BCE, la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre (voir encadré 2 pour plus de détails). Ces différences résultent en grande partie de la structure financière des économies en question. Ainsi, la BCE a privilégié le soutien au système bancaire du fait du rôle principal qu'il joue dans le financement des agents non-financiers. Aux États-Unis, où les financements de marché sont prépondérants, la Réserve fédérale a plutôt cherché à agir sur les prix de marché par le biais d'opérations d'achats de titres. Il reste que l'augmentation ou la taille du bilan ne permettent qu'imparfaitement de rendre compte de l'impulsion monétaire supplémentaire qui résulte des mesures non-conventionnelles mises en œuvre. Une littérature récente se développe pour déterminer un équivalent de ces actions en termes de taux d'intérêt directeur. On parle alors de taux implicite ou de *shadow rate*. Wu et Xia (2014) proposent une approche qui s'appuie sur la courbe des taux et calculent ainsi le taux implicite de politique monétaire de la BCE, de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre. Ce faisant il apparaît que la BCE a bien mené une politique monétaire plus expansionniste (graphique 8) grâce à ces mesures puisque le taux implicite est négatif. Pour autant, la politique de la BCE a été relativement moins expansionniste que celle de la Banque d'Angleterre ou celle de la Réserve fédérale.

Un dernier type de politique monétaire non-conventionnelle consiste à influencer sur les anticipations, par des annonces préalables de politique (conventionnelle ou non-conventionnelle). Cette politique de *forward guidance* (autrefois appelée *open-mouth operations*⁸, qu'on s'abstiendra ici de traduire en français) peut consister à annoncer que le taux d'intérêt directeur de la banque centrale ne diminuera pas tant que le taux de chômage ne sera pas passé sous la barre des 7 % de la population active (cela a été le cas de la Banque d'Angleterre à partir de l'été 2013) ou à annoncer un programme conditionnel de rachat illimité de titres de dette publique (jusqu'à une maturité de 3 ans) pour endiguer les pressions à la hausse sur les taux de rendements des obligations d'État

8. Guthrie and Wright (2000).

(c'est le cas du programme *Outright Monetary Transactions* de la BCE, lancé à l'été 2012, et jamais déclenché jusque-là).

Graphique 8. Taux implicite (shadow rate) de politique monétaire



Source : Wu & Xia (2014), <http://faculty.chicagobooth.edu/jing.wu/research/data/WX.html>.

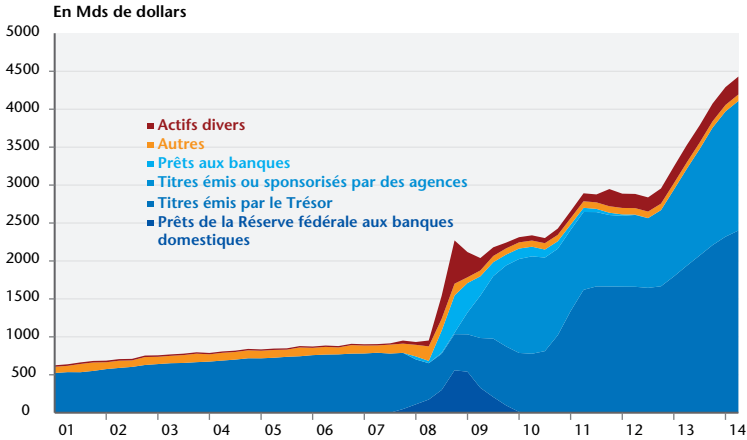
Encadré 2. Comparaison des mesures de politique monétaire de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale

Les politiques monétaires des grandes banques centrales ont consisté à prêter directement aux banques (contre des garanties de qualité élevées) et à intervenir sur les marchés financiers (titres souverains principalement, mais aussi titres adossés à des actifs immobiliers, billets de trésorerie d'entreprises non-financières). Comme on a pu le voir plus haut, plusieurs types d'interventions peuvent ainsi être proposés :

- d'un côté, la Fed et la Banque d'Angleterre ont pris le parti d'intervenir, dans une première phase, principalement par le biais – conventionnel – de prêts aux banques faisant face à des problèmes de liquidité. Dans un second temps, ces banques centrales ont privilégié les achats de titres sur les marchés pour faire baisser les taux d'intérêt de long terme et stimuler l'économie. Par exemple, la Réserve fédérale a mis en œuvre des programmes d'achats de titres de dette du gouvernement américain (le premier a débuté en mars 2009) et de *mortgage backed securities* (actifs adossés à des crédits hypothécaires immobiliers). Le portefeuille de titres de la Réserve fédérale est en juin 2014 d'environ 4 000 milliards de dollars, soit environ 90 % de son bilan (graphique 9). De la même manière, la Banque d'Angleterre a mis en place en janvier

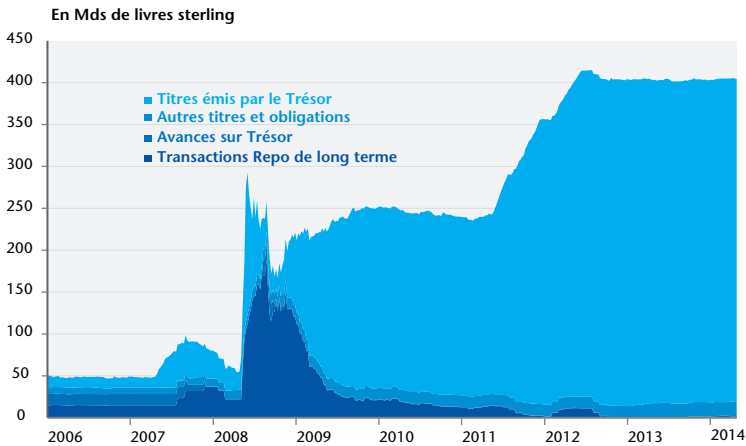
2009, par le biais de l'*Asset Purchase Facility*, un dispositif de très grande ampleur d'achats de titres d'État britanniques et dans une moindre mesure de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises qui a atteint, depuis juillet 2012, 375 milliards de GBP, soit 90 % de l'actif de la BoE (graphique 10).

Graphique 9. Composition de l'actif du bilan de la Réserve fédérale



Source : Réserve fédérale (Flow of Funds).

Graphique 10. Composition de l'actif du bilan de la Banque d'Angleterre

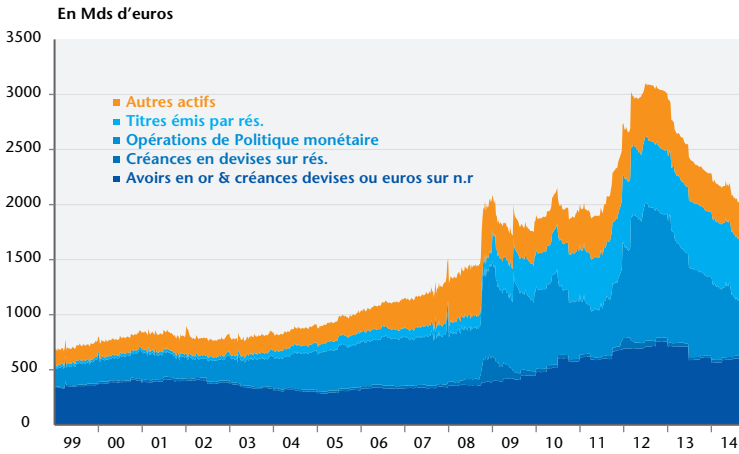


Source : Banque d'Angleterre.

■ d'un autre côté, la BCE a appuyé l'essentiel de ses interventions sur des prêts collatéralisés (c'est-à-dire contre garanties) au secteur bancaire. Les appels d'offres des opérations de politique monétaire sont depuis octobre 2008 menés à taux fixe avec allocation intégrale des demandes

de refinancement de banques. Dit autrement, sous réserve d'apporter suffisamment de garanties, toute la demande de liquidité des banques est servie. Cette politique est donc intégralement dépendante de la demande de liquidités en provenance des banques commerciales, et rompt donc avec la politique antérieure d'offre limitée de liquidités aux banques. Nouvelle, cette politique n'est pas tout à fait non-conventionnelle, dans la mesure où elle n'accroît pas la taille des réserves excédentaires des banques commerciales ou le risque porté par la BCE. Par ailleurs, la BCE a mené des politiques non-conventionnelles après qu'elle ait décidé d'accroître la maturité maximale de ses prêts (3 mois initialement), avec des opérations à un an mises en œuvre en juin, septembre et décembre 2009 (LTRO) et des opérations à trois ans en décembre 2011 et février 2012 (VLTRO). La BCE a aussi créé des programmes d'achats de titres: (i) les achats d'obligations bancaires sécurisées (CBPP) en juin 2009 et les CBPP2 en novembre 2011 ont été conçus comme une réponse complémentaire aux coûts de financement des banques jugés trop élevés et donc incompatibles avec l'orientation de la politique monétaire ; (ii) le Securities Markets Programme (SMP) lancé en mai 2010 portait sur des montants limités d'achat de titres de dette publique sur les marchés secondaires, montants supposés être stérilisés par la BCE ; le SMP a été pensé comme une réponse aux tensions sur les marchés de dette souveraine, qui remettaient en cause la bonne transmission de la politique monétaire dans la zone euro; (iii) l'Outright Monetary Transactions (OMT), nouveau programme d'achats de titres souverains, d'août et septembre 2012, dont le but est de limiter les primes de risque jugées excessives sur certaines dettes obligataires souveraines ; (iv) enfin, face au risque croissant de déflation dans la zone euro, la BCE a décidé, le 4 septembre 2014, de mettre en place un nouveau programme d'achats de titres de dettes d'entreprises européennes et de prêts immobiliers résidentiels (Asset Backed Securities Purchase Programme – ABSPP) et un nouveau programme d'achats d'obligations bancaires sécurisées (CBPP3, Covered-Bond Purchase Programme) avec pour objectif de libérer du bilan des banques commerciales ces dettes et donc de les inciter à prêter aux entreprises, notamment les PME. La multiplicité des interventions d'achat de la BCE ne doit pas masquer que ses programmes sont restés d'ampleur limitée : 50 milliards d'euros pour le CBPP et le CBPP2, 160 milliards d'euros pour le SMP, montant illimité mais inutilisé pour l'OMT et montants non précisés pour l'ABSPP et CBPP3, contre environ 1 000 milliards d'euros pour les deux opérations de prêts à long-terme (LTRO), qui ont ainsi fortement contribué à l'augmentation de la taille du bilan de la BCE (graphique 11). Il découle que la BCE a plus fait pour soulager les banques commerciales que pour soutenir ou relancer directement les activités de marché.

Graphique 11. Composition de l'actif du bilan de la BCE



Source : BCE.

Les différences dans les techniques d'interventions des banques centrales répondent à des logiques d'ordre juridique et économique. Juridique car les traités européens interdisent à la BCE l'achat de titres souverains sur le marché primaire. Economique car les banques centrales cherchent à affecter les conditions de financement le plus efficacement possible. En zone euro, la majeure partie du financement de l'activité du secteur privé est assurée par les banques : cela explique que la BCE intervienne principalement en prêtant au secteur bancaire. À l'inverse, le financement de l'économie américaine est plus largement « désintermédié » et explique l'importance des achats de titres de la Fed.

Parmi les principales politiques monétaires non-conventionnelles attribuées à la BCE (voir encadré 2), on cite souvent les opérations d'octroi de liquidités à long terme (3 ans) et à taux d'intérêt bas, entreprises en novembre 2011 et février 2012 et qualifiées d'opérations VLTRO (*Very long term refinancing operation*). Ces opérations peuvent être rangées dans la catégorie « assouplissement quantitatif ».

Le mécanisme de Securities Market Programme rentre plus volontiers dans la catégorie « assouplissement qualitatif ». Il a en effet consisté, de la part de la BCE, à acquérir sur les marchés secondaires des titres de dette publique pendant la crise des dettes souveraines, mais à en stériliser l'impact sur son bilan. Ce mécanisme n'a donc pas conduit à augmenter la taille du bilan de la BCE

mais à augmenter le risque de taux (souverain) pour des titres ayant perdu la notation AAA.

De l'efficacité des politiques monétaires non-conventionnelles : l'état de l'art

La notion d'efficacité d'une politique requiert de préciser ses objectifs. Une politique est en effet efficace pourvu qu'elle remplisse les objectifs qui lui ont été assignés. Ces objectifs sont aisément circonscrits dans le cadre européen. Le traité sur l'Union européenne impose en effet à la BCE de poursuivre en priorité un objectif de stabilité des prix. De plus, sans préjudice de cet objectif, la BCE peut mener des politiques conformes aux objectifs de l'Union européenne parmi lesquels figure notamment la poursuite d'une croissance élevée n'engendrant pas de pressions inflationnistes. Aussi l'efficacité de la politique monétaire de la BCE peut-elle être jugée à l'aune de ces deux objectifs : stabilité des prix et, si celle-ci est atteinte, croissance économique.

Pour parvenir à ces objectifs, la BCE doit s'assurer du bon fonctionnement des canaux de transmission de sa politique vers les banques et les marchés financiers.

Jusqu'à-là, les mesures non-conventionnelles ont été introduites officiellement afin de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire de la BCE à l'économie réelle, canaux qui dans certains pays de la zone euro ont été brouillés par la crise financière de la zone euro. Le moyen de restaurer ces canaux a consisté à injecter des liquidités dans l'économie et à augmenter les réserves du secteur bancaire afin d'inciter les banques à accorder à nouveau des prêts. Un autre objectif de ces politiques est d'envoyer un signal aux investisseurs sur la capacité de la banque centrale à assurer la stabilité et la pérennité de la zone euro.

Les articles consacrés à la politique monétaire de la BCE depuis le début de la crise sont nombreux. Creel, Hubert et Viennont (2013) en proposent une synthèse (voir tableau p. 26 de leur article) qui conclut généralement que le canal du taux d'intérêt a fonctionné, tandis que le canal du crédit n'a pas eu tous les effets de transmission attendus. Les résultats récents d'Altavilla, Gianone et Lenza (2014) atténuent quelque peu ces conclusions, puisqu'ils montrent que les annonces du programme OMT ont

permis de réduire les taux souverains de l'Italie et de l'Espagne à deux ans, sans effet sur les taux souverains allemands et français. A partir d'un modèle VAR à plusieurs pays reliant les variables macroéconomiques et financières, ils montrent que ces annonces d'OMT ont pu avoir des effets significatifs sur le niveau d'activité, les crédits et les prix en Espagne et en Italie : ainsi, de simples annonces de politique non-conventionnelle auraient-elles pu améliorer la transmission de la politique monétaire conventionnelle vers les variables macroéconomiques et financières.

A la suite de ces travaux, Creel, Hubert et Viennot (2013) se sont penchés sur l'efficacité des politiques conventionnelles et non-conventionnelles de la BCE pendant la crise financière. Ils ont estimé les effets de l'instrument conventionnel et des achats de titres dans le cadre des politiques non-conventionnelles de la BCE (celles classées parmi les *Securities held for monetary policy purposes*) sur les taux d'intérêt et les volumes de nouveaux crédits consentis sur différents marchés : prêts aux entreprises non-financières, aux ménages, marché des dettes souveraines, marché monétaire et celui des dépôts.

Ils montrent (*cf.* le tableau 3 de leur article p. 14) que les politiques non-conventionnelles ont permis de réduire les taux d'intérêt sur le marché monétaire, celui des titres souverains et des prêts aux entreprises non-financières. Ces politiques n'ont cependant pas eu d'effet sur les volumes de prêts accordés. Dans le même temps, il s'avère que l'instrument conventionnel, dont l'inefficacité a été l'une des justifications de la mise en place des mesures non-conventionnelles, a eu l'effet attendu sur quasiment tous les marchés étudiés, et d'autant plus dans les pays du sud de la zone euro que dans ceux du Nord sur le marché des titres souverains à 6 mois et des prêts immobiliers aux ménages.

Il semble donc que les politiques non-conventionnelles ont eu des effets directs sur le marché des titres souverains mais aussi des effets indirects, en permettant de restaurer l'efficacité de l'instrument conventionnel sur les autres marchés. Une des raisons permettant d'expliquer le faible impact des deux instruments de politique monétaire, conventionnelle et non-conventionnelle, sur les volumes de prêts accordés tient à la nécessité pour les banques commerciales de se désendetter et de réduire la taille de leur bilan en ajustant leur portefeuille d'actifs pondérés des risques, ce qui les

a poussées à accroître leurs réserves plutôt que d'assurer leur rôle d'intermédiation et à réclamer une rémunération relativement plus élevée pour chaque exposition consentie. Ces comportements, bien que légitimes, nuisent à la transmission de la politique monétaire : les taux baissent mais le crédit ne repart pas. Il semble dès lors important que la politique monétaire ne repose pas exclusivement sur le secteur bancaire. À la lecture de ces résultats, il est intéressant de constater que la nouvelle vague d'opérations non-conventionnelles décidée en juin 2014 par la BCE est axée plus directement sur l'acquisition de titres souverains ou d'entreprises privées, ce qui permettra de contourner le secteur bancaire (voir encadré 3). Grâce à ce contournement, on peut espérer assister à des effets d'amplification de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Ce serait évidemment bienvenu pour échapper au risque de déflation dans la zone euro.

Encadré 3. Les récentes annonces de la BCE et ce que l'on peut en attendre

Le 5 Juin 2014, la BCE a annoncé une série de mesures, comprenant des baisses de taux et des mesures visant à stimuler l'offre de prêts. Il est difficile d'en estimer un impact direct sur l'activité économique de la zone euro. Il est en outre possible que l'effet de signal (indirect) de ces mesures puisse générer une amélioration des conditions de marché et de la confiance.

- La BCE a abaissé le taux des opérations principales de refinancement (MRO) et le taux de dépôt à 0,15 % et -0,10 % respectivement. Le taux de prêt marginal a été réduit à 0,40 %.

- Un certain nombre de mesures de renforcement de la liquidité ont été annoncées : la stérilisation du Securities Market Programme (SMP), qui draine actuellement jusqu'à 165Mds d'euros, prendra fin ; les opérations de financement à taux fixe avec allocation intégrale⁹ (*fixed rate full allotment*) seront prolongées d'au moins 18 mois jusque fin 2016 et la BCE procédera à une série de LTROs ciblés (TLTROs) à un horizon de plus de 2 ans et à partir de septembre 2014.

- Les TLTROs auront une maturité de moins de 4 ans, et l'allocation initiale sera de 7 % de l'encours des prêts du secteur privé, avec accès à des fonds supplémentaires en fonction de l'amélioration des prêts

9. La BCE sert l'intégralité des demandes de liquidités demandées par le système bancaire.

accordés. Cela pourrait accroître l'accès à la liquidité des banques des pays périphériques qui sont actuellement en phase de désendettement.

- Le coût de ces prêts sera fixé au taux de MRO au moment de l'achat plus 0,10 point. En rendant disponible un financement sur 4 ans au taux MRO + 0,10 point, la BCE renforce sa politique d'orientation prospective (*forward guidance*) assurant que les taux resteront bas pendant une période prolongée.

- En outre, M. Draghi a signalé une « intensification des travaux préparatoires liés à des achats d'ABS » visant à encourager le développement du marché.

Le 4 Septembre 2014, les risques croissants d'un désancrage des anticipations d'inflation vers la déflation et le ralentissement de la croissance ont incité la BCE à baisser à nouveau les taux d'intérêt directeur de 10 points de base et à annoncer des achats d'actifs du secteur privé à partir d'octobre. L'annonce renforce l'ensemble des mesures annoncées en juin.

- La BCE a réduit tous ses taux d'intérêt directeurs de 0,10 point. Le taux des opérations principales de refinancement (MRO) est maintenant à 0,05% et celui des facilités de dépôt à -0,20 %. Mario Draghi a noté que cette réduction rendrait les prochaines opérations TLTRO plus attrayantes.

- La BCE a également annoncé un programme d'achat d'ABS (ABSPP) visant à stimuler de nouveaux flux de crédit à l'économie réelle. Le programme d'ABS englobera les achats d'ABS « simples et transparents » adossés à des actifs sous-jacents constitués de créances sur le secteur privé non-financier de la zone euro. Le programme comprendra des titres résidentiels adossés à des hypothèques (RMBS).

- En parallèle, un programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3) a été annoncé qui ciblera les achats d'obligations sécurisées émises par les institutions financières monétaires de la zone euro.

- Mario Draghi a également déclaré qu'un programme d'assouplissement quantitatif (en référence à des achats d'obligations souveraines) a été discuté.

Ces mesures peuvent être décomposées en trois groupes, en fonction de leurs objectifs :

1. Durcissement implicite¹⁰ de l'orientation de la politique monétaire
 - i. Baisse de taux,
 - ii. Injections de liquidité (fin de la stérilisation du SMP, LTRO, l'extension FRFA).
2. Détérioration des mécanismes de transmission de la politique monétaire (*via* le canal du crédit bancaire)

10. Lié d'une part à la baisse du taux d'inflation qui accroît le taux d'intérêt réel et d'autre part à la réduction de la taille du bilan bancaire.

- i. LTRO ciblés,
 - ii. Achats d'ABS et CBPP3.
3. Écart croissant de l'inflation avec la cible de la BCE et des perspectives économiques à moyen terme
- i. *Broad-based asset purchases*

Quels effets peut-on attendre de ces mesures ?

Baisses de taux

Ces mesures fonctionnent à travers différents canaux et leur impact dépendra, en partie, de la demande de crédit. Nous jugeons que l'impact direct de ces baisses de taux sera relativement faible. Les multiplicateurs standards suggèrent un effet de moins de 0,1 % sur le PIB de la zone euro, bien que l'effet de signal d'un taux de dépôt négatif pourrait avoir un impact un peu plus élevé.

Injections de liquidité

L'impact de la fin de la stérilisation du SMP (qui revient à augmenter les réserves de la banque centrale) sera d'accroître la liquidité et pourrait donc pousser le taux Eonia vers le bas du corridor de taux d'intérêt. Mais l'effet est susceptible d'être limité, car l'excès de liquidité va retomber si les banques continuent à rembourser les 450 milliards d'euros des opérations de refinancement à très long terme (vLTROs) existantes. Comme les banques ont déjà accès à un financement quasi-illimité de la BCE et le remboursent, il est assez peu probable que de nouvelles injections de liquidité puissent avoir un impact significatif sur l'économie, dans le contexte du corridor actuel.

LTRO ciblés

Les TLTROs pourraient avoir un effet potentiellement plus important. Les TLTROs sont supposées réduire significativement les coûts de financement des banques. En effet, en moyenne, le financement sur les marchés à 4 ans coûte actuellement aux banques de la zone euro autour de 150 points de base. On peut s'attendre à ce que les TLTROs permettent de réduire ce coût de financement. Cependant, même si les banques utilisent le programme TLTRO, il pourrait ne pas avoir l'effet désiré sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, les banques pouvant utiliser les fonds pour acheter des obligations souveraines ou d'autres actifs plutôt que de les utiliser pour stimuler l'offre de prêts aux ménages et entreprises. Le fait que les banques de la zone euro remboursent actuellement les VLTROs de 2011 et 2012 suggère qu'il existe des barrières à l'octroi de prêts aujourd'hui (principalement une faible demande de prêts), même lorsque les coûts de financement sont faibles. La différence principale entre les deux programmes est donc de conditionner l'octroi de liquidités à un montant d'encours de crédits au secteur privé non-financier (hors prêts immobiliers), sur la base de ce

que la Banque d'Angleterre a réalisé avec son programme *Funding for Lending Scheme* (FLS) mis en place à l'été 2012.

Achats d'ABS et CBPP3

Ces nouvelles mesures complètent le programme TLTRO, puisque ces achats devraient permettre une substitution dans les bilans des banques, en faveur des crédits à l'économie réelle. Cependant, il est impossible à ce stade de quantifier l'impact de ces annonces. Les achats d'obligations sécurisées débiteront en octobre 2014, tandis que les achats d'ABS commenceront avant la fin de l'année. Les *spreads* des obligations sécurisées se sont réduits en réponse à ces annonces. Les achats se poursuivront pendant au moins deux ans, mais aucun détail sur leur taille n'a été annoncé.

Les estimations de la taille actuelle du marché de l'ABS varient, mais elles se situent aux alentours des de 1 000 milliards d'euros, dont environ la moitié est négociable sur les marchés financiers. Une note de Bruegel¹¹ suggère qu'environ 60 % du marché est constitué de RMBS. La qualité des titres ABS en circulation varie et tous ne seront pas éligibles aux achats de la BCE. En outre, une grande partie des titres existants sont déjà utilisés comme garantie auprès de la BCE.

Plus précisément Mario Draghi a annoncé le 4 septembre 2014 que l'objectif pourrait être de faire croître le bilan de la BCE jusqu'à son niveau du début d'année 2012. Il faudrait pour cela une augmentation par rapport à son niveau actuel de 1 000 milliards d'euros. Il n'a pas fourni d'estimation de la taille de deux programmes d'achat. Un récent sondage réalisé par Bloomberg estime le programme de TLTRO à 500 milliards d'euros. Mais une partie importante du TLTRO pourrait simplement remplacer le financement des opérations de refinancement menées en 2011-2012. Cela suggère qu'un programme d'achat d'actifs de 500 milliards d'euros supplémentaires serait nécessaire pour atteindre la cible annoncée pour la taille du bilan de la BCE.

Broad-based asset purchases (dans le langage de la BCE: QE et achat d'obligations souveraines)

Il semble incertain que la combinaison des programmes de TLTROs et d'achats d'ABS et d'obligations sécurisées permettent à la BCE d'atteindre au moins la moitié des 1 000 milliards d'euros d'expansion nette de la taille de son bilan. La première tranche du programme TLTRO s'est avérée décevante (la BCE a alloué 82,6 milliards d'euros le 18 septembre 2014 – la deuxième tranche sera annoncée le 9 décembre 2014 et allouée le 11 décembre). Un environnement macroéconomique qui continue de se dégrader donnera aux investisseurs des raisons de conserver leurs actifs jusqu'à ce que la politique de la BCE aille encore plus loin. Pour

11. « Asset-backed securities: The key to unlocking Europe's credit markets? » par Carlo Altomonte et Patrizia Bussoli, 24 juillet 2014.

atteindre une expansion de 1 000 milliards d'euros du bilan, la BCE devra passer à l'étape suivante du plan défini par Mario Draghi au printemps : « les achats d'actifs à base élargie »¹ (*Broad-based asset purchases* ou BBAP), et pour atteindre la taille ciblée, ceux-ci devraient comprendre des achats d'obligations souveraines de la zone euro.

En décembre 2014, la BCE publiera ses nouvelles projections économiques, y compris les premières à l'horizon 2017. Il semble que ce soit la première date à laquelle de nouvelles mesures de stimulus monétaire pourraient être annoncées, si les perspectives économiques de la zone euro ne montrent toujours pas d'amélioration, ou si les craintes d'un désancrage des anticipations d'inflation se matérialisent plus encore. Dans ce cas, il y a de fortes chances que la BCE utilise la politique monétaire non-conventionnelle, telle qu'elle l'entend, c'est-à-dire l'achat d'obligations souveraines, pour tenter d'éviter une nouvelle détérioration des perspectives économiques conduisant à la rupture de la zone euro.

3. Europe bancaire : l'Union fait-elle la force ?

L'Union bancaire, qui va être progressivement mise en place à partir de novembre 2014, s'inscrit dans un lent processus d'intégration financière européen.

Les prémisses de l'Europe bancaire et financière figuraient déjà dans le traité de Rome (1957). Outre la libre circulation des marchandises, ce dernier prévoyait les libertés d'établissement, de prestation de service ainsi que de circulation des personnes et des capitaux (article 67). Ces libertés fondamentales constituaient un terreau favorable à l'émergence d'un marché bancaire et financier européen. Il faudra toutefois attendre l'Acte unique européen de 1986, suivi de la directive de 1988, pour que l'article 67 entre en vigueur à compter du 1^{er} juillet 1990.

Parallèlement, à partir de 1974, le Comité de Bâle a défini la base d'une réglementation bancaire prudentielle internationale, progressivement adoptée au niveau européen avec les normes Bâle I de 1988 (quelques pays), Bâle II de 2004 (norme adoptée sous la forme d'une directive européenne) et désormais Bâle III de 2010 (adoption d'une directive européenne et d'un règlement européen pour une mise en place à partir du 1^{er} janvier 2014).

Née de la crise, l'Union bancaire s'organise autour de trois piliers. Elle modifie l'architecture bancaire en zone euro et

consacre la logique de renflouement interne (*bail in*) des banques. En ce sens, elle offre des solutions nouvelles. Toutefois, elle laisse des zones d'ombre et la solidarité européenne née de l'union pourrait être insuffisante pour répondre à des chocs majeurs.

1. Une crise financière qui a fragilisé les banques européennes

La crise financière de 2008 a fortement mis à mal le système bancaire européen (Shambaugh, 2012 ; Antonin et Touzé, 2013a). Elle en a révélé plusieurs fragilités. Tout d'abord, l'Europe bancaire apparaît comme la juxtaposition de systèmes aux caractéristiques très nationales avec des dépôts principalement possédés par des résidents et les crédits bancaires classiques essentiellement accordés aux résidents. L'Allemagne (7 827 milliards d'euros d'actifs bancaires en 2013), la France (8 073 milliards d'euros) et le Royaume-Uni (9 266 milliards d'euros) sont aujourd'hui les trois poids lourds de l'Europe bancaire (tableau 4). Au nom du principe de subsidiarité (Aglietta, 2012), ces marchés sont restés organisés sous la surveillance d'un superviseur national. Cette segmentation des marchés bancaires européens ne facilite pas l'émergence d'un consensus européen pour aider les banques en difficulté au niveau communautaire ; en effet, soutenir une banque s'apparente à aider un pays, donc, aux yeux de certains, à recourir au fédéralisme budgétaire. La décentralisation de la supervision, décriée dès l'adoption de l'euro (Couppey-Soubeyran et Sessin, 2000), a révélé des failles. Elle a par exemple conduit à des différences de pratique dans la surveillance prudentielle¹² ; en outre, les autorités nationales ont une action qui s'arrête aux frontières.

Pourtant, les systèmes bancaires nationaux sont aussi très interconnectés *via* les crédits accordés par les filiales étrangères, la mondialisation des marchés financiers (notamment celui du crédit interbancaire), la gestion spéculative d'une partie des fonds propres des banques, les activités d'achat et vente de produits financiers complexes ainsi que les activités de banque d'affaires.

12. Ces différences se constatent notamment dans les différences de définition des prêts non-performants entre pays européens, rendant toute comparaison difficile (Barisitz, 2013).

Tableau 4. L'Europe bancaire

	Actifs total des banques		Concentration	
	2013 En milliards d'euros	Taux de variation depuis 2006 En %	2012 Indice d'Herfindahl	Variation relative depuis 2006 En %
BEL	1 062	-5	1 061	-50
BGR	46	109	738	6
CZE	190	65	999	-14
DNK	1 041	27	1 130	1
DEU	7 827	10	307	76
EST	19	27	2 493	-38
IRL	1 021	-28	1 000	67
GRC	418	32	1 487	36
ESP	3 393	34	654	34
FRA	8 073	40	545	-25
ITA	4 161	49	410	78
CYP	101	31	996	-3
LVA	29	26	1 027	-13
LTU	24	41	1 749	-5
LUX	889	-4	345	-8
HUN	106	13	872	10
MLT	53	77	1 314	-1
NLD	2 397	30	2 026	13
AUT	942	20	395	-29
POL	345	82	568	-13
PRT	531	34	1 191	3
ROU	89	71	852	-24
SVN	50	43	1 115	-19
SVK	60	25	1 221	13
FIN	525	104	3 010	10
SWE	1 203	55	853	1
GBR	9 266	-5	436	9
EUZ	31 522	25	689	5
Hors EUZ	12 337	2	557	2
UE	43 859	17	650	4

Note : l'indice d'Herfindahl est mesuré en sommant les parts de marché au carré. Un indice inférieur à 1000 signifie un secteur peu concentré. Du point de vue de la concurrence, un indice supérieur à 2000 est problématique.

Source : Schoemaker et Peek (2014).

Schoenmaker et Peek (2014) proposent une classification des 30 premières banques européennes en quatre catégories (tableau 5) :

Les banques globales : au nombre de six, ces banques ont la particularité d'être fortement ouvertes tant au niveau européen (22 % de leurs actifs) qu'en dehors de l'Europe (46 % de leurs actifs). Parmi ces banques, on dénombre trois banques anglaises, deux banques suisses (hors Union européenne) et seulement une banque de la zone euro, la Deutsche Bank (Allemagne).

- Les banques régionales : au nombre de sept, ces banques sont caractérisées par une ouverture principalement européenne avec 46 % d'actifs investis contre 16 % en dehors de l'Europe.
- Les banques semi-internationales : au nombre de huit, elles ont un degré plus faible d'ouverture avec 35 % d'actifs investis en dehors du territoire national.
- Les banques domestiques : au nombre de neuf, leurs activités bancaires sont essentiellement tournées vers l'économie locale avec 83 % d'actifs investis au niveau national.

Globalement, les 30 premières banques européennes détiennent des actifs investis à 53 % à un niveau national, à 23 % dans les autres pays européens et à 24 % en dehors de l'Europe.

La crise financière née aux États-Unis a rapidement et facilement contaminé les marchés bancaires nationaux européens et engendré des mécanismes en chaîne de propagation assez complexes, révélant la forte co-dépendance des économies européennes. Avant et pendant la crise, les superviseurs nationaux n'ont donc pas pu intégrer correctement la nature internationalement interconnectée des institutions financières (Barbu et Boitan, 2013). En pratique, ils font face à des limites de juridictions qui leur interdisent « de collecter par-delà les frontières nationales les informations et données indispensables pour effectuer une évaluation exhaustive des risques pesant sur une banque ou un groupe d'établissements » (Fahrenschon, 2013). Ce constat conduira à la création en 2011 d'une première autorité bancaire européenne : l'ABE (Autorité bancaire européenne).

Dans ce contexte, le marché interbancaire européen s'est révélé très fragile et a vu son activité se réduire considérablement dès lors que la confiance mutuelle a été perdue entre les banques. Afin

d'éviter une crise de liquidité et un *credit crunch*, la BCE a joué son rôle de prêteur en dernier ressort en se substituant au marché inter-bancaire et en offrant un accès plus aisé aux liquidités (Touzé, 2012 ; Reichlin, 2014). En retour, les banques privées en ont profité pour accroître leurs réserves non-obligatoires auprès de la BCE.

Tableau 5. Expositions extérieures des 30 premières banques européennes

En %

	Actif total (en milliards d'euros)	Ventilation			Banques
		Économie nationale	Reste de l'Europe	Reste du monde	
Banques globales	2 164	34	32	34	HSBC (Royaume-Uni), Barclays (Royaume-Uni), Deutsche Bank (Allemagne), UBS (Suisse), Credit Suisse Group (Suisse), Standard Chartered (Royaume-Uni)
Banques régionales	6 491	38	46	16	BNP Paribas (France), Banco Santander (Espagne), UniCredit (Italie), ING Bank (Pays-Bas), Nordea Group (Suède), Danske Bank (Danemark), Erste Group (Autriche)
Banques semi-interna- tionales	4 061	66	17	18	Royal Bank of Scotland (Royaume-Uni), Banque Populaire CdE (France), Rabobank Group (Pays-Bas), BBVA (Espagne), Commerzbank (Allemagne), KBC Group (Belgique), DNB Group (Norvège), Landesbank Baden-Württ (Allemagne)
Banques domestiques	5 439	82	11	7	Crédit Agricole (France), Lloyds Banking Group (Royaume-Uni), Société Générale (France), Intesa Sanpaolo (Italie), Credit Mutuel (France), CaixaBank (Espagne), ABN Amro Group (Pays-Bas), Allied Irish Banks (Irlande), Bayerische Landesbank (Allemagne)
Ensemble	18 155	57	27	16	

Source : Calculs des auteurs d'après Schoemaker et Peek (2014).

La crise a contribué à renforcer le cloisonnement des marchés intra-européens du crédit avec, d'un côté, les pays à faible risque souverain et bancaire et, d'un autre côté, les pays à risque élevé. Ce cloisonnement est particulièrement visible au niveau du système de paiement de la zone euro (TARGET2) qui gère une plateforme unique partagée entre les différentes banques centrales participantes. Depuis la crise, on observe une claire dichotomie entre deux groupes de pays (Cour-Thimann, 2013 ; Reichlin, 2014) : ceux avec une position créditrice (notamment l'Allemagne, la Finlande, le Luxembourg et les Pays-Bas) et ceux avec une position débitrice (notamment la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Portugal et l'Espagne). Cette défiance généralisée s'illustre également par la baisse des financements des banques européennes vers les économies à risque (Antonin et Touzé, 2013b).

Par ailleurs, en réponse à la crise bancaire majeure de 2009, les réponses européennes ont été peu coordonnées, alors que l'origine de la crise était commune (effondrement des crédits *subprime*) et les interconnexions nombreuses. Les réponses nationales se sont appuyées sur quatre types d'instruments (tableau 6) :

(i) *Garantie sur les passifs* : elle consiste pour les Etats à apporter une garantie publique sur certains actifs. Après un pic de 835,8 milliards d'euros en 2009 (7,1 % du PIB 2012 de l'UE), l'encours des garanties s'est réduit à 492,3 milliards d'euros en 2009 (3,8 % du PIB 2012 de l'UE). Particulièrement exposé à la crise bancaire, l'État irlandais a garanti des passifs bancaires jusqu'à 173,8 % de son PIB en 2009.

(ii) *Recapitalisation* : l'État renforce les fonds propres des banques en achetant des actions ou des obligations bancaires. Le Royaume-Uni (82 Mds €), l'Allemagne (64 Mds €), l'Irlande (63 Mds €) et l'Espagne (60 Mds €) ont eu un important recours à la recapitalisation.

(iii) *Mesures de sauvetage des actifs* : l'État rachète des actifs toxiques.

(iv) *Soutien direct de la liquidité* : les gouvernements ont eu peu recours à cet instrument qui est dévolu à la Banque centrale.

Tableau 6. Poids des engagements des gouvernements en faveur des banques en pourcentage du PIB européen

En %	2008	2009	2010	2011	2012
Garantie sur les passifs	3,20	7,08	6,52	4,66	3,82
Recapitalisation	1,55	0,74	0,74	0,25	0,70
Mesures de sauvetage des actifs	0,08	0,67	0,44	0	0,27
Soutien direct de la liquidité	0,18	0,59	0,51	0,48	0,33
Total	5,0	9,1	8,2	5,4	5,1

Source : Commission européenne, DG concurrence.

Plusieurs pays n'ont pas été en capacité de faire simultanément face à une crise bancaire et à une crise de la dette souveraine. En Grèce et au Portugal, la dérive des finances publiques s'est répercutée sur le système bancaire, en Irlande, en Espagne ou à Chypre, c'est la crise bancaire qui s'est répercutée sur les finances publiques. Au niveau national, l'une des réponses a été la création de structures de défaillance (NAMA en Irlande, Sareb en Espagne, scission de la banque Laïki à Chypre) pour purger les banques des actifs non-performants.

Lors du sommet européen de juin 2012, les chefs d'État ont annoncé leur projet de créer une Union bancaire européenne. L'idée de l'Union bancaire est née d'une triple nécessité : briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine en permettant une recapitalisation directe des banques en difficulté par le Mécanisme européen de stabilité ; prévenir les paniques bancaires ; éviter la fragmentation des marchés bancaires en zone euro.

2. L'Union bancaire : une solution en trois piliers

L'Union bancaire s'organise autour de trois piliers.

1) Le premier est le mécanisme de supervision unique (MSU), dont la mise en place repose sur trois textes¹³. Le règlement du 3 novembre 2013 confie la surveillance prudentielle du système bancaire à la Banque centrale européenne à compter du

13. Le MSU s'appuie sur trois textes : l'accord institutionnel du 6 novembre 2013, le règlement n° 1022/2013 instituant une Autorité européenne de surveillance (l'Autorité bancaire européenne), et le règlement n°1024/2013 du 15 octobre 2013 confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

4 novembre 2014. L'article 6 du règlement précise que la nature de cette supervision dépend de la taille de l'établissement bancaire, ainsi que de son importance pour l'économie de l'État participant, et de l'importance de ses activités transfrontalières. On distingue ainsi :

■ *Les établissements « importants », directement supervisés par la BCE.*

Sont considérés comme « importants » les établissements remplissant au moins l'une de ces 4 conditions : 1) détenir un total d'actifs supérieur à 30 milliards d'euros ; 2) détenir un total d'actifs supérieur à 20 % du PIB de l'État membre ; 3) être considéré comme important par l'autorité compétente nationale ; 4) avoir demandé ou reçu directement une aide financière au FESF ou du MES.

Nonobstant ce critère, le MSU couvrira au moins trois banques par pays. Environ 130 groupes bancaires dans l'ensemble de la zone euro seraient concernés, soit presque 85 % de l'ensemble des actifs bancaires de la zone euro, mais dans des proportions diverses selon les pays.

■ *Les établissements « moins importants », dont la supervision continue d'être assurée par les autorités nationales, mais sous le contrôle et dans le cadre défini par la BCE.*

Les établissements ne remplissant pas les critères précédents restent placés sous la surveillance de leurs superviseurs nationaux respectifs ; ils peuvent être soumis à la responsabilité directe de la BCE dès lors que la dégradation de leur situation et les risques qu'elles feraient peser sur la stabilité financière le justifieraient.

Danièle Nouy a été nommée à partir de 1^{er} janvier 2014 avec un mandat de 5 ans pour diriger l'activité de supervision bancaire. Le 4 novembre 2014 est la date à partir de laquelle la BCE est devenue le superviseur unique. En pratique, la BCE s'est préparée à assumer cette nouvelle mission bien avant et a procédé au recrutement de plusieurs centaines d'analystes. Par ailleurs, afin de disposer d'une bonne estimation de l'état de santé du système bancaire européen, elle a aussi lancé conjointement avec l'ABE, fin 2013, une évaluation de la résistance aux risques majeurs (*stress tests*) ainsi que de la qualité des actifs (*Asset Quality Review* ou AQR). Les résultats ont été publiés le 26 octobre 2014. Les *stress tests* ont pour objectif

d'évaluer la résistance des établissements bancaires en cas de crise majeure (récession avec une chute du PIB européen de 1,7 %, hausse des taux d'intérêt, chute du prix de l'immobilier, etc.). L'AQR vise à vérifier la qualité des valorisations internes des actifs risqués. Ces évaluations internes jouent un rôle-clé puisqu'elles servent à calculer l'actif pondéré des risques (*Risk-Weighted Assets* ou RWA). Le ratio fonds propres (au sens du *Common Equity Tier 1*¹⁴ nommé CET1) divisé par le RWA définit alors le ratio de levier, l'un des ratios de solvabilité utilisés dans la nouvelle réglementation prudentielle Bâle 3. Ce dernier doit être supérieur à 4,5 % à partir de 2015. Bâle 3 prévoit aussi d'ajouter un capital de conservation¹⁵ (*capital conservation buffer*). Ce capital devra représenter au minimum 2,5 % de la RWA en 2019. Au total, le ratio devra ainsi être supérieur à 7 % en 2019. Pour son exercice d'évaluation, la BCE a retenu un seuil minimal de 5,5 % dans le scénario stressé et de 8% dans le scénario de référence.

Seules 25 banques sur les 130 évaluées ont révélé une insuffisance de leurs fonds propres. Une recapitalisation globale de l'ordre de 25 milliards d'euros serait donc nécessaire. Les banques des pays périphériques sont les principales concernées : Chypre (Bank of Cyprus), Grèce (Hellenic Bank, National Bank of Greece, Eurobank), Italie (Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Vicenza, Monte dei Paschi di Siena, Banca Carrige, etc.) et Portugal (Banco Comercial Portugues). Dans les faits, douze banques ont déjà procédé à des augmentations de capital depuis le 1^{er} janvier 2014. Treize banques seulement auraient donc besoin d'accroître leurs fonds propres. Ce, semble-t-il, bon bilan de santé global des banques européennes permet à la BCE d'entamer sereinement sa nouvelle mission de superviseur unique. Les critiques sur les modalités d'estimation de la fragilité bancaire, au travers des *stress tests*, restent cependant nombreuses (voir encadré 4), et doivent relativiser l'optimisme européen.

14. Les fonds propres au sens du CET1 sont constitués d'actions ordinaires, de bénéfices mis en réserves et d'une partie des intérêts minoritaires des filiales bancaires.

15. Ce capital pourra être constitué de mise en réserve obligatoire des bénéfices lorsque le ratio de solvabilité sera insuffisant.

Encadré 4. Les *stress tests* en question

La crise bancaire et financière internationale a donné lieu à la constatation qu'une politique macro-prudentielle était désormais nécessaire, conjointement à une politique à caractère micro-prudentielle (e.g. Galati et Moessner, 2013). Parmi les différents instruments permettant de réduire le risque systémique figurent les fameux *stress tests*. Ceux-ci ont été mis en œuvre depuis 2009 aux Etats-Unis (ils doivent l'être annuellement à la suite du Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), et dans la zone euro (sauf en 2012 et 2013). Comme le rappellent Petrella et Resti (2013), le résultat des *stress tests* européens, en 2011, a été critiqué dans la mesure où ils n'auraient pas permis de renverser la tendance négative des cours d'actions des banques : la volonté de transparence sur les bilans des banques européennes n'aurait pas créé le regain de confiance attendu envers lesdites banques. Petrella et Resti (2013) montrent qu'empiriquement, les *stress tests*, corrigés de l'environnement économique dans lequel ils ont été rendus publics, ont eu au contraire les effets de marché attendus, justifiant l'argument selon lequel la diffusion de ces résultats constituait bel et bien une information susceptible de modifier dans un sens favorable les cours d'actions bancaires : à la hausse pour les banques ayant réussi les tests, à l'atténuation de la baisse pour les banques ayant échoué et étant en cours de recapitalisation. Schuermann (2014) justifie lui aussi les *stress tests* bancaires par leur capacité à engendrer un regain de confiance dans les banques.

Les *stress tests* bancaires restent cependant fortement critiqués, notamment pour leur capacité à prévoir les crises bancaires. Borio *et al.* (2014) rappellent en effet que ces tests sont soumis à des défauts nombreux. Premièrement, ils reposent sur une approche en équilibre partiel, sans prise en compte des effets de retour de la fragilité bancaire sur les risques macroéconomiques (voir aussi Galati et Moessner, 2013). Les risques estimés sont strictement exogènes. Deuxièmement, le modèle économétrique sous-jacent est linéaire, ce qui est contradictoire avec l'objectif des *stress tests*, qui consistent justement à déceler un effet de rupture dans le bilan des banques, à la suite d'un choc macroéconomique. Troisièmement, les modèles de *stress tests* sont « l'antithèse de ce à quoi correspond l'instabilité financière » (Borio *et al.*, 2014). L'instabilité financière ne se déclenche pas après un choc macroéconomique majeur (une baisse du PIB de la zone euro de 1,7 % !), mais bien après un choc « normal », c'est-à-dire un choc de faible ampleur. Si le PIB dégringole de 1,7 %, et que le système financier est emporté dans la tourmente, on ne pourra pas en déduire que le système financier était effectivement et préalablement fragile. Après une petite secousse, à l'inverse, on peut plus aisément incriminer la fragilité du système financier s'il n'a pas été en mesure de résister au choc. Comme le rappellent

Borio *et al.* (2014), les crises financières et bancaires ne se déclenchent généralement pas après que le PIB a décliné, mais avant qu'il ait sensiblement décliné. Borio *et al.* (2014) concluent cependant que les *stress tests* sont un outil utile pour gérer les crises bancaires, après qu'elles se soient produites, donc, par leur capacité à développer des scénarios et à les hiérarchiser en fonction de leurs coûts et bénéfices respectifs.

Selon une approche plus empirique, Acharya *et al.* (2014) critiquent eux aussi les *stress tests* bancaires « officiels », c'est-à-dire ceux qui ont été menés jusque-là. Ils comparent en effet les résultats des *stress tests* menés aux États-Unis et en Europe, avec les résultats de tests portant sur une approche exclusivement de marché de la fragilité bancaire. Ils calculent en effet le montant de recapitalisation bancaire nécessaire pour faire face à une chute des cours boursiers de 40 % sur 6 mois, et comparent ce montant avec celui induit par les *stress tests* « officiels ». Ils montrent que les montants de recapitalisation nécessaires après un choc financier sont sensiblement plus élevés que ceux des *stress tests* « officiels », notamment en Europe. Ils en déduisent que le scénario de risque choisi en 2011 par les autorités européennes était volontairement un scénario de risque faible. Ils montrent aussi que les pondérations de risque introduites dans la réglementation bancaire européenne sont totalement déconnectées des risques bancaires effectifs durant les six mois écoulés après la révélation des résultats des *stress tests*. Ces pondérations ne seraient donc pas informatives. La sous-estimation du risque bancaire en Europe produirait un effet de levier excessif. Ils conseillent finalement, pour échapper à des pondérations fixes de risque, qui empêchent par définition de « refléter le risque que le risque change », de compléter l'analyse de la fragilité bancaire par des mesures de risque de marché et d'effet de levier.

2) Le second pilier prévoit un mécanisme de résolution unique (MRU). Le MRU doit permettre la résolution des défaillances bancaires. Il s'appuie sur deux textes communautaires¹⁶ et un accord intergouvernemental du Conseil de l'Union européenne (du 21 mai 2014) couvrant certains aspects spécifiques de la constitution du Fonds de résolution. Un Conseil de résolution unique sera créé et devra décider, de façon centralisée, de recapitaliser un établissement ou de le liquider. Le règlement établissant le MRU (n° 806/2014) encadre la création du Fonds de résolution unique et

16. La directive 2014/59/UE du 15 mai 2014 établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et le règlement n° 806/2014 du 15 juillet 2014 sur le Mécanisme de résolution unique, qui régit l'essentiel du fonctionnement du mécanisme.

de ses compartiments, ainsi que les modalités de la prise de décision concernant son utilisation, tandis que l'accord intergouvernemental porte sur le transfert des fonds nationaux vers le Fonds de résolution unique et sur l'activation de la mutualisation des compartiments. Seuls les établissements participant au MSU voient le MRU s'appliquer.

Premièrement, le principe de renflouement interne (*bail-in*) est acté : à partir de janvier 2015 devrait entrer en vigueur la directive « Redressement et résolution des banques », qui prévoit, en cas de difficultés d'une banque, le renflouement interne (*bail in*) de la banque, et non plus le renflouement externe (*bail out*) par les pouvoirs publics. Les premiers à payer seraient les actionnaires et les créanciers par ordre de séniorité – détenteurs d'obligations, puis déposants, dont les dépôts sont supérieurs à 100 000 euros. Le renflouement interne s'appliquerait au moins jusqu'à 8% du passif de la banque. Au-delà, le Fonds de résolution pourrait être mis à contribution, à hauteur de 5 % de son passif.

Deuxième changement, un Fonds de résolution unique est institué. Contrairement au reste du mécanisme de résolution qui est communautaire, la constitution du Fonds de résolution reposera sur l'accord intergouvernemental. Le Fonds, abondé par les banques sera, au bout d'une période de 8 ans (2016-2023), mutualisé et doté de 55 milliards d'euros¹⁷. La mutualisation de ces fonds se fera progressivement, 40 % des fonds devant être mutualisés pendant la première année, 60 % la deuxième année, le reste de façon régulière pendant les six années suivantes.

3) Le troisième pilier instaure un système unique de garantie des dépôts. La directive 2014/59/UE¹⁸ sur le renforcement des mécanismes de garantie des dépôts réaffirme la protection des dépôts garantis jusqu'à 100 000 euros. Elle prévoit, au terme d'une période de transition de 10 ans, un remboursement plus rapide (7 jours) en cas de faillite bancaire et un financement plus solide des mécanismes nationaux de garantie (0,8 % des dépôts couverts

17. L'accord prévoit que, sur décision plénière du conseil de résolution, le Fonds puisse emprunter sur les marchés financiers afin de renforcer sa capacité d'intervention. Le montant-cible est par ailleurs porté à 1 % au moins de tous les dépôts bancaires couverts, à l'issue de période transitoire (2016-2013).

18. La directive 2014/49/UE relative au système de garantie des dépôts a été publiée au *JOUE* le 12 juin 2014, elle devra être transposée par les Etats membres avant le 31 mai 2016.

contre environ 0,1 % en France en 2014), *via* un prélèvement fiscal sur les banques.

De nombreuses zones d'ombre

Si beaucoup d'experts s'accordent à dire que l'Union bancaire est une grande avancée dans l'approfondissement de l'Europe, il n'en demeure pas moins que plusieurs zones d'ombre subsistent. Tout d'abord, le processus d'unification des systèmes bancaires sera lent. Le poids du passé pourrait peser lourd pendant la longue période de transition. La mutualisation contenue dans les deuxième et troisième piliers interviendra tardivement. Si les banques d'un Etat devaient être renflouées pendant la période de transition, alors c'est l'État en question qui continuerait à emprunter sous sa propre signature auprès du MES. En outre, les modalités de transfert et la mutualisation des contributions au Fonds de résolution unique (deuxième pilier) reposent sur un traité intergouvernemental, ce qui confère potentiellement un droit de veto aux pays.

La fragmentation bancaire entre pays risque de s'amplifier, pour deux raisons. Premièrement, en raison de la montée en puissance de la réforme Bâle 3, les banques, en particulier dans les pays fragiles, soumises à des exigences plus fortes, devront encore restreindre leur distribution de crédit et renforcer leurs liquidités auprès de la BCE (Couppey-Soubeyran *et al.*, 2012). Deuxièmement, alors que d'autres pays, et notamment la France, souhaitaient que l'ensemble des 6 000 banques de la zone euro soient soumises aux nouvelles règles de supervision de la BCE, l'Allemagne a réussi à soustraire ses caisses régionales (*Landesbanken*) de la supervision unique de la BCE en imposant une distinction entre banques importantes et banques moins importantes. L'argument mis en avant serait qu'un superviseur central n'a pas d'avantage informationnel pour des petites banques régionales par rapport à un superviseur local (Quignon, 2013). Entre 25 et 35 % du système bancaire allemand reste ainsi directement supervisé par les autorités nationales (contre seulement 5 % pour la France, où le système bancaire est très concentré). Pourtant, les petites banques régionales peuvent également présenter un risque systémique (Speyer, 2012 ; Quignon, 2013), comme en attestent les difficultés rencontrées en Espagne par les caisses d'épargne et leur

répercussion sur le système bancaire de ce pays. Au total, 130 groupes bancaires en zone euro, concentrant environ 80 % des actifs, auront un superviseur unique. Le degré de concentration bancaire est fortement différencié en Europe (voir tableau 5). Il y a un risque de fragmentation entre un conglomérat bien capitalisé de grandes banques et une périphérie affaiblie de petites banques sous-capitalisées.

Le fait de passer d'une logique de *bail-out* à une logique de *bail-in* s'assimile à un retour vers une discipline de marché où les investisseurs, connaissant la réduction du soutien implicite de l'État, exigeront des rémunérations plus élevées en fonction du profil de risque de la banque émettrice. Cette réévaluation du risque bancaire peut peser sur le coût de refinancement des banques et sur l'attribution de crédit auprès des entreprises.

Les nouveaux produits financiers achetés et émis par les institutions financières favorisent l'émergence d'un système de crédit parallèle au système bancaire classique qui échappe à la régulation prudentielle. Ce système parallèle (*shadow banking*) facilite l'accès à la liquidité, ce qui peut être bénéfique au financement de l'économie réelle, mais il est aussi propice à la mise en place d'effets de levier et ces derniers peuvent favoriser les dérives spéculatives. Ce système parallèle est ignoré par le projet d'Union bancaire. Dans une note de l'ACPR, D. Nouy (2013) évoque plusieurs pistes : un élargissement du rôle du superviseur ou la séparation. Toutefois, elle met en garde contre le risque de réglementations qui conduiraient à un moindre accès à la liquidité.

Plus précisément, sur la question de la séparation, l'Union bancaire devrait nécessiter une harmonisation élargie des réglementations nationales. En effet, à la suite des recommandations Volker (2010), Vickers (2011), et Liikanen (2012), plusieurs pays ont adopté des mesures nationales de séparation des activités bancaires visant à sécuriser les dépôts : Royaume-Uni, France (Antonin et Touzé, 2013b ; Pollin et Gaffard, 2013), Allemagne, et Belgique. Ces choix nationaux non-coordonnés sont discutables et constituent une source nouvelle de divergence. L'adoption d'une réglementation commune des activités financières des banques pourrait constituer un quatrième pilier important de l'Union bancaire (Antonin *et al.*, 2014). La séparation préconisée par le projet Barnier crédibilise l'Union bancaire et ses trois piliers (MSU, MRU et

garantie des dépôts). La mise en place d'un cadre homogène simplifie le contrôle du superviseur européen dans le cadre du MSU (la BCE devra contrôler les activités normales des banques et veiller à ce que les activités spéculatives ne les perturbent pas) et réduit les distorsions de concurrence. La séparation préconisée par le projet Barnier crédibilise le MRU car il devient difficile aux banques d'accéder à une taille systémique (*too-big-to-fail*), les pertes des banques de marché ne se répercuteront pas (directement) sur les activités de crédit des banques de dépôt. En réduisant les risques de faillite des banques de dépôt, il diminue le risque de mise en œuvre d'un plan de sauvetage coûteux pour les épargnants (*bail-in*) comme celui de l'activation de la garantie des dépôts.

L'attribution à la BCE de la mission de superviseur unique est soumise à de nombreuses critiques. Un premier argument met en avant que le niveau de supervision au niveau européen doit être le plus large possible et idéalement inclure toutes les économies de l'Union européenne (Pisani-Ferry *et al.*, 2012 ; Barbu et Boitan, 2013). Or, en l'état, la supervision unique *via* la BCE n'est obligatoire que pour la zone euro. Un élargissement des pouvoirs de l'ABE aurait donc pu être plus judicieux. Cependant, la crédibilité de l'ABE a pu être entachée dans la mesure où les *stress tests* qu'elle a publiés en juillet 2011 ont été des prédicteurs imparfaits de la véritable résistance des banques à la crise des dettes souveraines de fin 2011 (voir encadré 4).

Speyer (2012) énonce six autres raisons qui jouent en défaveur d'une supervision administrée par la BCE :

1. Les conflits d'objectif : la BCE va cumuler des pouvoirs de politique monétaire et de supervision financière. Il peut y avoir des conflits d'objectif dans les mandats, par exemple un arbitrage entre la stabilité des prix et la résistance du système bancaire.
2. Le risque de crédibilité : si la BCE échoue dans son rôle de superviseur unique, cela peut porter atteinte à sa réputation.
3. La BCE est indépendante, et son mandat doit être clair afin que le Parlement puisse la rendre facilement responsable de ses actes. Cette nouvelle mission de superviseur pourrait nuire à la clarté de sa mission.
4. Un mandat trop large et plus politique augmente le risque d'interférence politique, et nuit à l'indépendance.

5. Le pouvoir délégué à l'ABE a été plus facilement accepté parce qu'il passait par un contrôle parlementaire. L'indépendance de la banque centrale pourrait être un frein à l'exercice des nouveaux pouvoirs.
6. D'un point de vue juridique, les décisions prises par un superviseur doivent être contestables devant une autre juridiction. Le concept d'indépendance de la BCE s'accommode mal de la possibilité de faire appel à une autre instance.

Toutefois, la crise a montré que les « coûts pour l'économie réelle des crises financières sont en effet trop importants pour que les banques centrales ne s'impliquent pas davantage dans leur prévention » (Betbèze *et al.*, 2011). Avec la montée en puissance de la réglementation prudentielle dans la lutte contre l'instabilité financière, la double compétence « politique monétaire »/« politique macroprudentielle » de la BCE est le gage d'une meilleure coordination dans ce domaine. De fait, la « conduite de la politique monétaire doit tenir compte des conséquences, dans son propre domaine, de la politique macro-prudentielle – par exemple, de ses effets sur l'offre de crédit et, plus généralement, sur l'ensemble des mécanismes de transmission – et vice versa » (Bordes, 2011). Il convient de souligner, pour finir, que la lutte contre l'instabilité financière est une priorité dans l'Union européenne, dans la mesure où il est avéré que l'instabilité financière nuit aux performances économiques des États membres (encadré 5).

Encadré 5. Lien entre instabilité et performances économiques

Quel lien pouvons-nous établir entre l'instabilité financière et les performances économiques (généralement le PIB par habitant) dans l'Union européenne (UE) ? C'est à cette question que l'étude de Creel *et al.* (2014) répond. Contrairement à d'autres travaux qui incluent des pays avancés et des pays émergents, voire en développement, cette étude se focalise sur les États membres de l'UE de 1998 à 2011. L'intérêt de cet échantillon est qu'il inclut uniquement des économies dont les systèmes financiers sont développés, ou pour le moins, avancés dans leur niveau de développement. Par ailleurs, il s'agit d'un espace politique relativement homogène qui autorise la mise en place de régulations financières communes. Les auteurs reprennent la méthodologie de Beck & Levine (2004) qui, à l'aide d'un panel et de variables instrumentales, permet de résoudre les problèmes d'endogénéité. Les performances économiques sont expliquées par les variables usuelles de

la théorie de la croissance endogène, à savoir le PIB par tête initial, l'accumulation du capital humain à travers la moyenne des années d'enseignement, les dépenses publiques, l'ouverture commerciale et l'inflation. L'étude inclut également des variables de financiarisation comme la part des crédits dans le PIB.

De plus, elle inclut dans ces estimations différentes variables quantifiant l'instabilité financière. Ces variables (Z-score, CISS, taux de créances douteuses, volatilité des indices boursiers et un indice reflétant les caractéristiques microéconomiques des banques européennes) apparaissent la plupart du temps comme ayant un impact significatif et négatif sur les performances économiques. Parallèlement, les variables mesurant le degré de financiarisation des économies n'ont pas d'effets manifestes sur les performances.

Ces différents résultats suggèrent qu'il est certainement illusoire d'attendre un impact positif d'un accroissement supplémentaire du degré de financiarisation des économies européennes. Il est vraisemblable que les systèmes bancaires et financiers européens ont atteint une taille critique au-delà de laquelle aucune amélioration des performances économiques ne saurait être attendue. Au contraire, des effets négatifs sont susceptibles de se faire sentir du fait d'un excès d'instabilité financière que participerait à engendrer un secteur financier devenu trop grand et dont les innovations sont insuffisamment ou mal réglementées. Cette étude montre aussi que l'instabilité financière est coûteuse. Il est important de la prévenir.

Vers une meilleure mutualisation des risques

L'Union bancaire apporte des avancées indéniables car elle devrait permettre de rompre le cercle vicieux entre crise bancaire et crise de la dette publique. La transmission de la politique monétaire pourrait devenir plus homogène : si les banques sont mieux intégrées, leurs caractéristiques devraient converger, ce qui leur permettra d'appliquer des taux sur les nouveaux prêts plus homogènes, et donc de mieux transmettre la politique de taux directeurs vers les taux de marché (*pass through*).

La réussite de l'Union bancaire réside dans le développement de l'activité de chaque banque au-delà de son marché national. Un achèvement réussi de l'Union bancaire devrait se caractériser par des banques dont l'implantation territoriale serait suffisamment large pour amortir des chocs conjoncturels asymétriques. En ce sens, la diversification géographique des bilans bancaires pourrait contribuer à une mutualisation des chocs asymétriques de

conjoncture. Le superviseur unique, en simplifiant la relation banque-régulateur, devrait faciliter le développement des banques au-delà de leurs marchés nationaux, ce qui contribue aussi à une meilleure intégration.

Le Fonds de résolution des crises et le Fonds de garantie des dépôts constituent également deux protections complémentaires du système bancaire. Dans une certaine mesure, ils apportent une mutualisation des chocs asymétriques au niveau de la zone euro, ce qui peut contribuer à une meilleure optimalité de la zone monétaire au sens de Mundell (Quignon, 2013). En 2009, au plus fort de la crise bancaire, les gouvernements ont dû engager des montants élevés de fonds publics puisqu'ils ont atteint 9,1 % du PIB. Que se passera-t-il si jamais ces deux fonds se révélaient insuffisants dans le futur ? Chaque État devra-t-il reprendre en main le soutien de son secteur bancaire ? Si certains en étaient incapables, un tel défaut pourrait nécessiter, pour éviter l'éclatement de la zone euro, une plus grande union budgétaire, *via* le MES, ou conduire la BCE à dépasser son rôle implicite de prêteur en dernier ressort, théoriquement limité aux crises de liquidité, pour devenir le véritable sauveur de l'euro en monétisant les pertes.

Références bibliographiques

- Acharya V., R. Engle et D. Perret, 2014, « Testing macroprudential stress tests : the risk of regulatory risk weights », *Journal of Monetary Economics*, 63 : 36-53.
- Aglietta M., 2012, « Une union bancaire pour réunifier le système financier », *Confrontations Europe*, 11-12.
- Altavilla C., D. Giannone et M. Lenza, 2014, « The financial and macroeconomic effects of OMT announcements », *CEPR discussion paper*, 10025.
- Antonin C. et V. Touzé, 2013a, « Banques européennes : un retour de la confiance à pérenniser ? », *Notes de l'OFCE*, 37, 11.
- Antonin C. et V. Touzé, 2013b, « Loi de séparation bancaire : symbole politique ou nouveau paradigme économique ? », *Blog de l'OFCE*.
- Antonin C., H. Sterdyniak et V. Touzé, 2014, « Réglementation des activités financières des banques européennes : un quatrième pilier pour l'Union bancaire », *Blog de l'OFCE*.
- Al-Eyd A. et S. Berkmen, 2013, « Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area », *IMF Working Paper*, 208.

- Arnold I. et S. van Ewijk, 2014, « A state space approach to measuring the impact of sovereign and credit risk on interest rate convergence in the euro area », *Journal of International Money and Finance*.
- Avaro M. et H. Sterdyniak, 2013, « Banking Union: A Solution To the Euro Zone Crisis? », *Working Paper de l'OFCE*, 20.
- Baele L., A. Ferrando, P. Hördhal, E. Krylova et C. Monnet, 2004, « Measuring European financial integration », *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (4) : 509-530.
- Barbat-Layani M. A., 2014, « Le calcul des contributions au fonds de résolution européen est inacceptable », Interview, *L'Agefi*.
- Barbu T. C. et I. A. Boitan, 2013, « Implications of the Single Supervisory Mechanism on ECB's Functions and on Credit Institutions' Activity », *Theoretical and Applied Economics*, 20 (3) : 103-120.
- Barisitz S., 2013, « Nonperforming Loans in Western Europe - A Selective Comparison of Countries and National Definitions », *Focus on European Economic Integration*, Q1.
- Beck T. et R. Levine, 2004, « Stock markets, banks, and growth: Panel Evidence », *Journal of Banking and Finance*, 28, 423-442.
- Belke A., J. Beckmann et F. Verbeyen, 2013, « Interest rate pass-through in the EMU - new evidence from nonlinear cointegration techniques for fully harmonized data », *Journal of International money and finance*, 37 : 1-24.
- Betbèze J.-P., C. Bordes, J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, 2011, *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du CAE, 96, Documentation Française.
- Betbèze J.-P., J. Couppey-Soubeyran et D. Plihon, 2011, « Pour un changement de *central banking* : la nécessaire coordination de la politique monétaire et de la politique macro-prudentielle au sein de la Banque centrale », in *Banques centrales et stabilité financière*, *Rapport du CAE*, 96, Documentation Française.
- Blot C., J. Creel, P. Hubert et F. Labondance, 2014, « Les enjeux du triple mandat », *Revue de l'OFCE / Débats et politiques*, « Réformer l'Europe », 134 : 175-186.
- Blot C., et F. Labondance, 2013, « Bank interest rate pass-through in the Eurozone: monetary policy transmission before and after the financial crash », *Economics Bulletin*, 33 (2) : 973-985
- Bordes C., 2011, « Pour un aménagement du *central banking* : à la recherche de l'affectation optimale des instruments des politiques monétaire et macro-prudentielle », in *Banques centrales et stabilité financière*, *Rapport du CAE*, 96, Documentation Française.
- Borio C., M. Drehmann et K. Tsataronis, 2014, « Stress-testing macro stress testing: does it live up to expectations? », *Journal of Financial Stability*, 12, 3-15.

- Couppéy-Soubeyran J. et T. Sessin, 2000, « Pour une autorité de supervision financière européenne », *Revue d'économie financière*, 60 : 143-160.
- Couppéy-Soubeyran J., O. Garnier et J.-P. Pollin, 2012, « Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », *Rapport CAE*, 104.
- Cour-Thimann P., 2013, « Target Balances and the Crisis in the Euro Area », *CES Ifo Forum*, 14, Special Issue.
- Cour-Thimann P. et B. Winkler, 2013, « The ECB's non-standard monetary measures: the role of institutional factors and financial structure », *ECB Working Paper*, 1528.
- Creel J., P. Hubert et F. Labondance, 2014, « Financial stability and economic performance », *Economic Modelling*, à paraître.
- Creel J., P. Hubert et M. Viennot, 2013, « Assessing the Interest Rate and Bank Lending Channels of ECB Monetary Policies », *Document de travail de l'OFCE*, 25.
- de Graeve F., O. de Jonghe et R. van der Venet, 2007, « Competition, transmission and bank pricing policies: evidence from belgian loans and deposits markets », *Journal of Banking and Finance*, 31, 258-278.
- Fahrenschon G., « Union bancaire. La position des caisses d'épargne allemandes », *Regards sur l'économie allemande*, *Bulletin économique du CIRAC*, 109 : 5-14.
- Galati G. et R. Moessner, 2013, « Macroprudential policy – a literature review », *Journal of Economic Surveys*, 27 (5) : 846-78.
- Giuliodori M., 2005, « The Role of House Prices in the Monetary Transmission Mechanism Accross European Countries », *Scottish Journal of Political Economy*, 52 (4) : 519-543.
- Guthrie G. et J. Wright, 2000, « Open mouth operations », *Journal of Monetary Economics*, 46 (2) : 489-516.
- Hollo D., M. Kremer et M. Lo Duca, 2012, « CISS - A composite indicator of systemic stress in the financial system », *ECB Working Paper*, 1426.
- Jappelli T. et M. Pagano, 2008, « Financial market integration under EMU », *European Economy Economic Papers*, 312.
- Jiménez G., S. Ongena, J.-L. Peydro et J. Saurina, 2012, « Credit supply and monetary policy : identifying the bank balance-sheet channel with loan applications », *American Economic Review*, 102 (5) : 2301-2326.
- Karagianis S., Y. Panagopoulos et P. Vlamis, 2010, « Interest rate pass-through in Europe and the US: monetary policy after the financial crisis », *Journal of Policy Modelling*, 32 : 323-338.
- Mojon B., 2000, « Financial Structure and the Interest Rate Channel of ECB Monetary Policy », *ECB Working Paper Series*, 40.

- Nouy D., 2013, « Les risques du *Shadow banking* en Europe : le point de vue du superviseur bancaire », *Autorité de Contrôle Prudentiel*, Banque de France, 3.
- Petrella G. et A. Resti, 2013, « Supervisors as information producers : do stress tests reduce bank opaqueness ? », *Journal of Banking and Finance*, 37 : 5406-20.
- Pisani-Ferry J., A. Sapir, N. Véron, G.B. Wolff, 2012, « What Kind of European Banking Union ? », *Bruegel Policy Contribution*, 12.
- Pollin J.-P. et J.-L. Gaffard, 2013, « Pourquoi faut-il séparer les activités bancaires ? », *Notes de l'OFCE*, 36.
- Quignon L., 2013, « Les enjeux de l'Union bancaire », *Conjoncture*, BNP Paribas.
- Reichlin L., 2014, « Monetary policy and banks in the euro area: the tale of two crises », *Journal of Macroeconomics*, 39B : 387-400.
- Rughoo A. et N. Sarantis, 2014, « The global financial crisis and integration in European retail banking », *Journal of Banking and Finance*, 40, 28-41.
- Sander H. et S. Kleimeier, 2004, « Convergence in the euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration », *Journal of International Money and Finance*, 23 (3), 461-492.
- Schuermann T., 2014, « Stress testing banks », *International Journal of Forecasting*, 30 : 717-28.
- Shambaugh J., 2012, « The Euro's three crises », *Brookings Paper on Economic Activity*, printemps, 157-231.
- Schoenmaker D. et T. Peek, 2014, « The State of the Banking Sector in Europe », OECD Economics Department, *Working Papers*, 1102.
- Sorensen C. et T. Werner, 2006, « Bank Interest Rate Pass-Through in the Euro Area », *ECB Working Paper Series*, 580.
- Speyer B., 2012, « EU Banking Union: Do it right, not Hastily! », *Deutsche Bank Research*, 17.
- Touzé V., 2012, « Banques européennes : vers une sortie de la zone de turbulences ? », *Blog de l'OFCE*.
- Vajanne L., 2007, « Integration in the euro area retail banking markets-convergence of credit interest rates », *Bank of Finland Research Discussion Papers*, 27.
- Wu J.C. et F.D. Xia, 2014, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the Zero lower bound », *NBER Working Paper*, 20117.