

# LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

ETATS-UNIS

## DONALD TRUMP LANCE LA DÉRÉGLEMENTATION FINANCIÈRE AUX ETATS-UNIS

La déréglementation financière, promesse de campagne du candidat républicain, Donald Trump, figure aujourd'hui parmi les priorités de son début de mandat.

Les premières pierres d'un retour sur les mesures phares de l'ère Obama, en particulier celles de la loi Dodd-Frank, sont à présent posées. Les normes négociées à l'échelle internationale dans le sillage de la crise financière née en 2007 sont également contestées. La Maison Blanche a tout d'abord édicté en février un ordre exécutif présentant des « principes fondamentaux »<sup>1</sup>, guidant la politique de l'administration. Chargé de traduire la parole présidentielle en actes, Steven Mnuchin, Secrétaire d'Etat au Trésor a présenté le 12 juin un rapport de son administration proposant plusieurs pistes de réformes majeures, impactant les banques américaines, mais aussi leurs concurrentes européennes et la régulation financière internationale dans son ensemble.

Quatre des neuf plus grandes banques de la zone euro et cinq des plus grandes banques européennes étant françaises<sup>2</sup>, notre économie va être très fortement et immédiatement concernée par les changements venus d'outre-Atlantique.

### Les Etats-Unis ne devraient pas reprendre toutes les règles du Comité de Bâle

Renforcer « l'indépendance » des décisions américaines figure parmi les principes fondamentaux de la politique de D. Trump. Ciblant les mesures adoptées au niveau du Comité de Bâle réuni sous

l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI), le Trésor américain identifie plusieurs « fardeaux » réglementaires jugés « non-nécessaires », dont il recommande de « retarder »<sup>3</sup> la transposition dans l'ordre juridique américain tant qu'ils ne seront pas « calibrés et évalués de manière appropriée ». C'est en particulier le cas de deux mécanismes visant à renforcer les exigences en liquidité pour les banques et modifier leurs méthodes d'évaluation des risques relatifs à leurs activités de marché (FRTB, voir encadré).

Les banques américaines pourraient ainsi échapper unilatéralement aux contraintes auxquelles pourraient être assujettis les établissements des autres Etats représentés à Bâle dans le cas, en ce qui concerne les banques européennes, où la Commission reprendrait l'ensemble des dispositions préconisées par le Comité de Bâle, ce à quoi elle n'est nullement contrainte. Délivrées de leurs obligations de maintenir des niveaux très élevés de fonds propres et de liquidité, elles auraient toute latitude pour accroître davantage leurs parts de marché en Europe où elles représentent déjà, depuis 2016, plus de 50% du secteur de la banque de financement et d'investissement.

### L'administration Trump cible des mesures emblématiques de la loi Dodd-Frank de 2010

Plusieurs seuils déclenchant des processus d'examen de la qualité des fonds propres et de la liquidité des banques, ainsi que des « stress tests » visant à mesurer leur résilience (CCAR<sup>4</sup>) devraient

être relevés, tandis que la fréquence de ces contrôles serait abaissée. Par ailleurs, la règle Volcker, qui restreint les banques dans l'utilisation de leurs fonds propres pour certaines activités considérées comme spéculatives, devrait être largement assouplie. Un mécanisme de « bretelle de sortie »<sup>5</sup> permettrait en effet aux banques « bien capitalisées » d'échapper à cette contrainte. La règle Volcker cible les établissements jugés responsables de la crise financière de 2007 aux Etats-Unis et de sa propagation dans le monde occidental. A nouveau, l'objectif est de réduire les contraintes pesant sur les banques américaines, favorisant ainsi d'une part leur capacité de financement des entreprises et d'autre part leur compétitivité.

### La régulation internationale peut être un moyen d'imposer le leadership américain

Le Trésor américain affiche une volonté décomplexée de conforter l'influence américaine au sein des organismes de discussion et d'élaboration des réglementations financières mondiales. L'objectif est présenté sans ambages : obtenir un « level playing field » favorable aux services financiers américains, en encourageant les autres Etats à mettre en œuvre des règles cohérentes avec les priorités domestiques des Etats-Unis<sup>6</sup>.

Cette déclinaison du slogan « America First » au secteur financier présente un risque pour les banques européennes, aux modèles bancaires et besoins pruden- tiels différents de leurs concurrentes américaines, et qui seraient lourdement pénalisées par ces réglementations ina-



daptées à la stabilité financière européenne. Il convient en effet de rappeler que la structure du bilan des banques américaines est très différente de celle de leurs homologues européennes, pour deux raisons principales. En premier lieu, les grandes banques américaines sont principalement des banques de marché, alors que les banques européennes, le financement de l'économie européenne étant fortement intermédié, utilisent une part importante de leur bilan pour prêter aux entreprises. En second lieu, les banques américaines peuvent sortir de leur bilan l'essentiel de leurs crédits immobiliers (lesquels seront titrisés) car ceux-ci bénéficient d'une garantie directe ou indirecte de la puissance publique (via les agences du type Fannie Mae ou Freddie Mac).

L'imposition d'une réglementation internationale calibrée sur les spécificités des banques américaines, en matière de modèles de calculs de risque notamment, fragiliserait la capacité des structures européennes et françaises à financer l'économie, alors que, par exemple, le volume de crédits octroyés par les

banques françaises a progressé de 38% depuis 2008 en France, 26 milliards de crédits supplémentaires étant produits chaque mois en 2017, selon la Banque de France<sup>7</sup>.

Les premières manifestations de ce qui pourrait être considéré comme des tentatives d'instrumentalisation de certaines autorités internationales apparaissent déjà. Ainsi, à l'occasion de la présentation de son rapport annuel 2016, le 25 juin 2017, la BRI s'est appuyée sur la situation délicate d'un faible nombre de banques européennes (italiennes et espagnoles principalement) pour critiquer l'ensemble du secteur bancaire européen. A contrario, la capitalisation des banques américaines est érigée en modèle.

### La compétitivité du secteur bancaire européen menacée

L'intégration par la Commission européenne des dernières règles de Bâle dans son corpus juridique<sup>8</sup> et en particulier des obligations en termes de liquidité (NSFR) et de fonds propres associés aux activités de marché (FRTB) apparaît préoccupante

dans un contexte où les Etats-Unis indiquent qu'ils vont suspendre la transposition de ces réglementations, faussant ainsi la concurrence entre banques américaines et européennes. Prenant acte de cette situation, qui était déjà en germe avant la publication récente du rapport du Trésor américain, un avis politique de la Commission des affaires européennes du Sénat<sup>9</sup>, constatant que « seule l'Union européenne s'engage à ce jour dans la transposition de certaines des recommandations du Comité de Bâle », appelait déjà en février à ce « qu'il soit tout particulièrement tenu compte des considérations liées à la compétitivité du secteur financier européen dans un contexte d'incertitudes pesant sur l'environnement réglementaire international ». Cet avis apparaît d'autant plus important aujourd'hui.

Paul-Henri LEVIVIER

Affaires publiques France

[paul-henri.levivier@bnpparibas.com](mailto:paul-henri.levivier@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> « *Core Principles for Regulating the US Financial System* »

<sup>2</sup> OCDE, « *Études économiques de l'OCDE : France 2015* », avril 2015.

<sup>3</sup> « *Delay domestic implementation of NSFR and FRTB until they can be appropriately calibrated and assessed.* » ; « *Both of these standards represent additional regulatory burden and would introduce potentially unnecessary capital and liquidity requirements* »

<sup>4</sup> *Dodd-Frank Act Stress Test; Comprehensive Capital Analysis and review*

<sup>5</sup> « *off-ramp* »

<sup>6</sup> « *US leadership on international standard setting bodies helps enable a level-playing field for US financial services firms by encouraging other jurisdictions to implement financial regulations consistent with US domestic priorities.*

<sup>7</sup> *Banque de France, crédit par taille d'entreprise à fin avril 2017, production mensuelle de nouveaux crédits CVS*

<sup>8</sup> *Capital Requirement Directive IV ; Capital Requirement Regulation*

<sup>9</sup> *Avis politique sur la réglementation bancaire européenne, 20 février 2017*

#### FRTB (FUNDAMENTAL REVIEW OF THE TRADING BOOK)

Dans le cadre de la « Revue fondamentale du portefeuille de négociation », le Comité de Bâle souhaite renforcer la charge en capital concernant les opérations de marché. Pour cela, il prévoit d'une part de durcir la méthode dite standard d'évaluation des risques liés à ces activités et d'autre part d'encadrer plus strictement le recours aux modèles internes (propres aux grands établissements dits « systémiques ») pour les activités de marché, qui deviendra très difficile et devra être apprécié activité par activité et non plus globalement. Ces mesures impacteront en particulier les titres moins liquides, notamment les obligations d'entreprises ainsi que les opérations de couverture (« hedging » de taux d'intérêt et de change).

#### NSFR (NET STABLE FUNDING RATIO)

Il s'agit d'un ratio de liquidité à long terme qui a pour finalité d'assurer un financement stable permettant aux banques de poursuivre leurs activités pendant une période d'un an, même en cas de tensions prolongées.

Son impact sera en particulier négatif pour la structuration des émissions obligataires (y compris les obligations vertes, destinées à financer la transition énergétique) puisqu'il implique un sur-financement des portefeuilles, la pondération pouvant aller jusqu'à 100%.



## Etat des lieux de l'économie française

Depuis début 2013, l'économie française a amorcé un lent redressement. Celui-ci va au-delà du mieux conjoncturel et du simple retour de la croissance, encore peu élevée au demeurant. Une amélioration de fond se dessine, en particulier sur les fronts de la compétitivité et du marché du travail, mais elle reste à confirmer et à amplifier. L'objet de cet article est de faire un tour d'horizon rapide de l'état de l'économie française alors que la nouvelle législature débute.

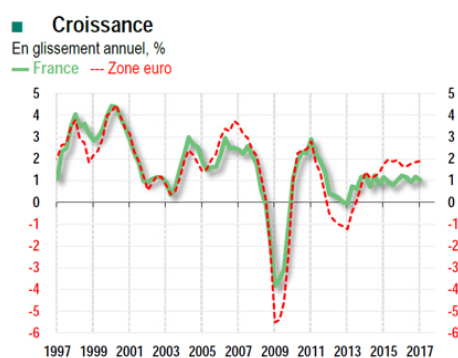
### Retour de la croissance mais qui reste en retrait par rapport à la zone euro

Si le PIB français se situe aujourd'hui assez nettement au-dessus de son niveau d'avant-crise (à hauteur de 5%), une première illustration de la faiblesse de la croissance française réside dans le PIB par tête qui ne s'est hissé au niveau d'avant crise qu'en 2016 pour le dépasser de seulement 1%. Et si l'on regarde l'indicateur plus restreint mais symbolique de la production industrielle, cette dernière se situe encore 12% en deçà de son niveau d'avant-crise. Pour la zone euro, l'écart à combler est moindre, de 7%. Cet écart moins défavorable repose toutefois sur la performance de l'Allemagne dont la production a retrouvé son niveau d'avant-crise (mais sans aller au-delà). La production italienne est encore 20% en deçà de son niveau d'avant-crise et l'espagnole 24% (sur la base des données disponibles jusqu'en mars 2017).

La faiblesse de la croissance actuelle ressort également, quoique de manière moins tranchée, lorsque l'on compare son rythme à celui des reprises antérieures. En partant de 2013, qui marque la sortie de l'épisode de stagnation pour la France et du double-dip pour la zone euro, la reprise a déjà quatre ans d'âge. Sur les seize trimestres écoulés (du deuxième trimestre 2013 au premier trimestre 2017), elle a enregistré un taux de croissance trimestriel moyen de 0,3% (qui masque un profil assez heurté et sans marquer d'accélération au fil des trimestres). Ce rythme fait effectivement pâle figure par rapport aux lointaines années 1970 (0,9% en moyenne par trimestre sur la même période) mais le différentiel se réduit à 0,1 point dans les cycles plus récents (années

1980, 1990 et 2000) et leur rythme trimestriel moyen de 0,4%, reflet du ralentissement tendanciel de la croissance.

Le différentiel négatif de croissance que la France accuse vis-à-vis de la zone euro est une autre illustration de sa faiblesse. Cet écart est apparu courant 2014. Il est important (1 point en 2015, 0,6 point en 2016). La situation n'est certes pas inédite. Déjà, de 2006 à 2008, la croissance française avait sous-performé, dans une ampleur comparable, celle de la zone euro (cf. graphique 1).



Graphique 1 - source INSEE, Eurostat

Cette mollesse de la croissance française de 2012 à 2016 s'explique par une combinaison de facteurs conjoncturels, de chocs ponctuels et de freins structurels. En résumé, trois éléments en particulier ont pesé : la consolidation budgétaire, le fléchissement de la croissance des pays émergents et la crise du secteur de la construction. Ces facteurs négatifs ont contrebalancé les facteurs de soutien externes (stimulus monétaire de la BCE, baisse des prix du pétrole et de l'euro) et internes (mesures d'allègement du coût du travail notamment), avec en toile de fond les faiblesses structurelles de l'économie française.

### L'économie française souffre d'une compétitivité faible

La Commission européenne passe précisément en revue ces faiblesses et fait le point sur les progrès réalisés dans son dernier bilan approfondi de l'économie française, livré en février 2017. La France fait l'objet d'un tel bilan puisqu'elle est identifiée comme un pays présentant des déséquilibres macroéconomiques excessifs. En résumé, selon les propres termes de la Commission, ceux-ci concernent

« la faiblesse de la compétitivité et le niveau élevé et croissant de la dette publique, dans un contexte de faible croissance de la productivité. D'autres facteurs de vulnérabilité [sont] constatés, en ce qui concerne notamment la segmentation du marché du travail, la capacité d'innovation, le manque d'efficacité des dépenses publiques et la complexité du système fiscal, qui pèsent lourdement sur les facteurs de production ». Facteur aggravant, compte tenu de la taille de l'économie française et de sa forte intégration commerciale et financière avec le reste de la zone euro, ces « facteurs de vulnérabilité ont une incidence qui dépasse les frontières nationales ». C'est-à-dire que la France est une « source potentiellement importante d'effets d'entraînement (sous-entendu négatifs) sur plusieurs autres Etats membres ».

S'agissant de l'évaluation des progrès accomplis dans la correction de ces déséquilibres excessifs, la Commission retient qu'« un certain nombre de développements économiques et de réformes mises en œuvre laissent entrevoir qu'ils sont en cours de correction progressive ». Si ces progrès se confirment, la Commission évoque même la possibilité de revoir, dans son prochain bilan en 2018, le classement de la France de « déséquilibres excessifs » à « déséquilibres ».

### Des progrès néanmoins

En matière de compétitivité, les progrès sont certains mais incomplets. Le point d'amélioration le plus visible est le redressement du taux de marge des sociétés non financières (SNF), qui a regagné un peu plus de 2 points depuis son point bas de 29,7% au troisième trimestre 2013. Proche de 32% désormais, il est encore 1 point en deçà de son niveau moyen d'avant-crise.

Le second point d'amélioration, qui est une composante du premier, est la progression ralentie des coûts salariaux unitaires (CSU), passée d'un rythme annuel moyen de 1,9% entre 2000 et 2010 à 1,1% entre 2011 et 2016. Si la France a ainsi gagné en compétitivité-coût par rapport à l'Allemagne où les CSU ont connu une accélération entre les deux périodes (de +0,8% en moyenne par an à +1,8%), sa com-



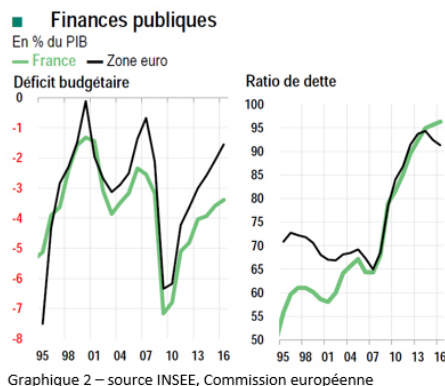
pétitivité-coût se détériore toutefois vis-à-vis de l'Espagne où les CSU ont fléchi plus nettement encore (de +2,8% à -0,8%). Par rapport à la zone euro dans son ensemble, la France reste ainsi confrontée à une légère détérioration de sa compétitivité-coût.

Le troisième point d'amélioration est le net ralentissement de la baisse des parts de marché à l'exportation. Mais le chemin à parcourir est encore long avant de regagner des parts de marché et de réduire structurellement le déficit commercial. Cela suppose aussi une amélioration de la compétitivité hors-coûts, difficilement visible aujourd'hui.

S'agissant de la réduction des déséquilibres budgétaires, le chantier a également avancé au cours des dernières années. Il ressort cependant du dernier rapport annuel de la Cour des comptes sur la situation et les perspectives des finances publiques que les progrès réalisés restent nettement insuffisants. Le déficit s'est réduit (de -7,2% du PIB en 2009 à -3,4% en 2016) mais il demeure à un niveau important, dans l'absolu et relativement à la moyenne de la zone euro où il n'est plus que de -1,5% du PIB (cf. graphique 2). Le ramener au niveau de la barre des 3% en 2017, puis en deçà les années suivantes, n'est pas hors de portée mais nécessitera des efforts sans précédent, comme l'a relevé la Cour des comptes. Depuis 2014, la consolidation budgétaire se fait à pas comptés car elle combine mesures de réduction ou limitation des hausses des dépenses (gel des crédits pour certains ministères, baisse des transferts aux collectivités, etc.) et de soutien à la croissance (plan emploi, baisses d'impôt, etc.). Le corollaire est le niveau encore élevé du déficit. La réduction du déficit en 2015 et 2016 (un demi-point sur les deux années) a donc ceci de particulier qu'elle a été obtenue par une baisse de la part des dépenses publiques dans le PIB (-0,6 point), et ce malgré une baisse parallèle des recettes (-0,1 point).

Mais le poids des unes comme des autres dans le PIB reste élevé (56,4% pour les dépenses publiques, 53% pour les recettes, taux de prélèvement obligatoires de 44,4%). La pérennité de la réduction du déficit pose aussi question car elle s'appuie davantage sur des facteurs transitoires (allègement du service de la dette grâce à la forte baisse des taux d'intérêt ; baisse des dépenses d'investissement

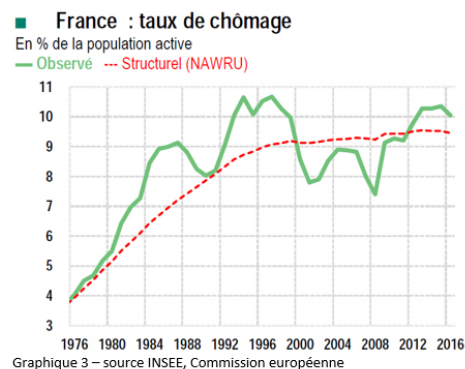
des collectivités locales) que structurels. Enfin et surtout, le ratio de dette publique continue d'augmenter, quoique plus lentement, alors que son inflexion est engagée au niveau de la zone euro depuis 2015.



Sur le front du marché du travail, les progrès existant mais sont également limités. Certes, une amélioration se dessine depuis 2015, en termes de créations d'emploi (+351 000 entre le deuxième trimestre 2015 et le premier trimestre 2017 pour le champ salarié marchand non agricole) comme de baisse du taux de chômage (-0,9 point sur la même période). L'enrichissement du contenu en emplois de la croissance est d'ailleurs remarquable. La croissance de l'emploi en 2016 est non seulement identique à celle du PIB (+1,1%) mais aussi la plus rapide depuis 2007, année de forte croissance (+2,3%). Mais ces évolutions sont synonymes d'écrasement des gains de productivité du travail. Et malgré sa dynamique favorable, l'emploi est encore, légèrement, en deçà de son pic d'avant-crise (à hauteur de 1,3%). Le net redressement de l'indicateur de tensions sur le marché du travail de la Dares<sup>1</sup> est une autre évolution positive à signaler : il signifie que les demandeurs d'emploi sont susceptibles de rester moins longtemps au chômage. Et au premier trimestre 2017, le taux de chômage est repassé enfin, et nettement, sous la barre symbolique des 10% (à 9,6% de la population active). Il retrouve ainsi son plus bas niveau depuis début 2012. Ou devrions-nous écrire son niveau le moins élevé.

Mais le caractère tardif et lent de l'amélioration est aussi à souligner. Le taux de chômage de la zone euro a commencé à refluer dès la mi-2013 et il diminue plus vite (-1,6 point depuis le deuxième trimestre 2015 et l'amorce de la baisse du taux de chômage

français, -2,6 points depuis le pic de 12,1% du deuxième trimestre 2013). La baisse du taux de chômage de longue durée en France est encore plus récente (mi-2016) et limitée (-0,2 point, à 4,1% au premier trimestre 2017). Et si le sous-emploi semble se stabiliser (à 6,2% des personnes en emploi), le halo autour du chômage continue de grossir<sup>2</sup>.



L'inversion de la courbe du nombre des demandeurs d'emploi inscrits à Pôle emploi en catégorie A (c'est-à-dire n'ayant exercé aucune activité dans le mois), qui s'est amorcée au tournant 2015-2016, est plus timide encore : au nombre de 3,6 millions en octobre 2015, ils étaient encore 3,5 millions en avril 2017<sup>3</sup>. Il reste donc du chemin à parcourir avant de repasser sous la barre des 3 millions et revenir ainsi au niveau de 2012. La barre des 2 millions, niveau le plus bas atteint en 2008, est plus lointaine encore. Et il reste un autre défi de taille à relever : que les améliorations conjoncturelles évoquées dans le présent article s'enracinent et prennent suffisamment d'ampleur pour mordre sur la composante structurelle du chômage (cf. graphique 3).

Hélène BAUDCHON

Recherche économique Groupe, BNP Paribas  
[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

<sup>1</sup> Ratio entre les offres d'emplois collectées et les demandes enregistrées par Pôle emploi.

<sup>2</sup> Le sous-emploi concerne les personnes à temps partiel souhaitant travailler plus et celles qui ont involontairement travaillé moins que d'habitude (chômage partiel notamment). Le halo du chômage est composé de personnes à la lisière du chômage mais non comptabilisées comme tel car ne remplissant pas tous les critères du BIT (être sans emploi, disponible dans un délai de deux semaines et rechercher activement un emploi).

<sup>3</sup> Toutes catégories confondues (A, B, C, D, E), le nombre des demandeurs d'emploi atteint 6,6 millions et il est seulement en voie de stabilisation.

