

EUROPE : LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN ACTION

Louis Boisset

Le choc du Covid-19 a entraîné une réaction budgétaire significative des États membres de l'Union européenne. La récession en 2020, même si elle devrait être de courte durée, sera historique. La réponse budgétaire était donc indispensable pour éviter des conséquences économiques nettement plus profondes et durables. Les États membres ne sont pas touchés de la même façon par la crise actuelle, et l'ampleur de la réponse budgétaire apportée diffère. La réponse européenne est l'un des rares aspects positifs de cette crise. Néanmoins, rien n'est encore joué. Le niveau de risques et d'incertitudes sur les plans sanitaire et économique restera particulièrement élevé dans les prochains mois. Un accord sur le plan de relance européen est donc nécessaire et le relâchement des efforts au niveau national apparaît peu envisageable.

2

BANQUES AMÉRICAINES : RATIOS DE LEVIER SOUS PRESSION

Céline Choulet

Les mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité des entreprises et des marchés, engagées par les autorités américaines en réponse à la crise liée à la pandémie de Covid-19, ont conduit à un élargissement sensible des bilans bancaires. Or, les régulateurs ont, depuis la grande crise financière de 2007-2008, nettement durci les contraintes de bilan. Craignant que les exigences de levier n'entravent la capacité des banques à financer l'économie et à soutenir le bon fonctionnement des marchés, ils les ont provisoirement assouplies. Toutefois, la Réserve fédérale ne devrait pas engager de cure d'amaigrissement, susceptible d'entraîner à son tour une réduction des bilans bancaires, avant plusieurs années (et sans doute pas avant la fin de la période d'assouplissement des normes). Dès lors, il n'est pas exclu que la contrainte associée au ratio de levier resurgisse aussi rapidement qu'elle avait disparu.

7

ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

EUROPE : LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE EN ACTION

2

Le choc du Covid-19 a entraîné une réaction budgétaire significative des États membres de l'Union européenne. La récession en 2020, même si elle devrait être de courte durée, sera historique. La réponse budgétaire était donc indispensable pour éviter des conséquences économiques nettement plus profondes et durables. Les États membres ne sont pas touchés de la même façon par la crise actuelle, et l'ampleur de la réponse budgétaire apportée diffère. La réponse européenne est l'un des rares aspects positifs de cette crise. Néanmoins, rien n'est encore joué. Le niveau de risques et d'incertitudes sur les plans sanitaire et économique restera particulièrement élevé dans les prochains mois. Un accord sur le plan de relance européen est donc nécessaire et le relâchement des efforts au niveau national apparaît peu envisageable.

La crise du Covid-19 constitue un choc économique sans précédent pour l'économie mondiale et pour celle de la zone euro. Cette dernière avait évité la récession en 2019 et certains signes de stabilisation de l'activité économique avaient émergé en fin d'année. La pandémie de Covid-19 a finalement mis un terme à la phase d'expansion de la zone euro, qui devrait enregistrer en 2020 la récession la plus profonde de sa jeune histoire.

Depuis la mi-mars 2020, la Banque centrale européenne (BCE) mène une politique monétaire particulièrement proactive et flexible afin d'éviter un durcissement des conditions de financement et d'atténuer les risques de fragmentation financière au sein de la zone euro. Cette réponse monétaire, d'une ampleur très significative, permet d'envisager une relance budgétaire plus sereinement. En effet, après quelques secousses, les spreads souverains entre les États membres (c'est-à-dire les écarts de taux d'intérêt assortis aux émissions de dette publique des différentes économies) apparaissent relativement sous contrôle, et ce malgré la forte hausse de l'endettement public anticipée cette année.

Les pays de la zone euro ont en effet activé de manière significative le levier budgétaire pour soutenir les différents agents économiques (ménages, entreprises, acteurs de la santé) pendant la crise. Une réaction européenne significative - attendue depuis longtemps - a accompagné les réponses budgétaires nationales. Ces différents plans de soutien étaient nécessaires pour préserver au mieux les capacités de production et, ainsi, assurer les meilleures conditions possibles d'un rebond économique post-crise. Quelle est la nature de cette réponse budgétaire prise par les différents États membres ? L'ampleur des plans de soutien budgétaire nationaux est-elle comparable et suffisante au regard du passé et des conséquences économiques de la pandémie ? La réponse coordonnée à l'échelle européenne, qui semble dépasser les traditionnels tabous, est-elle appropriée ? Cet article apportera des éléments de réponses à ces questions.

Un choc économique sans précédent

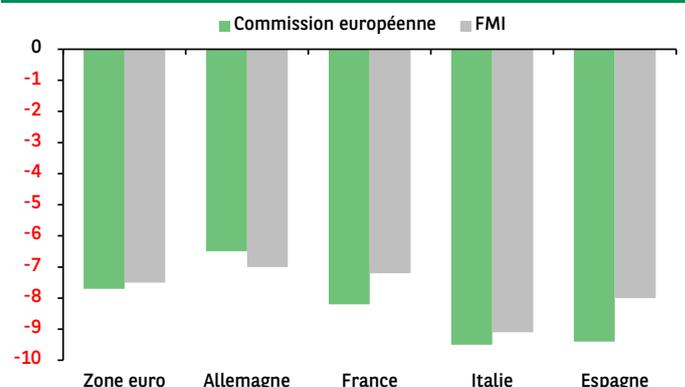
Les mesures sanitaires mises en place pour endiguer l'épidémie ont de fortes répercussions sur les économies de la zone euro à travers les canaux de l'offre, de la demande et des incertitudes. Selon certaines estimations, les mesures de confinement conduiraient à une perte instantanée d'activité de l'ordre de 30% par rapport à une situation normale (c'est-à-dire sans mesures de confinement).

Les données économiques les plus récentes nous donnent de premières indications sur l'ampleur des conséquences économiques provoquées par le choc pandémique. La crise actuelle et les mesures sanitaires compliquent toutefois la production de statistiques. Il convient donc de rester prudent à ce stade sur leur interprétation. Au 1^{er} trimestre 2020, le PIB de la zone euro a diminué de -3,6% par rapport au 4^e trimestre

2019 (variations trimestrielles, t/t). Bien que la comparaison des performances économiques entre les pays membres de la zone euro reste difficile, l'Allemagne semble, pour l'heure, mieux résister que ses grands voisins européens. Le PIB allemand a baissé de 2,2% au T1 2020 contre, par exemple, -5,3% en France comme en Italie. Au 2^e trimestre, la situation économique en zone euro devrait être nettement plus dégradée étant donné le temps passé en confinement. Si des premiers signes de retournement émergent, les indicateurs avancés de l'activité dont nous disposons envoient toujours un signal particulièrement négatif. Au 2nd semestre, le profil du rebond économique en zone euro reste hautement incertain. L'ampleur du rattrapage de l'activité perdue pourrait être moindre qu'anticipé initialement. La BCE a récemment souligné que dans le pire des scénarios, le PIB réel pourrait baisser de 12% en 2020 et rester inférieur à son niveau d'avant-crise pendant plusieurs années.

Selon les dernières prévisions de la Commission européenne (CE) et du Fonds monétaire international (FMI), le PIB réel de la zone euro se contracterait de l'ordre de 7,5% en 2020 avant de se redresser en 2021. Lors de la crise économique et financière de 2008-2009, la contraction de l'activité en zone euro avait été moindre. La récession actuelle pourrait toutefois être de plus courte durée en l'absence de crise dans la sphère bancaire et financière et d'effondrement du commerce international, deux caractéristiques de la crise de 2009. L'ensemble des États membres de la zone euro afficheront une contraction sensible du PIB en 2020 (cf. graphique 1). L'ampleur de la baisse diffèrera selon les pays et dépendra notamment des mesures sanitaires (durée du confinement et contraintes plus ou moins strictes) mises en place pour endiguer l'épidémie ainsi que du soutien budgétaire.

PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB RÉEL POUR L'ANNÉE 2020



GRAPHIQUE 1

SOURCES : WEO FMI, COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



Un soutien significatif au niveau national...

Une réponse budgétaire rapide des États membres

Face au choc pandémique, les États membres de la zone euro ont réagi relativement vite, et dans des ampleurs conséquentes, en activant le levier budgétaire. En agissant comme stabilisateur macroéconomique, la réponse budgétaire des États membres à la crise du Covid-19 a pour objectif le maintien de capacités de production (limitation du risque de faillites d'entreprises et de hausse des licenciements) afin d'assurer une reprise vigoureuse post-crise.

Les gouvernements sont intervenus par le biais de trois instruments budgétaires principaux. D'abord une impulsion budgétaire immédiate, ou directe, qui a pris la forme d'un recours assez large à des dispositifs d'activité partielle¹, de versements de subventions, ou d'annulation d'impôts ou de cotisations sociales. Un soutien, ensuite, à la trésorerie des entreprises et des ménages, avec par exemple des reports de paiements fiscaux ou sociaux. Enfin, des provisions de liquidité à l'aide, en particulier, de garanties de prêts de trésorerie pour les entreprises.

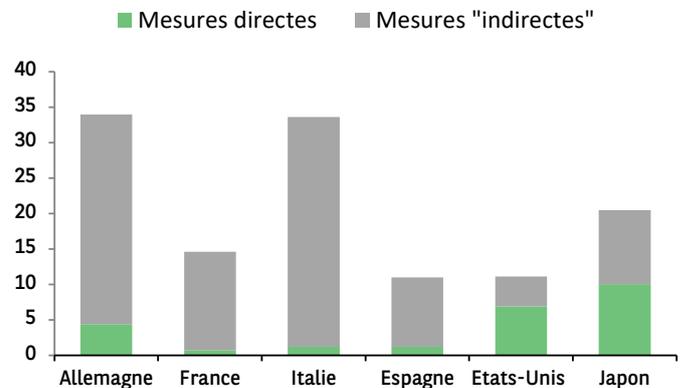
L'ensemble de ces mesures, quelle que soit leur nature, constitue un soutien à l'activité de la zone euro. Néanmoins, ces mesures n'ont pas toutes les mêmes effets sur les finances publiques.

Dans cet article, nous ferons systématiquement la distinction entre les mesures dites « directes », qui ont un impact budgétaire immédiat, et les mesures de liquidité, dites « indirectes ». Cette distinction est faite par la plupart des organismes internationaux dans leurs travaux récents sur l'impact de la crise du Covid-19 sur le PIB et sur les finances publiques des États membres de la zone euro. Le financement des mesures d'activité partielle constitue une dépense publique immédiate. D'un autre côté, dans le cas, par exemple, d'un prêt garanti par l'État, la dette publique sera affectée uniquement en cas d'appel de cette garantie, si le crédit n'est pas honoré par l'entreprise concernée.

S'agissant des mesures directes, l'une des plus emblématiques est le recours quasi-généralisé de l'ensemble des États membres aux dispositifs d'activité partielle (plus connus sous le nom de « chômage partiel » en France ou « *Kurzarbeit* » en Allemagne). Ces dispositifs apparaissent pertinents dans le contexte actuel² et leur mise en place s'appuie sur des précédents historiques récents. Lors de la grande récession de 2008-2009, l'Allemagne en particulier avait très largement mobilisé cet outil de sauvegarde de l'emploi. Alors que le PIB allemand avait chuté de 5,6% en 2009, l'emploi avait montré une résilience certaine et le taux de chômage allemand était resté sous contrôle. La France, dont le recours à l'activité partielle avait été moindre, a quant à elle pâti d'une hausse durable du chômage, malgré une récession de moindre ampleur. Il convient de souligner que si un nombre importants de pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne, Belgique, etc.) ont recours à l'activité partielle, les conditions assorties peuvent varier d'une législation à l'autre.

La mobilisation des outils budgétaires est d'une ampleur inégale entre les États membres de la zone euro et le type d'instruments utilisés diffère (mesures directes ou de liquidité)³. Les mesures directes ont globalement représenté une portion minoritaire du soutien budgétaire des grands États membres à leur économie (cf. graphique 2).

RÉPONSE BUDGÉTAIRE (EN % DES PIB NATIONAUX)

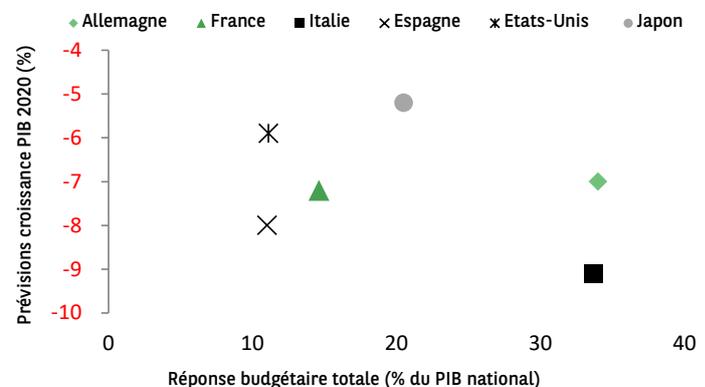


GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI FISCAL MONITOR APRIL 2020

Note : Les mesures retenues ici sont issues du dernier Fiscal Monitor du FMI. Seules les mesures prises jusqu'au 6 avril 2020 apparaissent.

RÉPONSE BUDGÉTAIRE ET CROISSANCE EN 2020



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FMI, WEO ET FISCAL MONITOR

Au-delà de l'activité partielle, les économies de la zone euro ont notamment apporté un soutien aux petites et moyennes entreprises, par le biais de transferts directs, ainsi qu'aux autoentrepreneurs. Des hausses de dépenses publiques de santé, avec l'acquisition de matériel médical, ont également été opérées. À l'inverse, les États-Unis et le Japon semblent avoir davantage mis l'accent sur les mesures directes.

¹ Les dispositifs d'activité partielle permettent aux entreprises qui font face à des difficultés conjoncturelles de réduire le volume d'heures travaillées de leurs employés. Ces derniers reçoivent une compensation qui peut être intégralement financée par les pouvoirs publics.

² C. Berson et al., *L'activité partielle, un outil précieux en temps de crise*, Bloc-notés Eco, Banque de France, avril 2020.

³ La classification par type d'instrument budgétaire dépend de choix méthodologiques et peut donc varier d'une analyse à une autre. Par exemple, certaines analyses peuvent retenir une partie des reports de paiements d'impôt comme une annulation, et donc une dépense directe, quand d'autres ne retiendront que des reports. De plus, depuis la rédaction de cet article, d'autres mesures budgétaires ont été annoncées par les gouvernements des États membres de la zone euro.

Au Japon, ces mesures ont pris notamment la forme de distribution d'argent direct aux ménages les plus affectés par la crise sanitaire. L'Allemagne et l'Italie, quant à elles, ont mis en place des mesures de garanties publiques massives pour limiter les risques de refinancement des entreprises privées non financières.

Afin de compenser la perte d'activité liée aux mesures sanitaires (rappelez-vous qu'en période de confinement, cette perte est de l'ordre de 30% par rapport à une situation normale), le soutien budgétaire devrait être a priori proportionnel à cette perte. On pourrait alors penser que les pays économiquement les plus touchés bénéficieraient d'un soutien public plus massif que les pays qui le sont moins. Or, au regard de l'ensemble des mesures budgétaires décidées (directes et indirectes), ce n'est pas systématiquement ce que l'on observe. L'Allemagne, comme le Japon, adoptent par exemple des mesures budgétaires plus importantes que l'Espagne, alors même que le choc économique serait moins rude.

Forte expansion budgétaire en 2020

Selon les dernières prévisions de la Commission européenne⁴, le déficit public en zone euro devrait très sensiblement se dégrader pour atteindre -8,5% du PIB en 2020 après -0,6% en 2019. Le solde public de la zone euro était en quasi-constante amélioration depuis 2010-2011 et la crise des dettes souveraines ; le solde public primaire (c'est-à-dire corrigé des charges d'intérêt) est même excédentaire depuis 2014.

La dynamique du déficit public de la zone euro en 2020 reflète le jeu des stabilisateurs automatiques et des mesures budgétaires directes adoptées par les gouvernements dont nous avons parlé dans la partie précédente. Le déficit est quasi-essentiellement affecté par l'évolution des dépenses publiques. Le ratio de dépenses publiques sur le PIB progresserait nettement, de 8 points de PIB (à 55,2% du PIB) sous l'effet des mesures discrétionnaires prises et de la contraction du PIB nominal. Les prestations sociales (en espèces) seraient en hausse sensible (en lien notamment avec les mesures d'activité partielle) tout comme la consommation publique et les subventions. L'investissement public ne progresserait que légèrement. Enfin, le taux de prélèvements obligatoires (prélèvements obligatoires/PIB) serait quasiment stable.

Dans un contexte de chute de l'activité plus marquée, la hausse du ratio de dépenses publiques sur PIB devrait être également plus prononcée aujourd'hui qu'elle ne l'a été lors de la crise de 2008-2009. Ce constat se vérifie en zone euro (hausse du ratio de 8,1 points en 2020 contre +4,1 points en 2009), mais également dans les États membres, en Italie (+10,4 points contre +3,3), en Allemagne (+8,8 points contre +4,0) et, dans une moindre mesure, en France (+7,2 points contre +3,9).

La politique budgétaire de la zone euro sera très expansionniste en 2020. La variation du solde structurel primaire (corrigé des charges d'intérêt), ou ajustement structurel primaire (cf. encadré), est une mesure souvent utilisée pour déterminer l'impulsion de la politique budgétaire. L'ajustement structurel primaire de la zone euro en 2020 serait de -3,25 points de PIB potentiel selon la Commission européenne.

Cette dynamique d'assouplissement budgétaire apparaît très marquée au regard du passé et partagée par la plupart des pays membres de la zone euro. L'assouplissement de la politique budgétaire en Allemagne et en Italie est particulièrement fort en 2020. Ces deux pays affichent habituellement un excédent structurel primaire, qui devrait donc nettement se dégrader, au moins temporairement.

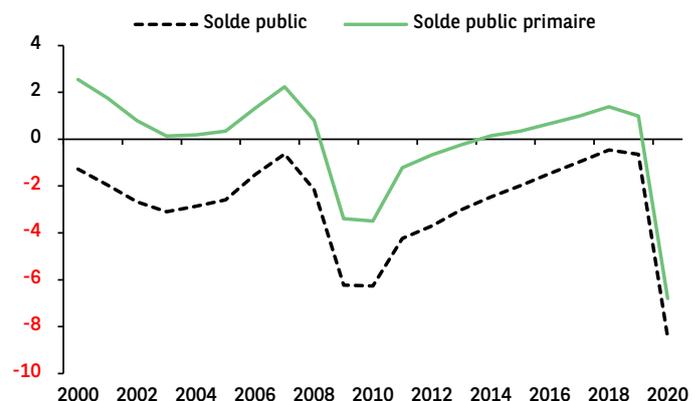
Solde public, solde structurel et ajustement structurel

Le solde des administrations publiques (ou « solde public ») correspond à la différence entre le niveau des recettes publiques et celui des dépenses publiques. Le solde public est constitué d'une composante conjoncturelle (« solde conjoncturel ») et d'une composante sous-jacente (« solde structurel »). La variation du solde conjoncturel est influencée par des facteurs conjoncturels, et habituellement calculée à partir de la position de l'économie dans le cycle (écart de production). Le solde structurel peut alors être obtenu en retranchant le solde conjoncturel du solde public.

Dans le cadre de cet article, c'est davantage la composante structurelle du solde public qui nous intéresse. Plus exactement, la question de la variation du solde structurel, c'est-à-dire l'ajustement structurel, est déterminante car elle définit l'orientation de la politique budgétaire (expansionniste ou non). La variation du solde structurel est constituée d'une composante discrétionnaire (effort structurel) et d'une composante non discrétionnaire :

1. L'effort structurel (ou composante discrétionnaire) se décompose en un effort en recettes et un effort en dépenses. L'effort en recettes est estimé à partir des mesures nouvelles en prélèvements obligatoires (impôts et cotisations sociales) décidées par les administrations publiques. L'effort en dépenses compare la variation effective des dépenses publiques à une situation de référence, dite « contrefactuelle ». Souvent, est retenue comme situation de référence la croissance potentielle. L'effort en dépenses dépend donc du différentiel de croissance entre les dépenses publiques et la croissance potentielle. Si les dépenses publiques augmentent plus vite que le PIB potentiel, les finances publiques se dégradent.
2. La composante non discrétionnaire recouvre les recettes publiques hors prélèvements obligatoires (dividendes par exemple) ainsi que des effets d'élasticité des prélèvements obligatoires par rapport au PIB.

ZONE EURO : SOLDE PUBLIC ET SOLDE PUBLIC PRIMAIRE (% DU PIB)

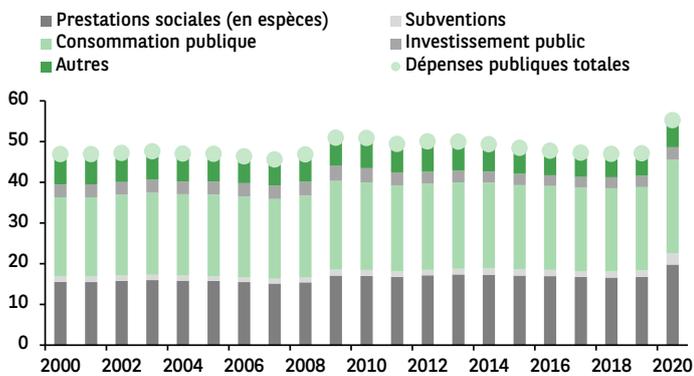


GRAPHIQUE 4

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

⁴ European Economic Forecast, Spring 2020, Commission européenne, mai 2020

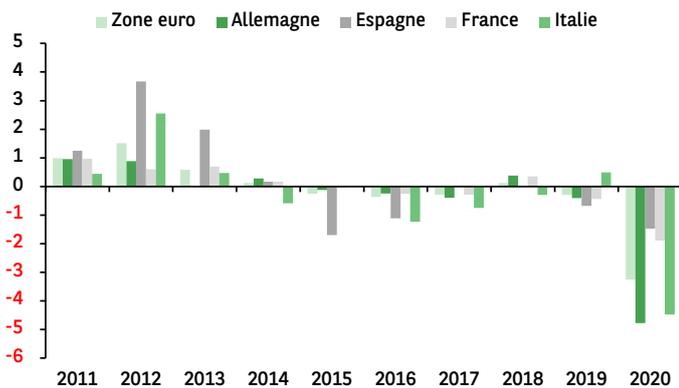
ZONE EURO : ÉVOLUTION DU RATIO DÉPENSES PUBLIQUES SUR PIB ET CONTRIBUTIONS



GRAPHIQUE 5

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

VARIATION DU SOLDE STRUCTUREL PRIMAIRE (EN PT DE PIB POTENTIEL)



GRAPHIQUE 6

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

... combinée à une réaction européenne longtemps attendue

Une réponse initiale encourageante

L'Europe semble aujourd'hui davantage proactive et contracyclique qu'elle ne l'était par le passé. Trop contraintes par les règles budgétaires européennes, les finances publiques des États membres n'ont rempli pleinement leur fonction de stabilisation macroéconomique lors des crises précédentes. Au lendemain de la crise des dettes souveraines par exemple, la politique budgétaire de nombreux pays, en particulier ceux contraints par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), a été restrictive au regard de leur situation économique encore dégradée⁵.

5 A. Bénassy-Quéré et al., *Quelle union budgétaire pour la zone euro ?*, Conseil d'Analyse Économique, Février 2016

6 Le volet préventif du PSC concerne la trajectoire de déficit budgétaire structurel (Objectif à Moyen Terme, OMT) tandis que le volet correctif prévoit l'adoption de mesures en cas de dépassement des valeurs de référence pour la dette et le déficit public (60% du PIB et 3% du PIB).

7 Ces mesures ont par la suite été approuvées par le Conseil européen.

8 J. Creel et al., *Les milliards comme s'il en pleuvait*, OFCE Le Blog, avril 2020

Un resserrement budgétaire trop rapide pèse longtemps sur la dynamique de l'activité et limite tout rattrapage. Cette situation devra être évitée au lendemain de la crise du Covid-19.

La réaction européenne dans la crise actuelle marque à ce titre une évolution certaine. D'abord, les règles budgétaires ont été assouplies. Les ministres des Finances, avec la Commission européenne (CE), ont décidé que les conditions relatives à la « clause de sauvegarde générale » (*general escape clause*) étaient remplies. Cette clause permet de dévier de certaines limites fixées par les volets préventif et correctif⁶ du PSC en cas, notamment, de retournement économique sévère dans l'Union européenne (UE) ou en zone euro. Cette plus grande flexibilité des règles budgétaires européennes est une nécessité compte tenu du choc économique causé par la pandémie. Une hausse sensible de la dette publique est anticipée (elle devrait atteindre 102,7% du PIB en zone euro en 2020 après 86% en 2019), mais les risques à court terme en termes de remontée des taux longs et d'écartement des spreads par rapport à l'Allemagne sont atténués par la réponse massive apportée par la Banque centrale européenne (BCE). Dans la foulée de cette décision relative à la clause de sauvegarde générale, une proposition d'investissement de l'ordre de EUR 32 mds (dans le cadre du budget de l'Union européenne), visant à répondre aux conséquences économiques de la pandémie, a été approuvée par le Parlement européen et mise en œuvre tout début avril. Ce montant est relativement faible (0,2% du PIB de 2019 de l'UE) et ce début de réponse européenne apparaissait timide. La réunion de l'Eurogroupe (les ministres des Finances des États membres de la zone euro) du 9 avril a apporté de nouveaux éléments encourageants et avancé de multiples instruments pour répondre à la crise.

Les instruments additionnels proposés par l'Eurogroupe⁷ pour faire face à la crise, d'un montant de EUR 540 mds (soit environ 4,5% du PIB de la zone euro), sont de nature différentes mais ciblent globalement les conséquences de la crise actuelle, ciblage à même d'éviter des questions d'aléa moral et, ainsi, le blocage par certains États membres. D'abord, une ligne budgétaire (*Pandemic Crisis Support*), dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité (MES) et spécifiquement consacrée à la gestion de la crise du Covid-19, est activée. Cette ligne, sans conditionnalité stricte - ce point est essentiel -, s'élèverait à EUR 240 mds (ce qui, pour chaque État, correspond à 2% du PIB).

L'efficacité de cette mesure reste incertaine et dépendra du taux de recours des États membres à cette ligne de prêt. Le recours sera d'autant plus important que le différentiel de taux entre ceux du marché et ceux proposés par le MES est important⁸. Le recours au MES est intéressant pour un État si cet écart de taux est positif. Par ailleurs, les prêts octroyés dans le cadre de cette ligne auraient une maturité moyenne de maximum de 10 ans, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que cette ligne est explicitement liée au Covid-19.

Parmi les autres éléments marquants proposés par l'Eurogroupe, on retrouve la mise en place, temporaire, du dispositif SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). Il s'agit d'une assistance financière le temps de la crise sous forme de prêts accordés par l'Union européenne aux États membres à des conditions favorables. Ces prêts visent à répondre à la hausse du chômage et au recours accru aux dispositifs d'activité partielle et, ainsi, aux transferts sociaux afférents. Le montant global est de l'ordre de EUR 100 mds, au maximum issu du budget de l'UE. Comme indiqué par la Commission

européenne, cet instrument temporaire peut être considéré comme un mécanisme d'urgence de réassurance chômage au niveau européen pour répondre à la crise actuelle⁹. Il s'agit donc d'une avancée intéressante vers une plus forte solidarité en Europe. Cette avancée ne doit toutefois pas dispenser les dirigeants européens de réfléchir à un véritable mécanisme supranational de stabilisation automatique¹⁰. Le montant alloué à ce programme, EUR 100 mds, est crucial. Ce montant, s'il apparaissait suffisant pour répondre à la détérioration massive et brutale du marché du travail pendant la période de confinement, pourrait nécessiter d'être augmenté post-confinement pour assurer une reprise robuste. La hausse du chômage dans les prochains mois est en effet inévitable.

Enfin, la réunion d'avril de l'Eurogroupe a renforcé le rôle de la Banque européenne d'investissement (BEI), via la création d'un bouclier paneuropéen pour garantir EUR 200 milliards de prêts, en particulier aux petites et moyennes entreprises (PME). La chute de la demande adressée à certaines entreprises, sans forcément créer un risque de solvabilité, conduit à une hausse des besoins de liquidité auxquels ne peuvent répondre les banques, elles-mêmes sous pression. Le maintien de ces entreprises, et donc de capacités productives, est essentiel au rebond économique et au potentiel de production à moyen terme.

Émission de dette européenne : une avancée remarquable

Après l'accord de principe trouvé par les chefs d'États et de gouvernements lors du Conseil européen du 23 avril 2020, la Commission européenne a formulé ses propositions concernant le futur fonds de relance (*Recovery Fund*). Ce fonds serait doté de EUR 750 mds, soit un montant supérieur à celui proposé par la chancelière allemande, Angela Merkel et le président français, Emmanuel Macron. Il s'agit d'une avancée remarquable qui va au-delà du budget européen, celui-ci ne tenant pas compte de l'état de la conjoncture économique. Le financement du fonds est basé sur une émission de dette sur les marchés financiers au nom de l'Union européenne plutôt que sur une contribution additionnelle des États membres. Cette dette collective sera souscrite sur une longue maturité. Le plan global comprend une part conséquente de transferts (EUR 500 mds), soit environ 3,5% du PIB de l'UE à 27 pays. Ces transferts seront versés au cours des premières années du prochain budget de l'UE, entre 2021 et 2024, et ne devront pas être remboursés individuellement. Les EUR 250 mds restants seront distribués sous forme de prêts aux États membres. Les fonds mobilisés seront investis selon trois piliers : 1/ soutien aux États membres en matière d'investissements et de réformes ; 2/ relance de l'économie de l'Union en soutenant la solvabilité des entreprises et en stimulant l'investissement privé ; 3/ initiatives en matière de santé. Cette proposition est ambitieuse par la priorité donnée à la préparation de l'avenir, c'est-à-dire à la transition vers la neutralité climatique et la transition numérique. Les investissements bien fléchés d'aujourd'hui auront pour effet de soutenir la croissance à court terme mais aussi de mieux préparer l'UE à faire face aux défis à venir. L'accès au financement est laissé à l'initiative de chaque État membre, c'est-à-dire à leur libre arbitre. Chaque État membre devra présenter un plan national « pour la reprise et la résilience », compatible avec les stratégies à long terme de l'UE, et définir des étapes en vue d'atteindre les objectifs fixés.

Après examen de ces plans avec la Commission dans le cadre du Semestre européen, les États membres auront accès à un financement. Cette proposition de fonds de relance, si elle est acceptée par l'ensemble des autres États membres, ne fera pas de l'Europe une union budgétaire. Elle envoie toutefois un signal favorable aux investisseurs : l'Europe est capable d'apporter une réponse commune en cas de crise économique sévère¹¹. Les négociations s'annoncent difficiles, certains pays ayant déjà fait entendre leur réserve concernant cet instrument. L'Autriche, le Danemark, les Pays-Bas et la Suède ont indiqué qu'ils n'accepteraient pas de mesures qui impliqueraient une mutualisation de dette et une hausse substantielle du budget européen. Il est difficile d'imaginer un échec mais comme un accord est nécessaire à l'unanimité, les négociations risquent d'être longues et il faut espérer qu'elles ne conduisent pas à une nette dilution de l'impact économique du plan.

L'épidémie semble être davantage sous contrôle dans de nombreux pays européens. Les conséquences économiques sont, de leur côté, toujours incertaines, et la plupart des analyses tablent désormais sur un rebond de l'activité sensiblement plus timide qu'anticipé. Jusqu'ici le soutien apporté par l'Europe et les gouvernements a été à la hauteur de l'ampleur de la crise. Rien n'est joué cependant. Le risque de voir une hausse marquée du chômage et des faillites d'entreprises est particulièrement fort, des plans de relance nationaux ambitieux sont dans ce contexte attendus rapidement. Au niveau européen, la proposition de Recovery Fund devra également être matérialisée et mise en œuvre, sans attendre.

Achévé de rédiger le 15 juin 2020

louis.boisset@bnpparibas.com

⁹ Règlement du Conseil, portant création d'un instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE) à la suite de la pandémie de COVID-19, Commission européenne, avril 2020
¹⁰ F. Vandenbroucke et al., The European Commission's SURE initiative and euro area unemployment re-insurance, avril 2020
¹¹ C. Odendahl et al., The recovery fund faces a tricky passage, Centre for European Reform, juin 2020



BANQUES AMÉRICAINES : RATIOS DE LEVIER SOUS PRESSION

7

Les mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité des entreprises et des marchés, engagées par les autorités américaines en réponse à la crise liée à la pandémie de Covid-19, ont conduit à un élargissement sensible des bilans bancaires. Or, les régulateurs ont, depuis la grande crise financière de 2007-2008, nettement durci les contraintes de bilan. Craignant que les exigences de levier n'entraient la capacité des banques à financer l'économie et à soutenir le bon fonctionnement des marchés, ils les ont provisoirement assouplies. Toutefois, la Réserve fédérale ne devrait pas engager de cure d'amaigrissement, susceptible d'entraîner à son tour une réduction des bilans bancaires, avant plusieurs années (et sans doute pas avant la fin de la période d'assouplissement des normes). Dès lors, il n'est pas exclu que la contrainte associée au ratio de levier resurgisse aussi rapidement qu'elle avait disparu.

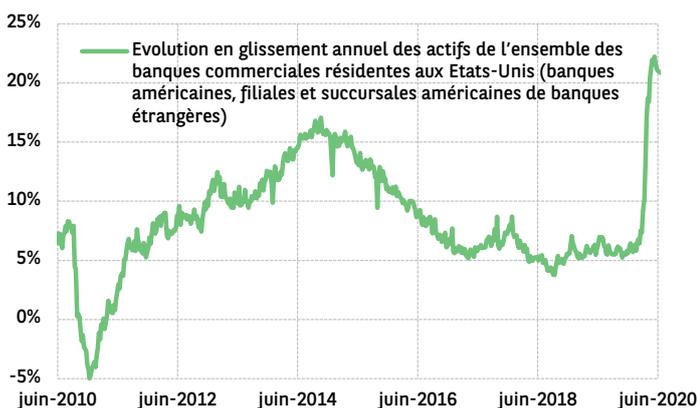
L'économie américaine traverse sa plus grave crise depuis plus de 70 ans. D'après les premières estimations, le PIB pourrait s'être contracté de 15% (en variations trimestrielles) au deuxième trimestre 2020 après -1,3% au premier trimestre. Afin d'atténuer les conséquences économiques de la pandémie de Covid-19, le Trésor et la Réserve fédérale (Fed) ont pris d'importantes décisions en matière budgétaire, monétaire et réglementaire depuis la mi-mars. Des dispositifs exceptionnels de soutien à la liquidité des entreprises et des marchés ont notamment été mis en place. Or, ces mesures ont provoqué une forte dégradation des leviers d'endettement¹ des banques américaines.

De fait, depuis la mi-mars, leurs bilans se sont sensiblement élargis (graphique 1). Les tirages sur les engagements confirmés de crédit (inscrits au hors-bilan avant décaissement) et l'octroi de prêts garantis dans le cadre du programme *Paycheck Protection Program* (PPP)² ont stimulé les encours de crédits inscrits à l'actif des bilans bancaires. Qu'elles aient joué le rôle d'intermédiaires, de contreparties directes ou de banques correspondantes, les banques américaines ont, en outre, vu leur stock de réserves en banque centrale s'accroître considérablement suite aux mesures de politique monétaire prises

par la Réserve fédérale (achats de titres, prêts d'urgence, dispositifs spécifiques de refinancement, *swaps* de liquidités avec des banques centrales étrangères). Enfin, le nouvel élargissement des inventaires de titres du Trésor de leurs filiales spécialisées (*primary dealers*) a également concouru à la croissance de leurs comptes consolidés. Or, si les prêts garantis par l'État fédéral (prêts PPP), comme les réserves auprès de la Fed et les titres du Trésor américain sont assortis d'une pondération en risque nulle (pour le calcul des ratios de fonds propres pondérés des risques), ils comptent à part entière dans le calcul de l'exposition au titre du levier (dénominateur du ratio de levier³).

Craignant que les exigences de levier n'entraient les capacités d'intermédiation du crédit et d'animation du marché des *Treasuries* des établissements bancaires, les régulateurs les ont temporairement assouplies. Pendant un an, les réserves des banques auprès de la Réserve fédérale et les titres du Trésor, mobilisés en garantie ou non, pourront être déduits du dénominateur du ratio de levier des grandes *holdings* bancaires et institutions de dépôt. L'absence de perspective de réduction notable du bilan de la Réserve fédérale à court terme et, mécaniquement, des réserves en banque centrale, pourrait toutefois contraindre les régulateurs à autoriser leur exclusion de l'« exposition levier » pour une période prolongée.

UNE CROISSANCE RAPIDE DES BILANS BANCAIRES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : RÉSERVE FÉDÉRALE (H.8)

Relâchement des contraintes de bilan

Les contraintes de levier aux Etats-Unis

Aux États-Unis, plusieurs normes de levier coexistent.

L'ensemble des établissements bancaires sont soumis à une norme de levier simple qui rapporte les fonds propres de base (*capital Tier 1*) aux actifs bilanciaux moyens. L'exigence minimale est fixée à 4%.

Les plus petits établissements de dépôt (ceux dont les actifs consolidés n'excèdent pas USD 10 mds, les *community banks*), qui souhaitent s'affranchir de toute norme de fonds propres calculée à partir des actifs pondérés, se voient imposer une exigence de levier plus sévère⁴, fixée à 9% (*Community Bank Leverage Ratio* ou CBLR)⁵.

Seules les plus grandes banques (celles dont le bilan consolidé excède USD 250 mds ou ayant au moins USD 75 mds d'actifs non bancaires, de dette de marché de court terme ou d'expositions de hors bilan)⁶ sont assujetties, en complément de la norme simple, à la règle de levier bâloise (*Supplementary Leverage Ratio* ou SLR). Celle-ci rapporte le capital Tier 1 à l'exposition totale, qui comprend tous les actifs de

¹ Pour un établissement bancaire, le levier d'endettement correspond au multiple entre la valeur comptable de ses actifs et celle de ses fonds propres.

² Dispositif de prêts aux petites entreprises garantis par l'Etat fédéral via la Small Business Administration. Seule la fraction des prêts PPP mobilisés comme collatéraux dans le cadre de la Paycheck Protection Program Lending Facility (PPPLF) de la Fed est exclue de la mesure du levier.

³ Pour rappel, une telle norme vise à garantir que le montant des avoirs ou engagements d'une banque, indépendamment des risques qui y sont associés, n'excède pas un certain multiple de ses fonds propres. Le ratio de levier est défini comme l'inverse du levier d'endettement, c'est-à-dire comme le rapport des fonds propres aux expositions totales.

⁴ Conformément aux recommandations de la « loi de soutien à la croissance économique, d'allègement réglementaire et de protection du consommateur », promulguée par le président Trump en mai 2018 (section 201 de la loi EGRRCPA).

⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency, Capital simplification for Qualifying Community Banking Organizations, septembre 2019.

⁶ Les règles finales Changes to applicability thresholds for regulatory capital and liquidity requirements et Prudential Standards for Large Bank Holding Companies, Savings and Loan Holding Companies, and Foreign Banking Organizations du 10 octobre 2019 ont modifié les seuils d'application des exigences renforcées de capital et de liquidité.



bilan⁷, conformément aux règles comptables en vigueur (hors dérivés et cessions temporaires de titres, traités à part), et une mesure allégée des engagements de hors-bilan⁸. Les expositions aux dérivés et les cessions temporaires de titres sont comptabilisées pour leurs valeurs brutes ; la compensation de certains postes n'est autorisée que dans des conditions restrictives (cf. encadré). L'exigence minimale SLR est fixée à 3%.

L'exigence SLR des banques spécialisées dans la conservation et la gestion des titres (telles que Bank of New York Mellon, State Street et Northern Trust) a été assouplie en novembre dernier⁹. La nouvelle règle¹⁰, applicable depuis le 1^{er} avril, exclut de la définition de l'exposition de ces établissements au titre du levier (dénominateur du ratio de levier bâlois) une partie de leurs réserves excédentaires détenues en banque centrale¹¹ (l'équivalent de la fraction des dépôts clientèle liée à leur activité de conservation et gestion des titres). Cette exclusion concerne non seulement leurs avoirs auprès de la Fed mais également ceux auprès des banques centrales des autres pays de l'OCDE.

Les huit grandes banques d'importance systémique à l'échelle mondiale (G-SIB) se voient imposer une exigence renforcée sur base consolidée (*enhanced Supplementary Leverage Ratio* ou eSLR, fixée à 5%) comme au niveau de leurs filiales de dépôt (eSLR fixée à 6%)¹².

Les assouplissements introduits depuis mars

Les régulateurs n'ont pas assoupli la norme de levier simple. Le Dodd Frank Act (amendement Collins, section 171) a contraint, de fait, leurs marges de manœuvre en prévoyant que toute nouvelle exigence minimale de fonds propres pondérés ou de levier ne pourrait être inférieure aux « exigences généralement applicables » en vigueur au moment du vote de la loi. En résumé, la loi de juillet 2010 a institué un *floor* permanent à toute nouvelle règle de fonds propres. À défaut d'un vote du Congrès, la norme de levier en vigueur en 2010 (celle qui fixe à 4% le rapport entre le capital *Tier one* et les actifs bilanciaux moyens) ne peut être allégée.

Les trois régulateurs bancaires (Fed, FDIC, OCC) ont toutefois pu neutraliser l'incidence d'une participation à deux dispositifs spécifiques, le *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (MMLF)¹³ et le *Paycheck Protection Program Lending Facility* (PPPLF)¹⁴ mis en place en réponse à la pandémie. En vertu des règles temporaires publiées respectivement les 19 mars¹⁵ et 9 avril¹⁶ 2020, les actifs mobilisés comme garanties, dans le cadre du MMLF, et les prêts PPP apportés en sûreté, dans le cadre de la PPPLF, peuvent être exclus du calcul de l'ensemble des ratios de levier en vigueur aux États-Unis: des actifs consolidés moyens pour le calcul du ratio de levier simple et du CBLR comme de l'exposition aux fins du ratio de levier SLR¹⁷.

⁷ Les éléments exclus du capital Tier 1 au numérateur du ratio (par exemple les participations dans les entités exclues du calcul des fonds propres réglementaires) doivent également être déduits des engagements de bilan au dénominateur.

⁸ La mesure du hors-bilan est allégée en utilisant les facteurs de conversion en équivalent crédit de l'approche standard bâloise, et en y ajoutant un plancher de 10%. Un taux de conversion en équivalent crédit uniforme de 10% est utilisé pour les engagements révocables sans condition.

⁹ Conformément à la section 402 de la loi EGRRCPA.

¹⁰ Department of Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation (2019), Regulatory Capital Rule: Revisions to the Supplementary Leverage Ratio to exclude certain central bank deposits of banking organizations predominantly engaged in custody, safekeeping, and asset servicing activities, Final rule, novembre 2019.

¹¹ L'appréciation des réserves détenues en excès des réserves obligatoires n'a plus cours depuis que la Fed a supprimé l'exigence minimale de réserves dans le cadre de sa politique monétaire le 15 mars dernier (baisse du coefficient de réserves obligatoires effective depuis le 26 mars).

¹² Department of Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation (2014), Regulatory Capital, Revisions to the Supplementary Leverage Ratio, Final rule, septembre 2014.

¹³ Dans le cadre de ce dispositif, la Fed de Boston accorde des prêts garantis aux banques. Les collatéraux mobilisables sont des actifs achetés auprès de fonds monétaires (US *Treasuries*, titres de dette et MBS émis par les agences, ABCP et billets de trésorerie émis par une contrepartie américaine notée *investment grade*, titres de dette émis par des municipalités ou collectivités territoriales). Son terme est prévu le 30 septembre 2020.

¹⁴ Le programme PPPLF permet aux banques d'obtenir des liquidités en contrepartie des prêts octroyés aux petites entreprises dans le cadre du Paycheck Protection Program mis en place par le Cares Act. Le montant principal et la maturité des prêts collatéralisés accordés par la Fed aux établissements coïncident avec ceux des prêts PPP apportés en garantie (qu'ils les aient originés eux-mêmes ou achetés auprès d'autres institutions). Ce dispositif ne fait l'objet d'aucune limite chiffrée ; son terme est prévu le 30 septembre 2020.

¹⁵ Department of Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation (2020), Regulatory Capital Rule: Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, Interim final rule, mars 2020.

¹⁶ Department of Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation (2020), Regulatory Capital Rule: Paycheck Protection Program Lending Facility and Paycheck Protection Program Loans, Interim final rule, avril 2020.

¹⁷ Ces collatéraux peuvent également être exclus du calcul des actifs moyens pondérés calculés en approche standard et/ou en approches avancées.

Le traitement des cessions temporaires de titres pour le calcul de l'« exposition levier »

Le Comité de Bâle a défini l'exposition au titre du levier, dénominateur du ratio de levier bâlois (SLR aux États-Unis), de manière à corriger les écarts de traitement comptable entre IFRS et US GAAP. Les divergences entre normes comptables relatives à la compensation (*netting*) des actifs et passifs financiers se traduisent en effet par des différences notables dans la mesure des tailles de bilan bancaire (pour des opérations identiques) de part et d'autre de l'Atlantique. En US GAAP, la compensation des expositions sur dérivés et celles liées aux opérations de cessions temporaires de titres (prise ou mise en pension, prêt ou emprunt de titres), et donc la comptabilisation d'un solde net au bilan, est en effet plus courante qu'en IFRS.

Dans la règle bâloise (et dans sa traduction en droit américain), la mesure de l'« exposition levier » prévoit un traitement spécifique des opérations de cession temporaire de titres (SFT) : 1/ elle inclut le montant des actifs de SFT bruts enregistrés à des fins comptables mais hors compensation comptable des liquidités à verser et à recevoir ; 2/ en vertu des normes US GAAP, dans le cas d'une opération de prêt/emprunt de titres, les titres mobilisés en qualité de collatéraux par la banque emprunteuse sont comptabilisés au bilan de la banque prêteuse qui obtient le droit de les vendre ou de les réutiliser comme sûretés (ils restent de surcroît comptabilisés au bilan de la banque emprunteuse). La règle bâloise prévoit l'exclusion de la valeur de ces titres « reçus » de l'« exposition levier » de la banque prêteuse à la condition qu'ils n'aient pas été ré-hypothéqués ; 3/ les liquidités à verser et à recevoir au titre de SFT avec la même contrepartie peuvent être mesurées pour leur montant net sous certaines conditions (les transactions ont la même date explicite de règlement final ; le droit de compenser le montant dû demeure, même en cas de défaut, d'insolvabilité et de faillite ; les contreparties ont l'intention de procéder à un règlement net ou simultané) ; 4/ la mesure du levier d'endettement inclut également une mesure du risque de contrepartie associé aux SFT et une mesure de l'exposition lorsque la banque fait fonction d'agent.

En US GAAP, les cessions temporaires de titres sont, le plus généralement, comptabilisées comme des prêts ou emprunts collatéralisés assortis d'un engagement de rachat à terme. En d'autres termes, les titres mobilisés en qualité de collatéraux dans le cadre d'une mise en pension ou d'un emprunt de titres ne sont pas décomptabilisés du bilan de l'emprunteur. L'opération donne lieu au transfert de la propriété juridique des titres apportés en garantie mais pas de leur propriété économique. Une décomptabilisation des titres ne peut intervenir que dans le cas d'un transfert du contrôle effectif des titres (droit sur les flux de revenus associés) ; l'opération est assimilée dans ce cas à une cession nette (vente).

En pratique, dans le cas des grandes banques, la mesure de l'exposition découlant de SFT se limite peu ou prou à la valeur nette enregistrée au bilan conformément aux US GAAP augmentée de la mesure du risque de contrepartie associé, ce qui traduit le fait que les SFT comptabilisées comme des ventes sont probablement marginales et que les conditions de compensation des flux à verser et à recevoir sont le plus généralement remplies.

Le 6 avril dernier, les trois régulateurs bancaires (Fed, FDIC, OCC) ont assoupli la contrainte de levier spécifique aux *community banks*, conformément à la section 4012 du Cares Act promulgué le 27 mars¹⁸. Le seuil minimal du ratio CBLR est abaissé à 8% à compter du deuxième trimestre 2020. Une période de grâce de deux trimestres est par ailleurs accordée aux *community banks* dont le ratio de levier tomberait en deçà de 8% mais resterait supérieur ou égal à 7%. Cet assouplissement demeurera en vigueur jusqu'au 31 décembre 2020 ou jusqu'à la fin de l'état d'urgence dans l'éventualité où elle interviendrait plus tôt. L'exigence sera portée à 8,5% au 1^{er} janvier 2021 puis à 9% en 2022 (son niveau au 1^{er} janvier 2020).

L'exigence de levier bâloise SLR a été assouplie au moyen de deux règles temporaires. En avril dernier, d'abord, la Fed a annoncé une modification provisoire du mode de calcul du ratio de levier SLR pour l'ensemble des *holdings* bancaires américaines¹⁹; la nouvelle méthode de calcul, applicable du 1^{er} avril 2020 au 31 mars 2021, exclut les titres du Trésor et les réserves auprès de la Fed du dénominateur du ratio²⁰. En mai, ensuite, la FDIC et l'OCC se sont associées à la Fed pour étendre la nouvelle méthode de calcul du SLR à l'ensemble des institutions de dépôt présentant des bilans supérieurs à USD 250 mds (banques de catégories dites « II » et « III ») ou filiales d'une GSIB américaine²¹.

Des marges de manœuvre limitées

La dégradation des leviers d'endettement

Les ratios SLR de certains grands groupes bancaires ont accusé un repli au premier trimestre 2020, sur base consolidée et/ou pour leurs principales filiales de dépôt (graphiques 2 et 3).

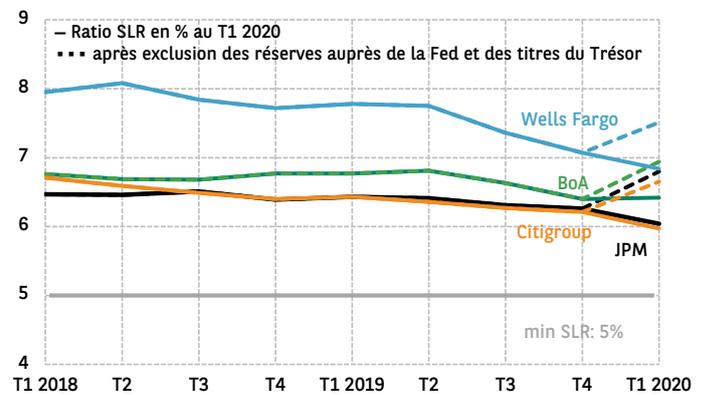
Cette baisse sous-estime toutefois la dégradation des leviers d'endettement. Le dénominateur du ratio SLR est en effet calculé comme la moyenne des positions comptabilisées durant le trimestre : l'exposition totale est la somme de la moyenne quotidienne des expositions bilancielle et de la moyenne des encours de fin de mois des expositions de hors-bilan. La crise liée à la pandémie de Covid-19 n'ayant eu d'effets notables sur les bilans bancaires qu'à partir du mois de mars, l'augmentation des leviers d'endettement n'est pas intégralement reflétée dans les ratios du premier trimestre.

La nouvelle définition de l'exposition totale améliore sensiblement les ratios SLR ...

L'exclusion de la définition de l'exposition totale des réserves auprès de la Fed et des titres du Trésor libère, sans conteste, une quantité non négligeable de fonds propres²² (tableaux 1 et 2).

Le stock agrégé de réserves détenues par l'ensemble des institutions de dépôt auprès de la Fed excède déjà son précédent point haut, atteint à l'issue de QE3 en octobre 2014 (USD 2 820 mds). Alors qu'il s'établissait à USD 1 550 mds en début d'année, l'encours a progressé jusqu'à USD 2 350 mds à la fin du 1^{er} trimestre et atteignait USD 3 260 mds le 3 juin (graphique 4).

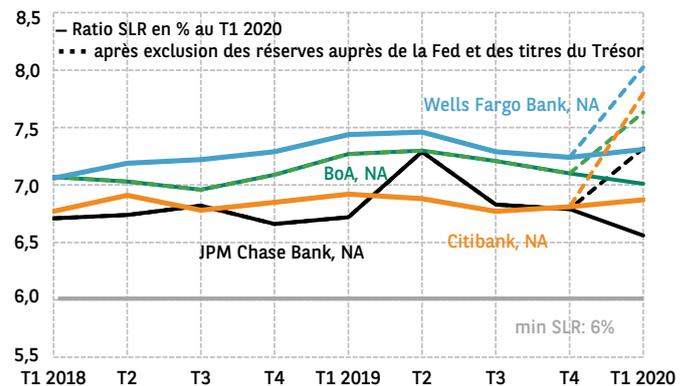
RATIOS SLR DES 4 PLUS GRANDES BANQUES



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FFIEC 101, FR Y-9C, SNL, CALCULS BNP PARIBAS

RATIOS SLR DES 4 PLUS GRANDES INSTITUTIONS DE DÉPÔT



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FFIEC CALL REPORTS, SNL, CALCULS, BNP PARIBAS

La progression des réserves n'en est, en outre, pas à son terme. Toutes choses égales par ailleurs, la poursuite des achats de titres publics de la Fed (QE) et le projet du Trésor de réduire ses avoirs auprès de la Fed (à USD 800 mds contre USD 1 430 mds au 3 juin) devraient accroître d'au moins USD 1 000 mds l'encours des réserves en banque centrale d'ici la fin septembre²³. L'arrivée à échéance des *swaps* de liquidités de la Fed va, certes, mécaniquement détruire une partie des réserves créées²⁴ mais la possible montée en puissance des dispositifs de soutien à l'octroi de crédits aux petites et moyennes entreprises soutiendrait leur évolution.

¹⁸ Department of Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation (2020), Regulatory Capital Rule: Temporary Changes to the Community Bank Leverage Ratio Framework, Interim final rule, avril 2020
¹⁹ Federal Reserve System (2020), Regulatory Capital Rule: Temporary Exclusion of U.S. Treasury Securities and Deposits at Federal Reserve Banks from the Supplementary Leverage Ratio, Interim final rule, avril 2020
²⁰ Elle s'appliquera également pour l'évaluation de la capacité d'absorption des pertes (exigence TLAC) et du recours à la dette de long terme (exigence LTD).
²¹ Department of Treasury, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation (2020), Regulatory Capital Rule: Temporary Exclusion of U.S. Treasury Securities and Deposits at Federal Reserve Banks from the Supplementary Leverage Ratio for Depository Institutions, Interim final rule, mai 2020
²² Uniquement pour les *holdings* et institutions de dépôt pour lesquelles la norme de levier est l'exigence de solvabilité la plus contraignante
²³ En supposant une croissance du bilan de la Fed limitée aux seuls achats de titres publics et la stabilisation de ces derniers à hauteur de USD 100 mds par mois
²⁴ Ces lignes ne devraient, en effet, pas être renouvelées compte tenu de la détente des conditions financières sur les marchés repo, des billets de trésorerie et des FX *swaps*.

L'exclusion des titres du Trésor améliore de manière générale les ratios SLR des institutions de dépôt dont les portefeuilles de *Treasuries* ont eu tendance à grossir au cours des dernières années, comme des *holdings* comptant parmi leurs filiales les principaux *primary dealers* américains (graphique 5). Le relâchement de la contrainte devrait en outre permettre aux *primary dealers* d'« absorber » les émissions massives de titres du Trésor annoncées pour les deuxième et troisième trimestres 2020 afin de financer le plan de soutien à l'économie (près de USD 3 700 mds d'émissions nettes).

... mais offre des marges de manœuvre limitées

Pour diverses raisons, les contraintes de bilan des banques américaines devraient toutefois demeurer fortes : 1/ la règle n'est assouplie que de manière temporaire (jusqu'au 31 mars 2021); 2/ certaines banques pourraient être désincitées à recourir à cette méthode de calcul assouplie car la distribution des dividendes sera alors soumise à l'approbation de leur superviseur; 3/ la règle prévoit explicitement de neutraliser l'effet de cette exclusion pour le calcul de la surcharge G-SIB (en d'autres termes, l'appréciation de l'importance systémique d'une banque demeure fondée sur l'exposition totale, y compris les réserves en banque centrale et les *Treasuries*). Aussi le caractère quasi-immuable²⁵ des réserves créées, à défaut d'une franche réduction du bilan de la Réserve fédérale (peu probable à court terme), pourrait-il finalement contraindre les régulateurs à autoriser leur exclusion du dénominateur du ratio de levier pour une période prolongée.

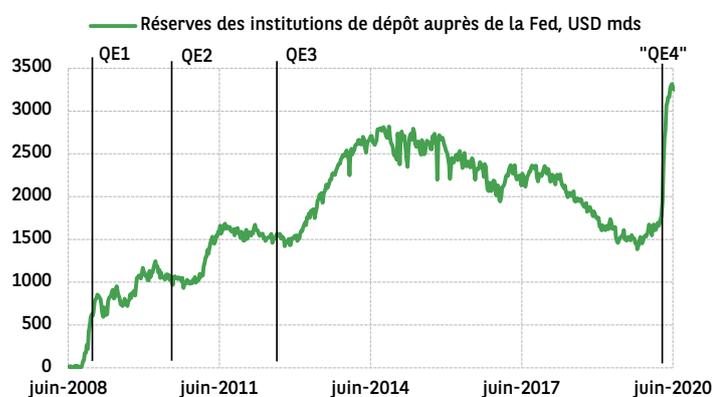
Au cours des prochains mois, les exigences pondérées des risques devraient, en outre, être plus déterminantes pour l'évaluation des besoins en fonds propres en raison de l'augmentation des risques de crédit et de l'introduction du *Stress Capital Buffer*²⁶.

Avec ou sans *repo* ?

La formulation de la seconde règle temporaire (celle du 15 mai) a suscité des interrogations quant au traitement des expositions découlant d'opérations de cession temporaire de titres (*Securities Financing Transactions* ou SFT, soit prêts ou emprunts de titres et mise ou prise en pension de titres, cf. encadré). Certes, les expositions inhérentes aux

²⁵ A l'évolution des facteurs autonomes près

REBOND DES RÉSERVES

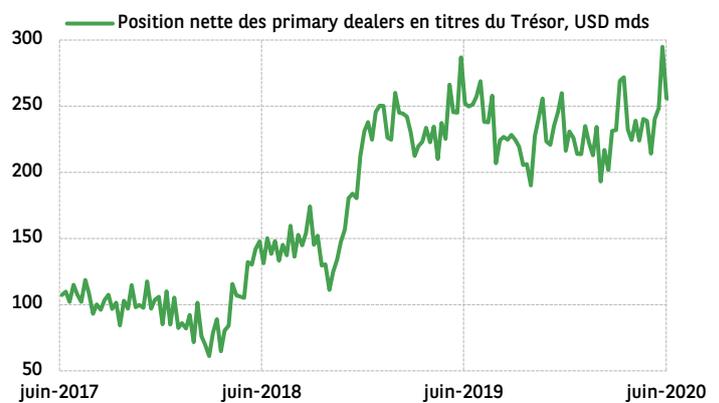


GRAPHIQUE 4

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE (H.4.1)

SFT représentent une part non négligeable de l'« exposition levier » de certaines grandes banques américaines (graphique 6). Leur exclusion permettrait en outre aux *primary dealers* d'absorber plus aisément les abondantes émissions nettes attendues du Trésor : leurs bilans s'accroissent en effet non seulement en raison du gonflement de leurs inventaires de titres, mais également en raison des emprunts *repo* qu'ils souscrivent afin de financer les premiers²⁷.

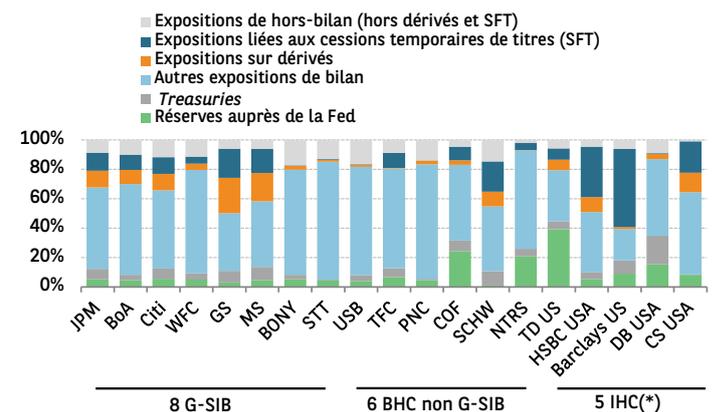
INDIGESTION DE COLLATÉRAL



GRAPHIQUE 5

SOURCE : RÉSERVE FÉDÉRALE DE NEW YORK

VENTILATION DE L'« EXPOSITION LEVIER »



* ventilation non disponible pour UBS Americas Holdings

GRAPHIQUE 6

SOURCES : FFIEC 101, SNL

²⁶ Cette règle, finalisée en février 2020 par la Réserve fédérale, vise à simplifier le cadre réglementaire en réduisant le nombre d'exigences de fonds propres à respecter. Pour cela, un « coussin de fonds propres de sécurité » (SCB) dont le niveau, pour chaque banque, sera fixé chaque année à l'issue des stress tests CCAR, a été créé.
²⁷ Dans le cadre d'une mise en pension de titres (emprunt *repo*), le bilan de l'emprunteur s'accroît : le passif augmente du montant emprunté (sous la forme d'un *repo*), l'actif du montant de liquidités obtenues. Le titre gagé reste inscrit à l'actif du bilan de l'emprunteur (ce dernier conserve la propriété économique du titre).

Dans aucune des deux règles temporaires, toutefois, les régulateurs n'excluent formellement les opérations de SFT²⁸. La seconde règle précise simplement que la valeur totale des titres du Trésor inscrits au bilan peut être exclue de la mesure du levier qu'ils soient, ou non, mobilisés en garantie pour obtenir un financement et même lorsque l'opération conduit à un accroissement de l'effet de levier²⁹.

Le contexte actuel fournit une nouvelle illustration, s'il était besoin, de l'étroite imbrication entre les cadres monétaire et réglementaire. En septembre dernier, l'insuffisance de réserves en banque centrale, au regard des exigences de liquidité alors en vigueur, avait fortement chahuté les marchés *repo* et contraint la Réserve fédérale à ré-élargir son bilan. À présent, l'ampleur des réserves créées par les dispositifs de soutien monétaire déployés amène les régulateurs à relâcher les exigences de levier.

Les modalités de l'assouplissement de la contrainte de levier bâloise ne devraient guère présenter de risques en matière de stabilité financière (seuls des actifs « sûrs » sont exclus de l'« exposition levier »). Son caractère temporaire, le maintien du mode de calcul de la surcharge de capital des banques d'importance systémique et le possible renforcement des exigences de fonds propres pondérés³⁰ écartent a priori le risque que les banques n'accroissent leur exposition à des actifs risqués.

Au cours des prochains mois, les exigences de solvabilité pondérées devraient en outre être plus déterminantes dans l'évaluation des besoins en fonds propres des banques en raison de l'augmentation des risques de crédit (crise économique, nouvelles règles comptables de provisionnement ou *Current Expected Credit Losses*) et de l'entrée en vigueur du *Stress Capital Buffer*³¹.

Achévé de rédiger le 15 juin 2020

celine.choulet@bnpparibas.com

²⁸ A l'occasion de la première règle, les régulateurs interrogeaient explicitement sur l'opportunité d'exclure les SFT du calcul de l'« exposition levier » tandis que dans la seconde règle, ils interrogeaient sur le type spécifique de SFT à exclure.

²⁹ La règle du 15 mai précise que l'exclusion des *Treasuries* vaut pour les titres « reçus » par la banque prêteuse dans le cadre d'un prêt/emprunt de titres même lorsque ces titres ont été réutilisés comme collatéraux.

³⁰ L'entrée en vigueur du *Stress Capital Buffer* pourrait se traduire par une augmentation des exigences de solvabilité des banques G-SIB d'après la Fed.

³¹ Voir note 26



ESTIMATION DES RATIOS DE LEVIER SLR DES HOLDING COMPANIES APRÈS ASSOUPLEMENT

Données au T1 2020	Tier 1 capital, mds USD	Exposition totale, mds USD	Ratio SLR %	Amélioration du ratio SLR en points de base permise par l'exclusion des :		Ratio SLR après ex- clusion des réserves auprès de la Fed et des titres du Trésor, %	Exigence réglementaire SLR, %
				Réserves auprès de la Fed ^(*) ^(**)	Portefeuilles de Treasuries ^(*) ^(***)		
JP Morgan (BHC)	213,4	3535,8	6,04	29	47	6,80	5,0
Bank of America (BHC)	191,5	2984,1	6,42	26	26	6,49	5,0
Citigroup (BHC)	154,3	2585,7	5,97	27	41	6,65	5,0
Wells Fargo (BHC)	154,3	2256,3	6,84	36	31	7,51	5,0
Goldman Sachs (BHC)	85,6	1438,9	5,95	23	58	6,77	5,0
Morgan Stanley (BHC)	73,9	1185,7	6,23	23	63	7,10	5,0
US Bancorp (BHC)	42,7	604,8	7,05	25	23	7,53	3,0
Truist Financial (BHC)	41,0	525,7	7,80	36	4	8,20	3,0
PNC Financial (BHC)	38,1	481,1	7,93	38	33	8,64	3,0
TD Group US (IHC)	37,4	445,8	8,39	65	56	9,61	3,0
Capital One (BHC)	41,5	440,1	9,42	33	9	9,84	3,0
Bank of New York Mellon (BHC)	21,9	392,8	5,58	145	55	7,58	5,0
HSBC North America (IHC)	19,6	367,1	5,35	5	59	5,99	3,0
Charles Schwab (BHC)	21,0	310,3	6,76	125	34	8,35	3,0
State Street (BHC)	14,6	270,3	5,40	190	33	7,63	5,0
Barclays US LLC (IHC)	16,9	213,0	7,95	47	42	8,85	3,0
DB USA Corp. (IHC)	14,2	152,7	9,31	101	103	11,35	3,0
Northern Trust (BHC)	10,0	138,3	7,24	140	27	8,91	3,0
Credit Suisse Holdings (IHC)	16,9	137,5	12,26	110	4	13,40	3,0
UBS Americas Holdings (IHC)	15,0	135,5	11,10	66	86	12,61	3,0
20 Holding Companies	1223,8	18601,6	6,58	37	41	7,36	
dont 8 G-SIB	909,5	14649,7	6,21	34	41	6,96	5,0
dont 6 BHC non G-SIB	194,2	2500,4	7,77	50	21	8,47	3,0
dont 6 IHC	120,1	1451,6	8,27	49	62	9,39	3,0

BHC : Bank Holding Companies ; IHC : Intermediate Holding Companies (filiales américaines de banques étrangères) ; G-SIB : Banques d'importance systémique au niveau global ; (*) moyenne des données au 31 déc. 2019 et 31 mars 2020 ; (**) y compris réserves auprès des autres banques centrales des pays de l'OCDE pour BONY et State Street ; (***) somme des encours de Treasuries inscrits au bilan : détenus jusqu'à échéance (HTM, au coût amorti), disponibles à la vente (AFS, à la fair value) et détenus à des fins de transaction.

TABLEAU 1

SOURCES : FFIEC 101, FR Y-9C, SNL, CALCULS BNP PARIBAS



ESTIMATION DES RATIOS DE LEVIER SLR DES PRINCIPALES INSTITUTIONS DE DÉPÔT APRÈS ASSOULISSEMENT

Données au T1 2020	Tier 1 capital, mds USD	Exposition totale, mds USD	Ratio SLR %	Amélioration du ratio SLR en points de base permise par l'exclusion des :		Ratio SLR après exclusion des ré- serves auprès de la Fed et des titres du Trésor, %	Exigence réglementaire SLR, %
				Réserves auprès de la Fed(*)	Portefeuilles de Treasuries(*)(**)		
JP Morgan Chase Bank, NA	204,7	3118,2	6,56	36	39	7,32	6,0
Bank of America, NA	153,1	2183,1	7,01	37	25	7,63	6,0
Wells Fargo Bank, NA	147,5	2017,5	7,31	42	29	8,03	6,0
Citibank, NA	136,9	1994,2	6,87	42	51	7,80	6,0
US Bank, NA	41,8	593,8	7,05	25	21	7,51	3,0
Truist Bank	39,6	507,7	7,80	37	4	8,21	3,0
PNC Bank, NA	31,7	469,3	6,75	33	29	7,37	3,0
Goldman Sachs Bank USA	29,8	425,7	6,99	87	90	8,76	6,0
The Bank of New York Mel- lon	20,4	326,8	6,24	187	244	8,34	6,0
State Street Bank	17,3	266,8	6,50	262	203	9,04	6,0
HSBC Bank USA, NA	20,3	254,9	7,97	50	90	9,37	3,0
Charles Schwab Bank	15,4	229,0	6,73	128	4	8,05	3,0
Morgan Stanley Bank, NA	16,8	192,4	8,75	135	144	11,54	6,0
Ally Bank	16,4	166,5	9,87	26	6	10,18	3,0
Capital One Bank, NA	17,4	149,8	11,63	18	7	11,89	3,0
Northern Trust Company	9,3	137,7	6,76	154	25	8,56	3,0
Barclays Bank Delaware	5,0	42,2	11,85	138	0	13,23	3,0
TD Bank USA, NA	3,0	25,8	11,47	607	117	18,71	3,0

(*) moyenne des données au 31 déc. 2019 et 31 mars 2020 ; (**) somme des encours de Treasuries inscrits au bilan : détenus jusqu'à échéance (HTM, au coût amorti), disponibles à la vente (AFS, à la fair value) et détenus à des fins de transaction.

TABLEAU 2

SOURCES : FFIEC CALL REPORTS, SNL, CALCULS BNP PARIBAS



William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable - Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32

jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France - Marché du travail

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91

louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50

laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac

Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71

michel.bernardini@bnpparibas.com





CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ? La réponse dans vos deux minutes d'économie



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés et afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>
© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page linkedin des études économiques

OU TWITTER
voir la page twitter des études économiques

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet :

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change