
EN TEMPS RÉEL

les cahiers

L'Union bancaire, un succès européen

Nicolas Véron

Septembre 2014

Table des matières

Introduction	3
I - Nationalisme bancaire et intégration financière.....	5
L'omission Maastrichtienne	6
Intégration financière et montée du risque systémique	8
Le début de la crise et l'asymétrie euro-américaine.....	11
Le cercle vicieux entre banques et Etats.....	17
II - Le tournant du 29 juin 2012.....	20
Glissements tectoniques	21
Le point de décision.....	26
La contagion positive.....	32
III - La mise en œuvre.....	36
Une union incomplète.....	37
La traduction législative	41
La revue des bilans	49
IV - Les conséquences structurelles	63
1. Une supervision plus rigoureuse.	64
2. Une transparence renforcée.	66
4. De nouvelles initiatives d'harmonisation.....	69
5. Une érosion de la répression financière.....	71
6. Des consolidations transfrontalières.....	71
7. Une diversité accrue du système financier.	73
8. Une extension à certaines entreprises financières non bancaires.	74
9. Une transformation de la géographie financière européenne.....	75
10. Une représentation externe renouvelée.	76
Conclusion.....	80

Introduction

Née de la crise qui affecte l'Europe depuis plus de sept ans, l'union bancaire a toutes les apparences d'un sujet obscur. La lecture la plus répandue de cette crise dans le grand public a été budgétaire et fiscale plutôt que bancaire : les comptes publics frauduleux en Grèce, les programmes d'assistance de la « Troïka »¹ aux Etats de la périphérie de la zone euro, le dérapage des marchés de dette souveraine en 2011-12 et leur rétablissement progressif depuis l'annonce par Mario Draghi du programme OMT² en juillet 2012. Si l'union bancaire a suscité l'attention, ce fut le plus souvent pour souligner son caractère incomplet : le Royaume-Uni et plusieurs autres Etats membres de l'UE n'y participent pas ; les banques locales allemandes ont été exemptées du champ de surveillance directe de la BCE ; le nouveau mécanisme de résolution des crises bancaires est un hybride national-européen bancal, le fonds d'intervention créé à cet effet est manifestement sous-dimensionné, et aucune garantie européenne des dépôts n'est envisagée pour le moment. La technicité et la complexité du sujet sont rebutantes, et la prolifération de jargon et d'acronymes qui le caractérise ne fait qu'accentuer son caractère hermétique pour le public³. Par ailleurs, et en France plus encore qu'ailleurs, l'aversion vis-à-vis du monde financier dans son ensemble rend peu plausible l'idée qu'une réforme centrée sur le secteur

¹ Composée de la Banque centrale européenne (BCE), de la Commission européenne et du Fonds monétaire international (FMI)

² *Outright Monetary Transactions*

³ Le texte de ce cahier est atteint du même mal, en dépit des efforts de l'auteur. Une liste des acronymes utilisés figure en fin de cahier.

bancaire sans inclure le mot « répression » ou « sanction » puisse contribuer positivement au bien-être des populations.

Mais les apparences sont trompeuses. Les banques sont au cœur de la crise européenne et l'ont été depuis le tout début. Contrairement à un préjugé tenace, la « crise des subprimes » importée des Etats-Unis en 2007-08 et la « crise de la zone euro » depuis 2010 forment une seule et unique séquence sans interruption, parce que le secteur bancaire européen était resté en situation de fragilité systémique dès avant que les ennuis commencent en Grèce fin 2009. Cette fragilité est restée le point focal des inquiétudes des investisseurs, même si d'autres dimensions se sont naturellement développées au fil des années. En positif, un sommet bruxellois achevé au petit matin du 29 juin 2012 mérite d'être reconnu comme l'épisode politique central de la séquence de crise, le recul du temps n'ayant fait que rendre plus incontestable son importance historique. L'union bancaire, dont ce sommet de rupture marque la naissance, est de loin la principale réforme structurelle au niveau européen depuis au moins une décennie, en dépit de son caractère encore inachevé. Sa promesse de rétablir une allocation normale du crédit, après sept ans de dysfonctionnements, est en voie d'être remplie. De l'union bancaire découlent aussi d'autres développements structurels en cascade, économiques et politiques, dont la plus grande partie reste à venir.

La présente note ne peut prétendre à l'exhaustivité sur un sujet aussi riche. Elle tente d'expliquer la décision du 29 juin 2012 et sa généalogie avant et pendant la crise, de dresser un bilan d'étape de sa mise en œuvre, et d'identifier quelques-unes de ses conséquences probables à venir. En se concentrant sur les enjeux bancaires, elle propose aussi en filigrane une lecture alternative

de la crise européenne, peut-être moins négative que la plupart des récits dominants : celle d'une Union capable d'innover institutionnellement ; dans laquelle les intérêts particuliers, nationaux ou financiers, n'emportent pas toujours la décision au détriment du bien commun ; dans laquelle, en un mot, le progrès est possible et le pire n'est pas toujours sûr.

Il va de soi que l'union bancaire, même dans les scénarios les plus optimistes, ne peut pas résoudre tous les problèmes de l'Europe, ni garantir à elle seule la pérennité de la zone euro. Mais il n'est pas exclu que son succès, même s'il se révèle imparfait et limité, puisse servir d'inspiration pour des avancées utiles dans d'autres domaines de la vie collective des Européens.

I - Nationalisme bancaire et intégration financière

L'expression « union bancaire » est utilisée ici comme signifiant le transfert des instruments de politique publique relatifs au secteur bancaire du niveau national au niveau européen. Si l'expression est récente⁴, le concept, lui, n'est guère nouveau – mais sa traduction en actes a longtemps été empêchée par une

⁴ L'auteur a commencé à utiliser l'expression « union bancaire » en décembre 2011 en réponse à une suggestion de Maarten Verwey à la Commission Européenne, se référant à son emploi lors d'une conférence quelques semaines plus tôt par un expert non (encore) identifié. Le terme s'est répandu rapidement dans les cercles de décision publique de l'UE au début du printemps 2012, et a été officialisé dans une déclaration formelle du Conseil européen en juin 2013, un an après la décision clé du 29 juin 2012.

combinaison de facteurs qu'il est indispensable d'analyser pour comprendre l'union bancaire elle-même.

L'omission Maastrichtienne

Depuis les années 1970, la réglementation bancaire avait fait l'objet d'une harmonisation partielle au niveau européen dans le cadre du marché commun puis du marché unique. Au moment de la discussion du traité de Maastricht, de nombreux analystes ont observé l'incomplétude d'une union monétaire qui n'inclurait pas une supervision bancaire centralisée.

Néanmoins, les négociateurs de Maastricht se sont heurtés à de puissantes barrières politiques que l'on peut résumer comme relevant du « nationalisme bancaire » - la conception, solidement ancrée dans la plupart des pays d'Europe occidentale comme ailleurs dans le monde, d'une relation particulière entre l'Etat et les banques qui justifie de considérer les politiques publiques relatives au secteur bancaire comme un enjeu clé de souveraineté nationale.

Le nationalisme bancaire peut être considéré comme une variante du phénomène plus général de « nationalisme économique » dont découlent différents comportements publics de promotion ou de protection des « champions nationaux » regroupés sous le concept élastique de « secteurs stratégiques ». Il présente également des modalités spécifiques à l'activité bancaire : notamment, la mobilisation des banques au service du financement de l'activité gouvernementale (souvent désigné par les économistes comme « répression financière »), et leur mise au service de la « politique industrielle », en les incitant ou en les

forçant à financer certaines entreprises ou certains secteurs privilégiés à des conditions favorables.

Le nationalisme bancaire est typiquement associé à une protection particulière accordée par l'Etat aux banques domestiques, allant jusqu'à la prise en charge de leurs engagements financiers en cas de défaillance au-delà des garanties publiques justifiées par des considérations de protection des déposants et de prévention du risque systémique. Dans le contexte français, l'expansion, les difficultés puis la restructuration du Crédit Lyonnais au début des années 1990 fournissent une illustration exemplaire de ces différentes dynamiques.

En conséquence, le traité de Maastricht a établi une union monétaire sans union bancaire – ni réelle union budgétaire, fiscale, économique ou politique, malgré les intentions exprimées dans le vocabulaire de l'Union Economique et Monétaire, puis le Pacte de Stabilité et de Croissance établi par le Traité d'Amsterdam en 1997. En matière bancaire, Maastricht se limitait à un paragraphe, devenu l'article 127(6) du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, selon lequel « Le Conseil, statuant par voie de règlements conformément à une procédure législative spéciale, à l'unanimité, et après consultation du Parlement européen et de la Banque centrale européenne, peut confier à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de contrôle prudentiel des établissements de crédit et autres établissements financiers, à l'exception des entreprises d'assurances. » En raison notamment de l'exigence d'unanimité, cette clause à la rédaction inélégante n'a toutefois jamais été activée jusqu'en 2010, date de sa

première utilisation dans le règlement établissant un Conseil Européen du Risque Systémique.

Intégration financière et montée du risque systémique

A la suite de son omission dans le texte de Maastricht et dans la quinzaine d'années qui a suivi, la nécessité d'une surveillance prudentielle intégrée au niveau européen et d'une décision centralisée en cas de crise bancaire transfrontalière a continué de faire l'objet de débats d'experts⁵, mais sa traduction institutionnelle s'est limitée pour l'essentiel à la création en 2004 d'une structure de liaison entre autorités prudentielles nationales, le Comité des Superviseurs Bancaires Européens (connu sous l'acronyme CEBS en anglais), sans pouvoirs propres bien que doté d'un secrétariat permanent à Londres.

Dans le même temps, cependant, l'UE a engagé une politique ambitieuse d'intégration de ses marchés financiers et notamment bancaires à travers la réglementation du marché unique, incarnée dans le Plan d'Action pour les Services Financiers adopté en 1999 et mis en œuvre au début des années 2000. Simultanément, la politique européenne de concurrence a été utilisée pour contrer les tendances des Etats membres à décourager les acquisitions transfrontalières de leurs champions bancaires nationaux sous couvert d'arguments prudentiels (cas Champalimaud en 1999) et à accorder à certaines banques publiques des garanties financières exorbitantes (cas des *Landesbanken* allemandes en 2003).

⁵ Quelques références de ce débat pendant les années précédant la crise sont citées dans "Is Europe Ready for a Major Banking Crisis?", une étude de l'auteur publiée par Bruegel en août 2007. Il convient également de noter les prises de position répétées du FMI en faveur de l'intégration des politiques bancaires dans l'UE dans les années 2000.

Ces initiatives européennes se sont combinées avec l'introduction techniquement réussie de la monnaie unique en 1999-2002 et la privatisation au bénéfice d'actionnaires étrangers de nombreuses banques d'Etat en Europe Centrale et Orientale ex-communiste, pour faire apparaître comme inéluctable l'émergence d'un marché bancaire intégré dans lequel les banques des différents pays se retrouveraient en concurrence directe. L'actualité financière y a fait écho, avec en particulier les acquisitions successives de MeritaBank (Finlande) par Nordbanken (Suède, aujourd'hui Nordea) en 1997, de Banque Bruxelles Lambert (Belgique) par ING (Pays-Bas) en 1998, du CCF (France) par HSBC (Royaume-Uni) en 1999, de Bank Austria (Autriche) par HypoVereinsBank (Allemagne) en 2000, d'Abbey (Royaume-Uni) par Santander (Espagne) en 2004, d'HypoVereinsBank (Allemagne) par UniCredit (Italy) en 2005, de BNL (Italie) par BNP Paribas (France) en 2006, puis celle record d'ABN Amro (Pays-Bas) par un consortium formé de Fortis (Belgique), Royal Bank of Scotland (Royaume-Uni) et Santander (Espagne) en 2007.

Ces acquisitions ont eu lieu dans un contexte d'expansion accélérée des bilans des banques européennes, à la suite de l'introduction de l'euro et particulièrement au milieu des années 2000. Le total agrégé des actifs bancaires des banques de l'UE s'est ainsi accru de l'équivalent de 120% du produit intérieur brut européen entre 1998 et 2008, alors que le chiffre équivalent aux Etats-Unis restait inférieur à 40% du PIB américain. Cette expansion était en principe accompagnée d'une augmentation proportionnelle des fonds propres, mais qui s'est révélée être en partie un trompe-l'œil compte tenu des règles favorables de calcul du capital réglementaire associées à l'accord de Bâle II, et

des libertés excessives accordées aux banques européennes en termes de définition des capitaux propres et de pondération des actifs par les risques. En définitive, la suite des évènements depuis 2007 a démontré que le gonflement des bilans bancaires dans les années d'avant-crise avait contribué à une croissance considérable des risques systémiques.

Comment ceci a-t-il pu être permis par les autorités nationales, dites prudentielles, en charge de la prévention de tels risques ? Là encore, la réponse est en grande partie liée au nationalisme bancaire, et plus précisément à un problème d'action collective : dès lors que les banques des différents pays étaient mises en concurrence par la politique européenne d'intégration financière, épaulée dans la zone euro par l'élimination du risque de change, ces autorités ont été incitées à se préoccuper de la position relative de « leurs » banques dans la compétition paneuropéenne, ce qui les a souvent incitées à encourager plutôt qu'à endiguer leur expansion.

Outre l'acquisition d'actifs, dont une part non négligeable aux Etats-Unis, cette course à la taille critique a pris notamment la forme d'une multitude de fusions intra-nationales, bien plus nombreuses que les opérations transfrontalières pendant cette période – en France par exemple les opérations Crédit Agricole-Indosuez et Crédit Agricole-Crédit Lyonnais, BNP-Paribas, Crédit Mutuel-CIC ou Banque Populaire-Caisses d'Epargne, en parallèle à la constitution d'UniCredit et d'Intesa Sanpaolo en Italie, de Grupo Santander et de BBVA en Espagne, ou l'acquisition de NatWest par RBS au Royaume-Uni. La taille critique était perçue dans ce contexte comme un avantage concurrentiel, mais aussi comme une barrière à une acquisition

indésirable, par des « prédateurs » étrangers, des champions nationaux ainsi constitués.

En d'autres termes, les superviseurs nationaux ont laissé pendant cette période des considérations stratégiques éclipser leur mandat prudentiel, à des degrés divers selon les pays, non pas tant par nationalisme bancaire en tant que tel mais plutôt sous la pression combinée de celui-ci et du mouvement vers un marché unique européen des services financiers. Ceci explique en grande partie le caractère particulier pris par la crise ultérieure en Europe : le nationalisme bancaire existe partout dans le monde, mais son association avec une ambition d'intégration financière transfrontalière sans obstacles est spécifique à l'UE.

Le début de la crise et l'asymétrie euro-américaine

Fin juillet 2007, la banque d'affaires américaine Bear Stearns décidait de mettre en faillite des fonds spécialisés dans les créances immobilières américaines « subprime » (liées à des emprunteurs sans preuve de la qualité de leur crédit), précipitant l'intervention des autorités allemandes pour renflouer la banque spécialisée IKB, exposée au risque subprime à travers une entité irlandaise, puis le gel début août par BNP Paribas de certains de ses fonds spécialisés exposés au même risque.

Cet enchaînement, immédiatement suivi par des interventions sans précédent de la BCE et de la Réserve Fédérale américaine sur les marchés européens et américains, est généralement reconnu comme le point de départ de ce qui a rapidement été désigné sous le nom de « crise financière mondiale », plus exactement une crise financière euro-américaine aux

conséquences économiques mondiales. Le déploiement initial de cette crise a été simultané et presque symétrique en Europe et aux Etats-Unis, en dépit du caractère spécifiquement américain du marché immobilier subprime. Comme expliqué plus haut, la raison en est l'exposition considérable des banques européennes aux risques américains et plus généralement internationaux, conséquence de l'expansion immodérée de leurs engagements au cours des années précédentes.

Les épisodes successifs les plus marquants en 2007 et 2008 ont confirmé l'aller-retour permanent entre les deux rives de l'Atlantique : Northern Rock en septembre 2007, Jérôme Kerviel et la Société Générale en janvier 2008, Bear Stearns en mars, puis Fannie Mae et Freddie Mac⁶ et bien sûr Lehman Brothers et AIG en septembre, suivis immédiatement de Fortis, Dexia, Royal Bank of Scotland et des banques islandaises et irlandaises fin septembre et début octobre 2008. Au printemps 2009, le FMI publiait des analyses confirmant que l'Europe et les Etats-Unis étaient exposés à des risques du même ordre de grandeur vis-à-vis du marché immobilier américain. Cependant, si le choc financier initial était à peu près symétrique entre l'Europe et les Etats-Unis, les réponses à ce choc ont été très différentes.

Un résumé simpliste d'une réalité évidemment plus complexe consiste à comparer les deux ensembles en septembre 2009, un an après le paroxysme de la chute de Lehman Brothers. A cette date, il est permis d'affirmer que la crise financière systémique est résolue aux Etats-Unis, à la suite notamment de l'absorption de

⁶ Surnoms habituels de la *Federal National Mortgage Association* et de la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, créées respectivement en 1938 et en 1970 pour faciliter le financement de l'accession à la propriété des ménages américains.

nombreuses grandes banques par leurs concurrents (Merrill Lynch par Bank of America, Bear Stearns et Washington Mutual par JP Morgan Chase, Wachovia par Wells Fargo) puis des tests de résistance (*stress tests*) conduits avec succès par la Réserve Fédérale et les autres autorités nationales américaines au printemps 2009, aboutissant à une recapitalisation des grandes banques les plus fragiles et à un retour de la confiance dans le monde financier. De nombreuses autres banques plus petites ont continué à faire faillite, sans provoquer de désordre systémique, et les conséquences politiques, économiques et sociales de la crise ont continué à réverbérer au cours des années suivantes et jusqu'à ce jour ; mais les fonctions essentielles du secteur bancaire dans le financement de l'économie étaient restaurées.

En Europe, malgré des succès initiaux dans la réaction à la crise, notamment le sommet de l'Élysée du 12 octobre 2008 qui a permis de suspendre au moins temporairement la panique des investisseurs, la situation après un an était bien différente. Les conditions de marché s'étaient calmées, conduisant plus d'un responsable politique à annoncer la fin de la crise, mais bien peu avait été fait au-delà de l'extinction des incendies les plus visibles pour résoudre les problèmes sous-jacents du secteur bancaire. Une série de stress tests avait été conduite à l'été 2009 par les autorités prudentielles nationales coordonnées par le CEBS, mais sans publier les résultats individuels de chaque banque, et donc sans impact sur la confiance des investisseurs. Il était évident dans ce contexte que l'accalmie des marchés ne signalait qu'un répit et non une guérison⁷.

⁷ Adam Posen et Nicolas Véron, "A Solution for Europe's Banking Problem", Bruegel et Peterson Institute, juin 2009

Pourquoi cet échec européen là où les autorités américaines avaient si clairement montré la voie, rendu plus amer encore par le fait que l'étincelle qui avait mis le feu aux poudres était venue des Etats-Unis et non d'Europe ? Là encore, la raison essentielle en est le problème d'action collective résultant de la combinaison toxique entre nationalisme bancaire et intégration financière transfrontalière. Toute autorité qui aurait pris l'initiative pour restructurer « ses » banques fragilisées par la crise s'exposait au risque de les voir devenir des proies d'acquisition transfrontalières, ou du moins perdre des parts de marché, vis-à-vis de banques « zombies » des pays voisins qui continueraient une activité en apparence normale même si leurs bilans présentaient les mêmes fragilités sous-jacentes. En d'autres termes, l'oubli maastrichtien – l'absence d'union bancaire – condamnait les autorités publiques européennes à la paralysie collective, là où les autorités américaines pouvaient engager des actions bien plus vigoureuses pour « tuer les zombies » (fermer les banques non viables, ou susciter leur acquisition par d'autres en meilleure santé), forcer les banques viables mais fragiles à se recapitaliser, et permettre ainsi le retour de la confiance dans le système⁸.

⁸ Un autre facteur d'asymétrie entre l'Europe et les Etats-Unis dans cette comparaison tient à une différence structurelle entre leurs systèmes financiers respectifs : les banques ne représentent qu'une part minoritaire du système financier américain, alors qu'elles sont dominantes dans les systèmes financiers européens, y compris hors zone euro. En conséquence, la restructuration du système bancaire après un choc systémique, qui s'accompagne nécessairement d'une réduction des engagements bancaires (*bank deleveraging*), est nécessairement plus difficile et douloureuse en Europe qu'aux Etats-Unis, en raison de l'absence relative de sources alternatives de crédit qui puissent prendre le relais. On notera toutefois que cette différence n'est pas indépendante des considérations d'économie politique précédemment invoquées, car une raison essentielle de la dominance

L'asymétrie entre l'Europe et les Etats-Unis dans la réponse à la crise a été encore renforcée par les différences essentielles, en termes de cadre juridique mais aussi de comportement des autorités publiques, dans leurs propensions respectives à renflouer les banques en difficulté en faisant appel à l'argent public (*bail-out*). Aux Etats-Unis, à l'exception de Fannie Mae et Freddie Mac qui bénéficiaient d'une garantie publique spécifique, de tels renflouements ont privilégié les institutions bancaires et non bancaires de grande taille, et pour lesquelles un retour à meilleure fortune apparaissait possible : Bear Stearns, AIG, et les neuf grandes banques initialement ciblées par le programme TARP⁹ à la mi-octobre 2008. Les institutions clairement insolubles, comme Lehman ou Washington Mutual en septembre 2008, ainsi que des centaines de banques de plus petite taille, ont été mises en faillite (dans le cas de Lehman) ou « résolues » (le terme applicable aux banques de dépôt, signifiant une fermeture ordonnée par une autorité publique sans passer par la voie judiciaire, mais en répercutant les pertes aux créanciers en tant que de besoin, ce que le jargon en vigueur désigne sous le terme *bail-in*). En conséquence, le débat américain sur les renflouements par l'argent public se concentre sur les institutions de plus grande taille, « *too big to fail* ». Même pour celles-ci, le *bail-out* des institutions mentionnées plus haut s'est finalement traduit par un gain financier pour le gouvernement fédéral.

des banques en Europe est le peu d'encouragement passé des autres canaux possibles de crédit par les politiques publiques, là encore en grande partie pour cause de nationalisme bancaire. Les conséquences possibles de l'union bancaire de ce point de vue sont développées dans le point 7 de la dernière section de ce cahier.

⁹ *Troubled Asset Relief Program*

Par contraste, en Europe, à peu près toutes les banques en difficulté, quelle que soit leur taille ou leur solvabilité, ont fait l'objet d'un renflouement public protégeant tous les créanciers. Le calcul du résultat financier direct pour les gouvernements en cause n'a pas fait l'objet de débats aussi approfondis qu'aux Etats-Unis, loin s'en faut, mais il apparaît probable qu'une grande partie des opérations correspondantes s'est effectuée à fonds perdus et se traduit à ce jour par une perte nette¹⁰. En d'autres termes, la garantie publique effective en Europe pendant cette période s'est étendue très au-delà des banques « *too-big-to-fail* » pour couvrir l'ensemble du système. Même les petites banques ont été considérées comme d'importance systémique, à commencer par IKB dès juillet 2007 – ou, vu autrement, le nationalisme bancaire a conduit à étendre la garantie publique bien plus loin que ce qui aurait été justifié par de strictes considérations de risque systémique¹¹.

La garantie publique a été explicitée au point culminant de la crise : les conclusions du Conseil Européen tenu à Bruxelles le 16

¹⁰ Les calculs de la Commission européenne sur le montant des aides d'Etat éclairent partiellement ce débat, mais ne permettent pas d'identifier le solde financier au moment du débouclage des opérations, car ils sont effectués au moment de l'octroi de l'aide et non de la sortie.

¹¹ A la connaissance de l'auteur, pendant les cinq premières années de la crise et outre des cas de fraude relevant d'une autre logique (tels que DSB Bank au Pays-Bas), les seuls contre-exemples ont été des cas rares de *bail-in* de créanciers subordonnés en Irlande et au Royaume-Uni, et le cas danois. Celui-ci fournit l'exception qui confirme la règle : deux banques de taille moyenne, Amagerbanken et Fjordbank Mors, ont fait l'objet d'un *bail-in* en 2010 mais ceci s'est traduit par une détérioration générale des conditions de financement des banques danoises en comparaison avec leurs concurrents des pays voisins, illustrant le problème d'action collective analysé plus haut. Pour un développement plus approfondi cf Morris Goldstein & Nicolas Véron, « Too Big To Fail: The Transatlantic Debate », Bruegel et Peterson Institute, février 2011.

octobre 2008 indiquent que « en toutes circonstances les mesures nécessaires seront prises pour préserver la stabilité du système financier, soutenir les institutions financières importantes, éviter les faillites et assurer la protection des dépôts des épargnants ». Si ce texte reprend en partie une déclaration des ministres des finances du G7 quelques jours plus tôt, l'ajout des mots « en toutes circonstances » donne à cet engagement un caractère général et permanent sans équivalent, notamment, aux Etats-Unis.

Le cercle vicieux entre banques et Etats

L'étape suivante, comme on sait, est venue avec les problèmes de dette souveraine dans les Etats de la périphérie de la zone euro, en commençant par la révélation de fraudes dans les comptes publics grecs à l'automne 2009, puis les plans d'assistance successifs à la Grèce en mai 2010, à l'Irlande en novembre 2010, et au Portugal en avril 2011.

Jusqu'à 2010, la perception générale était celle d'une probabilité de défaut souverain négligeable pour les pays développés – un groupe auquel appartenait la Grèce, membre fondateur de l'OCDE en 1961. En vocabulaire d'investisseur, la dette souveraine de ces pays était considérée comme présentant un risque de taux, mais pas un risque de crédit. Dans le contexte spécifique de la zone euro, l'impossibilité de dévaluer augmente en principe la probabilité de défaut, mais le sentiment dominant jusqu'en 2009 était que le coût collectif d'un défaut souverain dans la zone euro serait très supérieur au coût d'une assistance collective à un Etat membre en difficulté budgétaire, et qu'en conséquence la rationalité économique rendait peu crédible un

scénario de défaut. Ce calcul économique explique la convergence des taux d'emprunt des Etats membres de la zone euro dans les années 1990, avec des écarts (*spreads*) sur la dette souveraine à dix ans presque toujours inférieurs à cent points de base (un point de pourcentage) d'un pays à l'autre, et le plus souvent très inférieurs à ce seuil.

La suite des évènements, bien sûr, a démenti ce raisonnement. Dans le courant de l'année 2010, la résistance de plusieurs Etats membres et notamment de l'Allemagne vis-à-vis des besoins d'assistance de la Grèce a conduit les responsables européens à articuler la possibilité d'un défaut souverain au sein de la zone euro : le moment symbolique de cette évolution fut la déclaration franco-allemande de Deauville en octobre 2010, dont la référence euphémistique à « une participation adéquate du secteur privé », en clair l'imposition de pertes aux créanciers privés des Etats en difficulté budgétaire, a ouvert la voie au défaut souverain grec qui a finalement eu lieu en mars 2012. Cette évolution a démontré à la fois l'inexactitude du consensus de marché antérieur, faute de prise en compte des facteurs politiques, mais aussi sa pertinence économique, car le coût collectif du choix « deauvillien » pour la zone euro a été démesuré. Une fois établie la possibilité de défaut souverain, la contagion financière s'est étendue à un nombre croissant de banques et d'Etats membres.

Compte tenu de la garantie implicite accordée en Europe à l'ensemble du système bancaire, et rendue plus explicite à la suite de la chute de Lehman Brothers, un cercle vicieux s'est ainsi établi entre la fragilisation des banques, souvent détentrices de portefeuilles importants de dette souveraine domestique et donc exposées au risque de défaut souverain de leur pays d'origine, et celle des Etats, engagés à rembourser les créanciers des banques

en difficultés pour des montants potentiels colossaux. Cet enchaînement a été naturellement renforcé par d'autres interdépendances, notamment macroéconomiques : le risque souverain mine la confiance collective, tandis que la fragilité des banques réduit la quantité de crédit, et rend son allocation dysfonctionnelle ; ces deux facteurs sont fortement récessifs, affaiblissant en retour à la fois les finances publiques et les bilans bancaires. Le cercle vicieux banques-Etats est devenu progressivement évident même pour les observateurs les plus rétifs, et sa description est devenue un élément de plus en plus largement accepté de l'analyse de la crise dans le courant de l'année 2011 et au début de l'année 2012.

En résumé, la combinaison de la déclaration de Bruxelles du 16 octobre 2008, affirmant la garantie des Etats accordée aux créanciers des banques « en toutes circonstances », et de celle de Deauville du 18 octobre 2010, déniaut aux créanciers des Etats la garantie de leurs voisins au sein de la zone euro, a créé un mélange particulièrement inflammable. L'incendie s'est en conséquence étendu rapidement depuis la Grèce, l'Irlande et le Portugal vers les Etats membres plus vastes et centraux de la zone euro – à l'Espagne et l'Italie au début de l'été 2011, et même, pendant une brève période, aux banques françaises qui se sont vues refuser par les investisseurs américains l'accès à leurs financements habituels en dollars en août 2011.

II - Le tournant du 29 juin 2012

Après seulement deux ans, il est certainement trop tôt pour écrire le récit définitif de la naissance de l'union bancaire. Cet épisode attend encore son historien de référence, ou même une enquête journalistique en profondeur. Dans l'attente, les développements qui suivent, comme le reste de cette note, se fondent principalement sur l'analyse des informations publiquement disponibles, ainsi que sur un nombre limité de conversations avec des témoins directs.

La formation d'un consensus politique européen sur l'union bancaire au cours du premier semestre de 2012 doit être appréciée en contraste avec les épisodes antérieurs, notamment au moment de la négociation du traité de Maastricht et à nouveau lors de celle du traité de Nice en 2000. Une intégration de la supervision au niveau européen avait alors été proposée, mais rapidement rejetée du fait de l'opposition résolue des Etats membres, dont la France. Comme on l'a vu plus haut, l'argumentaire sous-jacent n'est pas nouveau, mais avait toujours été insuffisant à créer une nécessité politique. Compte tenu de la puissance historique et politique du nationalisme bancaire, tout poussait les responsables nationaux à rejeter l'union bancaire, tant que ce rejet apparaissait compatible avec l'existence de la monnaie unique. En mettant fin à cette compatibilité, le cercle vicieux entre banques et Etats apparu en 2010-11 a forcé les mêmes responsables nationaux à effectuer un choix binaire, entre d'un côté leur souveraineté bancaire, et de l'autre la survie de l'euro. Mis dos au mur, les chefs d'Etat et de gouvernement ont choisi l'euro contre le

nationalisme bancaire, mais ce choix n'avait rien d'évident encore quelques semaines avant le sommet du 29 juin.

Glissements tectoniques

La contagion post-Deauville a conduit dès 2011 à une série de réalignements structurels dans l'économie politique européenne, qui ont ouvert la voie au processus aboutissant à l'union bancaire. On en mentionnera ici quatre, en Allemagne, au Royaume-Uni, en France, et dans l'ensemble de l'UE.

A Berlin et à Francfort, l'année 2011 a marqué une confrontation décisive entre la BCE et la Bundesbank pour la suprématie en Allemagne en matière de politique monétaire, dont le résultat a été une victoire discrète mais complète pour la BCE. Celle-ci avait été conçue à Maastricht largement sur le modèle de la Bundesbank, avec des garanties d'indépendance extrêmement solides, un mandat limité à la lutte contre l'inflation, et une localisation à quelques kilomètres de son aînée germanique. Lors de ses premières années, la BCE avait eu à cœur de s'insérer dans le cadre doctrinal de la « BuBa » ; le rôle de gardien de la doctrine revenait à l'économiste en chef, position réservée au membre allemand du Directoire depuis l'origine, Otmar Issing de 1998 à 2006 puis Jürgen Stark à partir de 2006. Mais la crise avait forcé la BCE à s'écarter du dogme, par nécessité plutôt que par inclination : notamment, le lancement en mai 2010 du *Securities Markets Programme* pour soutenir les marchés de dette souveraine des Etats périphériques avait suscité la fureur publique d'Axel Weber, le président de la Bundesbank considéré jusque-là comme le favori pour la succession de Jean-Claude Trichet. En février 2011, la tension montait d'un cran avec

l'annonce surprise par Axel Weber de sa démission de la Bundesbank, interprétée comme marquant son désaccord fondamental avec la politique menée par la BCE (laquelle engage la Bundesbank dans le cadre de l'Eurosystème). Son successeur Jens Weidmann, paré de sa crédibilité d'ancien conseiller économique d'Angela Merkel, choisit d'adopter une posture d'opposition tout aussi dure au sein du Conseil des Gouverneurs, l'organe suprême de décision de la BCE. En septembre, Jürgen Stark démissionnait à son tour.

En filigrane de ces coups de théâtre inhabituels entre banquiers centraux se dessinait un enjeu de suprématie institutionnelle. La Bundesbank est très populaire dans l'opinion publique allemande, qui la considère comme un pilier de l'ordre économique-politique du pays depuis l'après-guerre. En affichant haut et fort son désaccord avec la BCE, elle forçait le gouvernement fédéral à choisir au moins implicitement entre les deux institutions, ce qui n'avait jamais été nécessaire auparavant du fait de l'alignement entre leurs positions de politique monétaire. Mais si la Bundesbank espérait que la Chancelière marque son désaccord vis-à-vis de la BCE – un espoir teinté d'ironie, compte tenu de l'insistance allemande traditionnelle sur l'indépendance des banques centrales vis-à-vis des politiques – cet espoir a été bien déçu. En soutenant à partir du printemps 2011 la candidature du pragmatique Mario Draghi à la présidence de l'institution, Mme Merkel signalait son appui à une continuité dans la politique monétaire menée par la BCE. Même sans être publiquement désavouée, la Bundesbank a perdu son épreuve de force, dont la BCE en revanche est sortie considérablement renforcée.

A Londres, fin juillet 2011, le Chancelier de l'Echiquier George Osborne affirmait dans une tribune au *Telegraph* que la zone euro

devait accepter la « logique implacable » (*remorseless logic*) d'une intégration budgétaire et institutionnelle plus poussée. Il ajoutait dans la foulée que le gouvernement britannique ne devrait pas s'opposer à une telle intégration, l'alternative étant un désastre financier dans lequel tout le monde serait perdant. Cette prise de position se voulait pragmatique, mais elle signalait aussi que Londres ne chercherait pas à être partie prenante des avancées institutionnelles européennes à venir. A ce titre elle marque un tournant historique dans la position britannique, qui depuis l'entrée dans la Communauté en 1973 avait toujours visé à « en être », quitte à modérer les ardeurs intégrationnistes des pays du Continent en brandissant la menace du veto (y compris l'année précédente, en 2010 sous le gouvernement de Gordon Brown, lorsque Londres avait participé à la création de trois autorités européennes de surveillance financière tout en leur imposant une gouvernance qui limiterait leur capacité). Ce tournant a facilité les discussions ultérieures sur l'union bancaire, mais il a sans doute aussi accéléré la dérive du Royaume-Uni vis-à-vis de ses autres partenaires de l'UE, illustrée récemment par son isolement lors du vote au Conseil sélectionnant Jean-Claude Juncker comme président de la Commission. Il en résulte une probabilité non négligeable de sortie britannique de l'UE avant la fin de la décennie en cours, un scénario généralement considéré comme impensable il y a encore peu d'années.

A Paris, le moment de rupture, bien que peu débattu dans l'espace public, semble bien avoir été le traumatisme qu'a constitué la perte de l'accès au financement en dollars des grandes banques françaises dans la torpeur de l'été 2011. Même si le péril était pour l'essentiel écarté dès septembre, cette « expérience de mort imminente » a durablement modifié la

perception collective de la communauté financière française publique et privée. En conséquence, le consensus qui existait auparavant sur la préservation de la souveraineté nationale en matière bancaire s'est progressivement fissuré. Sa disparition a été progressive : encore début juin 2012, à un moment où la création d'une union bancaire commençait à apparaître inéluctable, le président de la Fédération Bancaire Française marquait son scepticisme en déclarant au *Monde* qu'« une union bancaire n'apporte pas de réponse à la question de la crise de confiance dans les dettes souveraines ». Mais la Direction du Trésor, sous l'autorité de son directeur de l'époque Ramon Fernandez, s'était ralliée bien plus tôt à la vision d'une union bancaire comme élément-clé de la réponse à la crise, et avait commencé à la promouvoir dans les négociations bruxelloises.

A peu près au même moment et un peu partout en Europe, la préférence pour les renflouements publics (*bail-out*) de banques en difficulté, telle qu'analysée plus haut, s'est vue au moins partiellement remise en cause. Ce basculement des perceptions collectives peut être attribué à la confluence d'au moins trois facteurs. Premièrement, l'influence intellectuelle des débats américains, dans lesquels l'aversion vis-à-vis de tout soutien public au monde financier et notamment aux grandes banques a des racines historiques profondes et a été encore amplifiée par les développements de 2007-08. Des figures associées à la gauche américaine comme Paul Krugman, Simon Johnson ou Elizabeth Warren, mais aussi des Républicains comme l'ancienne présidente de la *Federal Deposit Insurance Corporation* Sheila Bair, ont trouvé en Europe de nombreux adeptes dans leurs dénonciations du pouvoir des banques de Wall Street, à un tel point que nombre d'Européens se sont trouvés mieux informés

des turpitudes politico-financières américaines qu'ils ne l'étaient (ou ne le sont encore) des phénomènes équivalents dans leur propre pays.

Deuxièmement, en Europe même, un nombre croissant de cas de soutien public à des banques en difficulté a suscité le dégoût des opinions publiques, notamment lorsque ce soutien s'accompagnait d'un enrichissement manifestement abusif des dirigeants qui avaient conduit ces banques à la ruine, et avait été précédé par un échec patent des autorités publiques à remplir avec compétence leur mandat de surveillance prudentielle. Ce deuxième facteur a joué en dépit des lacunes évidentes de l'information et du débat publics dans la plupart des Etats membres : pour ne prendre qu'un exemple français, il est remarquable que le coût pour le contribuable hexagonal du sauvetage de Dexia, décidé par le gouvernement de Nicolas Sarkozy en octobre 2011, n'ait fait l'objet d'aucun débat significatif lors de la campagne électorale du printemps 2012.

Troisièmement et plus fondamentalement, la prise de conscience du cercle vicieux entre banques et Etats a ouvert les yeux d'un nombre croissant d'analystes et de responsables sur le coût collectif considérable des garanties apportées par les gouvernements européens à « leurs » banques, que ce soit au titre de la stabilité financière, du nationalisme bancaire, ou encore pour d'autres raisons moins nobles. Dès lors que ce coût mettait en cause la viabilité des finances publiques, son appréciation devenait qualitativement différente, y compris du point de vue des gouvernants eux-mêmes. Début juin 2012, après de longs délais de préparation, la Commission européenne publiait un projet de directive harmonisant les procédures nationales de

résolution et généralisant le *bail-in* des créanciers bancaires à l'horizon 2018.

Par rapport aux débats antérieurs lors des deux décennies précédentes, ces quatre développements structurels – la nouvelle alliance de fait entre le gouvernement fédéral allemand et la BCE, la levée des vetos britannique et français, et le glissement des préférences collectives européennes de *bail-out* vers *bail-in* – a contribué à créer un environnement sensiblement plus favorable à l'union bancaire.

Le point de décision

Dans cet environnement nouveau, la gestation de l'union bancaire lors des semaines cruciales du printemps et du début de l'été 2012 peut être décrite comme la conjonction inhabituelle d'un consensus analytique et d'une urgence pratique. En février-mars 2012, le concept et l'expression d'union bancaire commençaient à être évoqués dans des discussions de politique publique entre responsables européens. Début avril, un article du *Financial Times* citant le chercheur de Bruegel André Sapir contribuait à les populariser dans le débat public. Le 17 avril, la directrice générale du FMI, Christine Lagarde, affirmait dans un discours sur l'avenir de la régulation financière que « l'union monétaire doit être soutenue par une intégration financière plus poussée, qui dans notre analyse doit prendre la forme d'une supervision bancaire unifiée, d'une autorité unique de résolution bancaire appuyée sur un mécanisme financier (*backstop*) commun, et d'un fonds unique de garantie des dépôts ». Le 25 avril, Mario Draghi signalait son adhésion à cette vision en notant dans un discours au Parlement Européen que « le bon fonctionnement de l'union

économique et monétaire rend nécessaire un renforcement de supervision et de la résolution bancaires au niveau européen ». Le 23 mai, en sortant de son premier sommet européen en tant que président de la République nouvellement élu et en commun avec le président du Conseil italien Mario Monti, François Hollande indiquait souhaiter « une supervision des banques plus intégrée et un schéma commun de garantie des dépôts ». Le 4 juin, Angela Merkel annonçait que les dirigeants européens allaient « discuter dans quelle mesure nous devons placer les banques d'importance systémique sous une autorité spécifique européenne de supervision ». Lors de la même communication, le président de la Commission européenne José Manuel Barroso faisait référence à une « union bancaire [qui inclurait] une supervision financière plus intégrée et également des garanties des dépôts plus intégrées », tout en ajoutant avec sa prudence habituelle qu'il s'agissait là d'une « vision de long terme ».

Le 26 juin, le président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, présentait un rapport intitulé « vers une véritable union économique et monétaire », dans lequel il recommandait « un cadre financier intégré » qui inclurait « un système européen unique de surveillance bancaire », « un système européen de garantie des dépôts » et « un système de résolution européen » doté d'un « fonds de résolution » « alimenté en priorité par les contributions des banques ». Ce cadre financier intégré compléterait « un cadre budgétaire intégré », « un cadre de politique économique intégré » et des mécanismes assurant « la légitimité démocratique et l'obligation de rendre compte » (*accountability*). Cette évocation simplifiée mais synthétique des défis du moment en Europe a été souvent reprise à la suite du rapport Van Rompuy sous forme de « quadruple union » (union

bancaire, union budgétaire, union économique et union politique), soulignant l'interdépendance entre l'union bancaire et d'autres dimensions essentielles de la crise européenne¹².

Dans le même temps, le climat des marchés de dette souveraine de la zone euro continuait de se dégrader aux limites de la panique. En Grèce, deux mois après le défaut sur la dette souveraine domestique, les partis avaient échoué à la mi-mai à former un gouvernement après une élection générale anticipée, et une nouvelle élection avait dû être organisée à la mi-juin, forçant les ennemis traditionnels du PASOK (centre-gauche) et de Nouvelle Démocratie (centre-droit) à s'allier dans une configuration inédite de grande coalition. Dans le même temps, la situation du secteur bancaire espagnol apparaissait de plus en plus critique. Le géant Bankia, né fin 2010 de la fusion de plusieurs caisses d'épargne régionales dont celle de Madrid, et introduit en bourse en juillet 2011 avec l'encouragement du gouvernement, était nationalisé début mai 2012 et faisait l'objet le 25 mai d'une recapitalisation par l'Etat pour un montant record de 19 milliards d'euros. Illustrant la réalité du cercle vicieux banques-Etats, les investisseurs doutaient de plus en plus de la capacité de l'Espagne à assurer le renflouement de ses banques, mais aussi de celle de l'Italie à adopter des réformes structurelles pour retrouver un chemin de croissance, de celle de la Grèce à être gouvernée, de celle de l'Allemagne et de la France à se mettre d'accord, et de celle de l'UE dans son ensemble à faire face à une situation en évolution rapide. L'éclatement de la zone euro devenait une hypothèse de plus en plus plausible, et les gouvernements de plusieurs Etats membres, en particulier les

¹² Voir « Challenges of Europe's Fourfold Union », témoignage de l'auteur devant le Sénat américain, 1^{er} août 2012.

Pays-Bas et le Royaume-Uni, mettaient à l'étude les scénarios correspondants de manière de moins en moins secrète.

Fin juin, la nécessité d'une nouvelle initiative immédiate pour briser cette spirale de défiance était devenue évidente. La France et les pays du Sud souhaitaient utiliser le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), le nouveau fonds commun de la zone euro en cours de création sur la base d'un traité signé en février 2012 et déjà ratifié par la plupart des pays signataires, pour intervenir directement dans les banques par des recapitalisations de niveau européen et briser ainsi le cercle vicieux. D'après les révélations ultérieures du *Financial Times*, cette option a fait l'objet d'une réunion secrète à l'hôtel Sheraton de l'aéroport Charles-de-Gaulle, rassemblant le 26 juin les ministres des finances respectifs de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et de l'Espagne. Face à la proposition française, Wolfgang Schäuble y aurait exprimé – à la surprise de ses interlocuteurs – un accord conditionnel, demandant en retour une supervision européenne réellement intégrée, dans laquelle les autorités nationales n'auraient plus la primauté. L'exigence sous-jacente était celle d'une participation allemande au contrôle prudentiel du secteur bancaire européen dans son ensemble, en contrepartie de son engagement financier à travers le MES.

Cette avancée politique fournit à son tour la base nécessaire pour la discussion deux jours plus tard au sommet de Bruxelles, dans laquelle les négociateurs se sont chargés de traduire ce double engagement – supervision européenne, et recapitalisations directes via le MES – en une vision crédible de découplage entre banques et souverains. Il restait à déterminer qui assurerait la supervision, et dans quel calendrier ces mesures pourraient être mises en place. Il semble que Mario Draghi, participant à la

réunion en tant que président de la BCE, ait joué un rôle essentiel dans la discussion, en plaidant pour que la supervision soit confiée à la BCE sur la base de l'article 127(6) du traité cité plus haut, et en expliquant comment la recapitalisation directe par le MES pouvait être appliquée à titre rétroactif (après intervention financière par un Etat membre et en se substituant à celui-ci), desserrant du même coup la contrainte de calendrier sur son utilisation dans le contexte espagnol.

En conséquence, la brève déclaration commune des chefs d'Etat et de gouvernement de la zone euro, finalisée au petit matin du 29 juin, comportait trois éléments essentiels :

- une déclaration de principe, certes imprécise mais novatrice et importante : « Nous affirmons qu'il est impératif de briser le cercle vicieux qui existe entre les banques et les Etats » ;
- un engagement à mettre rapidement en place un « mécanisme de surveillance unique » sur la base de l'article 127(6), donc piloté par la BCE ;
- une possibilité pour le MES de recapitaliser directement les banques, « lorsque le mécanisme de surveillance unique aura été créé » et sous conditions faisant l'objet d'un mémorandum d'accord, comme dans le cas des autres interventions du MES en soutien des Etats membres.

La condition « lorsque le mécanisme aura été créé » (dans la version anglaise, « *when an effective single supervisory mechanism is established* ») paraît avoir été ajoutée en toute fin de négociation et par l'intervention directe de Mme Merkel. En introduisant une séquence temporelle, elle rendait plus incertaine

la perspective de recapitalisations directes par le MES, modifiant ainsi de manière substantielle le compromis des ministres des finances à Roissy. Pour autant, il semble bien que la future application rétroactive de cette possibilité à l'Espagne, même renvoyée au-delà de la mise en place du superviseur européen, ait été explicitement approuvée lors du sommet, même si elle ne figure pas dans la déclaration publique compte tenu du fait que les négociations correspondantes entre la Troïka et les autorités espagnoles se poursuivaient au même moment.

La portée des décisions du 29 juin était considérable. L'engagement de briser le cercle vicieux banques-Etats, pris à la lettre, implique que l'ensemble des garanties financières explicites et implicites accordées aux banques soit transférées à terme du niveau national au niveau européen. La création d'un superviseur unique représente un saut qualitatif dans le partage de souveraineté économique et financière sans précédent depuis au moins Maastricht, et plus spécifiquement un renoncement au nationalisme bancaire si fortement ancré dans les systèmes politico-sociaux nationaux de la plupart des Etats membres. L'invocation de l'article 127(6) représentait un vote de confiance massif en faveur de la BCE, comme l'avait souhaité Mario Draghi. Et une confirmation que la recapitalisation directe par le MES serait appliquée à la crise en cours, même de manière rétroactive et selon un calendrier flou, signifierait un desserrement immédiat des termes de l'équation financière des Etats membres en difficulté comme l'Espagne.

De manière encore plus synthétique, on peut affirmer que le tournant du 29 juin 2012 renversait les deux composantes de l'instabilité extrême qui avait affecté l'Europe au cours de la période précédente : la déclaration de Bruxelles du 16 octobre

2008, affirmant la garantie publique aux créanciers des banques, et celle de Deauville du 18 octobre 2010, niant l'existence d'une garantie similaire pour les créanciers des Etats de la zone euro. A l'inverse, l'union bancaire permettait de crédibiliser la nouvelle orientation en faveur de la participation financière des créanciers bancaires aux restructurations à venir (*bail-in*), en surmontant l'obstacle du nationalisme bancaire qui avait rendu impossible une telle participation par le passé ; et, en concrétisant une nouvelle avancée majeure vers l'intégration européenne, les chefs d'Etat et de gouvernement signalaient (très) implicitement que les erreurs commises dans le traitement de la crise grecque ne seraient pas renouvelées et que les difficultés à venir des Etats membres feraient l'objet d'une assistance sans nécessairement passer par un défaut. Avec ces décisions, l'UE pouvait passer d'un régime de *bail-out* des banques et de *bail-in* des souverains, hautement instable, à un régime de *bail-in* des banques et de *bail-out* des souverains, beaucoup moins explosif même s'il soulève d'autres questions quant à sa soutenabilité. Cette lecture stylisée était difficile à distinguer dans la confusion extrême de l'été 2012, mais se trouve aujourd'hui largement confirmée.

La contagion positive

Tout décisif que fût le sommet de fin juin, le moins qu'on puisse dire est qu'il ne mit pas immédiatement fin à la confusion sur les marchés, avant tout faute de clarté et de crédibilité de l'engagement d'utilisation du MES dans la crise bancaire, lequel représentait l'élément en apparence le plus tangible du programme nouvellement défini. Comme on l'a vu, la clause insérée au dernier moment par Mme Merkel imposait d'attendre la mise en place du superviseur unique créait une forte

incertitude, dans la mesure où la législation correspondante (basée sur l'article 127(6), donc requérant l'unanimité de tous les Etats de l'UE) mettrait sans doute au moins un an à être adoptée et plus encore à entrer en vigueur – de fait et comme décrit plus bas, le texte correspondant a été adopté en octobre 2013, et son entrée en vigueur est prévue le 4 novembre 2014. Une anticipation de cette échéance serait sans doute possible en cas d'urgence, mais nécessiterait une nouvelle négociation. De plus, le ministère des finances allemand semble avoir sous-estimé la difficulté de la situation des banques espagnoles au moment de la conversation de Roissy, ainsi que l'opposition que l'utilisation du MES dans ce contexte susciterait au *Bundestag*. Courant juillet, M. Schäuble revenait sur ses pas en demandant d'associer à l'intervention du MES une garantie du gouvernement espagnol, ce qui revenait à rétablir le cercle vicieux banques-Etats. Comme le notait peu après un expert financier berlinois, « la stratégie de communication du gouvernement allemand entre juin et octobre ne peut être décrite que comme chaotique et déroutante »¹³. Les conditions de marché continuèrent à se détériorer en juillet.

Dans le même temps, la situation en Grèce continuait d'alimenter l'actualité. Le gouvernement de coalition dirigé par Antonis Samaras, issu des élections de juin, avait engagé des réformes permettant d'espérer une coopération constructive avec la Troïka, mais un consensus semblait se cristalliser en Allemagne sur le fait qu'une sortie de la Grèce de la zone euro pourrait se révéler gérable et « servir d'exemple » aux autres Etats membres tentés de laisser filer leurs finances publiques. Le 22 juillet, Philipp

¹³ Hans-Joachim Dübel, "Why Germany did not agree on direct bank recapitalization through the ESM in Spain", 23 octobre 2012, disponible sur le site www.finpolconsult.de

Rösler, ministre fédéral de l'Economie et partenaire de coalition de Mme Merkel en tant que président du parti libéral FDP, se déclarait « sceptique » sur les réformes en Grèce et ajoutait : « pour moi, un scénario de sortie de la Grèce [de la zone euro] a depuis longtemps cessé d'être horrible ». L'autre partenaire de coalition, Horst Seehofer du parti bavarois CSU, lui emboîtait le pas en affirmant dans le quotidien *Bild* que l'aide européenne à la Grèce avait atteint « la limite de l'acceptable ». Il est plausible que ces déclarations aient accéléré le processus de décision de Mme Merkel, et que celle-ci ait fait part à Mario Draghi de son refus de faire sortir la Grèce de la zone euro dans les jours qui ont suivi. Cette décision est devenue évidente avec la visite de Mme Merkel à Athènes début octobre, mais sa germination progressive remonte sans doute aux résultats de l'élection grecque de la mi-juin, permettant la participation de la Chancelière aux décisions prises le 29 juin.

Quoi qu'il en soit, le retournement des conditions de marché commença quelques jours plus tard, lorsque M. Draghi déclara le 26 juillet à Londres que la BCE ferait « tout le nécessaire » (*whatever it takes*) pour préserver l'euro, et se confirma après l'annonce par la BCE début septembre du programme OMT d'achat conditionnel de titres souverains. Le lien entre cette annonce et la décision sur l'union bancaire un mois auparavant continue, deux ans plus tard, de faire l'objet de débats. La BCE étant indépendante, il lui est interdit d'affirmer ou même de confirmer que le lancement de l'OMT puisse être une conséquence directe d'une décision politique prise par les chefs d'Etat et de Gouvernement. Pourtant, un nombre suffisant d'indices rend convaincante la thèse d'un lien direct entre

l'annonce de l'union bancaire le 29 juin et celle du nouveau programme d'intervention de la BCE le 26 juillet.

Premièrement, les déclarations de M. Draghi lui-même : lors de la présentation du programme OMT au Parlement européen, celui-ci décrit l'intervention de la BCE comme un « pont » vers une « véritable union économique et monétaire » vers laquelle l'établissement du mécanisme de supervision unique représente « une étape clé ». A d'autres occasions, M. Draghi a insisté sur le caractère exceptionnel du sommet de fin juin 2012 comme engagement de confiance dans la construction européenne et l'unité de la zone euro – et également dans la BCE elle-même, puisque c'est à elle que les dirigeants ont choisi de confier la nouvelle responsabilité de supervision bancaire au niveau européen.

Deuxièmement, les témoignages d'autres acteurs clés, dont les langues se délient peu à peu avec le passage du temps. En particulier, Herman Van Rompuy, dans un discours prononcé à Bruxelles le 10 juin 2014, notait que « la banque centrale [européenne] n'a pu prendre cette décision [sur l'OMT] qu'en raison de la décision politique préalable, par les chefs d'Etat et de gouvernement de l'UE, de construire une union bancaire. Ceci fut fait au fameux Conseil européen de juin 2012, soit seulement quelques semaines avant la déclaration de M. Draghi [à Londres] ; il me l'a dit lui-même, pendant ce même Conseil, qu'il s'agissait exactement de la percée (*game-changer*) dont il avait besoin ». Dans un entretien au quotidien néerlandais *Volkscrant* le 13 avril 2014, Mario Monti affirmait de même que « M. Draghi avait pu dire cela [la déclaration de Londres] parce qu'il avait reçu le soutien politique des dirigeants » lors du sommet de fin juin.

Troisièmement, ce lien correspond aux précédents d'interventions majeures de la BCE, qui se sont toujours appuyées sur un engagement politique des Etats membres : notamment en mai 2010 avec le lancement du *Securities Markets Programme* après le premier plan d'assistance à la Grèce et la création du Fonds Européen de Stabilité Financière (précurseur du MES), et en décembre 2011 avec la mise en place des *Long-Term Refinancing Operations* à la suite de l'accord sur le « pacte budgétaire ».

Pour résumer, les ambiguïtés allemandes sur l'utilisation du MES n'ont pas permis aux décisions du 29 juin de convaincre immédiatement les investisseurs qu'une étape décisive avait été franchie dans la gestion de la crise ; mais la réalité de ces décisions a créé l'espace nécessaire pour que la BCE engage le programme OMT et crée ainsi un nouveau consensus sur les marchés, selon lequel la zone euro conserverait son intégrité coûte que coûte. Les résultats de cette intervention, restée purement verbale car le programme OMT n'a pas eu à être déclenché, ont été spectaculaires, avec une détente à peu près continue des conditions d'emprunt des Etats de la zone euro depuis fin juillet 2012 jusqu'à ce jour.

III - La mise en œuvre

On se bornera ici à résumer les principales étapes d'un processus qui est encore largement en cours, mais suffisamment avancé pour qu'il soit déjà possible de porter un jugement d'ensemble sur sa réussite. La législation essentielle au démarrage de l'union bancaire est désormais en place, et la transition opérationnelle vers le nouveau régime est en cours.

Une union incomplète

L'union bancaire n'est certes pas complète, et les retours en arrière par rapport à la vision initiale ont conduit nombre d'observateurs à adopter un scepticisme parfois exagéré vis-à-vis de l'entreprise dans son ensemble¹⁴. Ces revers sont très largement liés aux réticences de l'opinion publique allemande, moins affectée par la crise que celle des autres pays de la zone euro.

Le revers le plus évident concerne l'utilisation du MES pour les recapitalisations bancaires en direct, acquise lors de la réunion de Roissy le 26 juin 2012, annoncée le 29 juin avec un accord des Etats membres pour une application rétroactive au cas espagnol, mais rapidement vidée de son contenu comme on l'a vu. Le coup de grâce sur ce point fut porté le 17 septembre 2012 par une déclaration commune des ministres des finances allemand, finlandais et néerlandais réunis près d'Helsinki, affirmant que ceux-ci s'opposeraient à ce que le MES soit soumis aux risques liés à « l'héritage » (*legacy*) des opérations financières antérieures à la création de la supervision unique. Par cette déclaration, l'application rétroactive du MES à la recapitalisation des banques espagnoles, défendue et illustrée par M. Draghi le 29 juin, devenait impossible, et les gouvernements signataires

¹⁴ Voir par exemple Angel Ubide, "How to Form a More Perfect European Banking Union", Peterson Institute, octobre 2013 ; Thorsten Beck, "Banking union for Europe – where do we stand?" *VoxEU.org*, 23 octobre 2013 ; Gene Frieda, "A weak EU banking union risks deflation", *Financial Times*, 10 décembre 2013 ; Philippe Legrain, "Europe's Bogus Banking Union", *Project Syndicate*, 8 avril 2014 ; Gregor Peter Schmitz, "The Future of Europe: An Interview with George Soros", *New York Review of Books*, 24 avril 2014.

imposaient une interprétation rigoriste de la « clause Merkel » selon laquelle la recapitalisation par le MES ne deviendrait possible qu'après la mise en place de la supervision pan-européenne.

Le second pas en arrière par rapport aux discussions de juin 2012 fut le renoncement silencieux à toute ambition d'intégrer la garantie des dépôts au niveau européen, pourtant incluse comme une composante nécessaire de l'union bancaire, entre autres, dans les déclarations citées plus haut de Mme Lagarde et de MM. Barroso, Hollande, Monti et Van Rompuy. La raison en a naturellement été la réticence de l'Allemagne, et d'autres Etats d'Europe centrale et du nord, vis-à-vis de la solidarité financière implicite que représenterait une garantie des dépôts intégrée, même en apparence préfinancée par les contributions des banques éligibles. Mais en imposant le maintien de la garantie des dépôts au niveau national, ces mêmes Etats interdisaient de remplir intégralement la promesse de briser le cercle vicieux banques-Etats – non seulement pendant la phase de transition, comme dans le débat sur les recapitalisations directes par le MES, mais également en régime permanent.

Enfin, l'Allemagne – apparemment seule sur ce point – insista avec succès pour que soient exemptées du champ de la supervision directe par la BCE toutes les banques de petite taille, y compris les nombreuses caisses d'épargne (*Sparkassen*) et banques coopératives¹⁵ dont l'osmose avec le système politique des collectivités locales est une des caractéristiques les plus

¹⁵ Mais pas en revanche les banques publiques régionales (*Landesbanken*), dont la taille relativement importante a imposé l'inclusion dans le champ de la surveillance directe par la BCE et de la revue des bilans, à la seule exception de la *Landesbank* de Sarre.

distinctives du système financier d'outre-Rhin. L'argument de subsidiarité, invoqué sans conviction pour justifier cette exemption, ne résiste pas longtemps à l'analyse : de nombreux épisodes, tels que la crise des *savings & loans* aux Etats-Unis dans les années 1980 ou plus récemment celle des caisses d'épargne espagnoles, démontrent que des banques de taille petite ou moyenne peuvent collectivement contribuer de manière déterminante au risque systémique. En réalité l'enjeu de cette discussion était purement politique : les caisses d'épargne allemandes, notamment, n'étaient pas prêtes à accepter la tutelle directe de la BCE, et leur influence au *Bundestag* est telle que leur exemption est apparue comme la seule manière de permettre la réalisation de l'union bancaire.

Pour autant, l'accusation parfois entendue selon laquelle le gouvernement allemand n'aurait jamais véritablement accepté l'union bancaire, et aurait œuvré avec succès à vider celle-ci de sa substance, est erronée et injuste. Comme on l'a vu, il semble que ce soit le ministre fédéral allemand des finances qui ait insisté le premier en juin 2012 pour la mise en place immédiate d'une supervision unique au niveau européen, laquelle a été acceptée par ses homologues français mais initialement ressentie par eux comme une concession. Plutôt que sur le principe de l'union bancaire, la position allemande est apparue différente de celle de ses voisins du sud sur la séquence et le calendrier. Pour simplifier, on peut distinguer, d'une part, une stratégie de « big bang », dans laquelle toutes les composantes de l'union bancaire seraient entrées en vigueur simultanément – supervision unique, mécanisme de résolution unique, recapitalisation directe par le MES et si possible également une forme de mise en commun de la garantie des dépôts ; et d'autre part, une stratégie plus

graduelle, « supervision d'abord », dans laquelle la mise en place d'une base commune d'analyse et de construction de confiance à travers la création du superviseur unique, ainsi que la prise en charge par chaque Etat membre du fardeau financier lié aux erreurs du passé (*legacy*), précéderait la mutualisation progressive des instruments d'intervention financière publique dans le secteur bancaire, considérée comme inéluctable mais pas comme urgente. L'approche « big bang » apparaît avoir été portée notamment par la France, l'Italie et l'Espagne avec l'appui de la BCE et du FMI (et sans doute aussi celui, plus discret, du gouvernement américain dans ses échanges réguliers avec ses homologues européens) ; mais c'est l'approche « supervision d'abord » qui a finalement prévalu, portée notamment par l'Allemagne, la Finlande et les Pays-Bas.

Dans les deux scénarios, le cercle vicieux entre banques et Etats est finalement brisé : la rupture est différée dans le second, alors qu'elle est immédiate dans le premier, mais son annonce permet aux investisseurs de modifier leurs anticipations dès le début du processus et donc de desserrer l'étau sur le financement souverain dans la périphérie de la zone euro. Les déclarations successives du Conseil européen à partir du 29 juin 2012 traduisent bien la tension entre ces deux approches, et l'incapacité à reconnaître explicitement le choix de la seconde. Encore aujourd'hui, certains acteurs du sud de l'Europe, voire en Irlande, considèrent encore que le MES pourrait être utilisé à titre rétroactif pour recapitaliser les banques actuellement en restructuration, comme l'avait suggéré M. Draghi en juin 2012 et bien que cette possibilité ait été écartée de fait depuis déjà bien longtemps¹⁶. Le délai inhérent

¹⁶ Les modalités futures de l'instrument de recapitalisation bancaire directe par le MES ont fait l'objet d'un accord préliminaire des Etats membres de la zone

à l'approche « supervision d'abord », en retardant le rétablissement du secteur bancaire européen, a pour conséquence de prolonger l'anémie de l'économie européenne. Pour autant, nul ne peut affirmer avec certitude que les obstacles politiques et juridiques auxquels se serait nécessairement heurtée une approche de « big bang » auraient pu être surmontés avec succès, et il y a lieu par ailleurs de reconnaître que l'approche « supervision d'abord », combinée avec les autres développements advenus depuis juin 2012, est en train de remplir ses objectifs de rupture progressive du cercle vicieux banques-Etats et de mise en place graduelle d'une union bancaire robuste. En bref, le gouvernement allemand a clairement fait machine arrière sur la recapitalisation directe par le MES au cours de l'été 2012, mais pas sur le projet d'union bancaire dans son ensemble.

La traduction législative

La transposition en textes de loi des décisions prises par les chefs d'Etat et de gouvernement fin juin 2012 apparaît remarquablement rapide et efficace, compte tenu du caractère radical et de la complexité des changements en jeu et en comparaison avec le rythme habituel du processus législatif au sein de l'UE. Les textes législatifs fondateurs de l'union bancaire sont au nombre de sept, dont seuls les éléments les plus saillants sont résumés ci-après :

- le règlement n°1024/2013 du 15 octobre 2013 sur la supervision (SSM, pour *Single Supervision Mechanism*) : conformément à la stratégie « supervision d'abord » décrite

euro le 10 juin 2014, dont le contenu confirme le caractère peu probable de son application rétroactive ou même de son utilisation dans un avenir proche.

plus haut, celui-ci constitue la pierre angulaire de l'union bancaire en établissant la BCE comme l'acteur dominant du « mécanisme de surveillance unique ». Initialement proposé par la Commission européenne en septembre 2012, il a été adopté à l'unanimité par le Conseil en application de l'article 127(6) du traité sur le fonctionnement de l'UE. Selon ses termes, la BCE deviendra l'autorité de surveillance prudentielle et d'octroi de licences bancaires pour toutes les banques des Etats membres participants à compter du 4 novembre 2014, l'essentiel des responsabilités correspondantes étant conféré à un Conseil de surveillance prudentielle (*supervisory board*) nouvellement établi au sein de l'institution francfortoise. Comme indiqué plus haut, cette compétence est largement déléguée aux autorités nationales existantes pour la plupart des banques de taille petite ou moyenne (dont le total du bilan est inférieur à 30 milliards d'euros), notamment les banques locales allemandes, mais même dans ces cas la BCE conserve un droit de regard et, si elle le souhaite, d'intervention directe. Au total, le règlement SSM représente un transfert sans ambiguïté de souveraineté sur le secteur bancaire de la part des Etats participants depuis le niveau national vers le niveau européen. Sa base juridique apparaît solide, même si elle reste sujette à controverse dans le cadre notamment d'un litige en cours auprès de la cour constitutionnelle fédérale allemande.

- le règlement n°1022/2013 du 22 octobre 2013 sur la réforme de l'Autorité bancaire européenne (EBA pour *European*

*Banking Authority*¹⁷) : comme le règlement SSM requérait l'unanimité du Conseil, le Royaume-Uni a été en position d'obtenir une modification des règles de décision au sein de l'EBA afin de le protéger contre le risque d'une mise en minorité systématique compte tenu de la convergence de la plupart des Etats membres au sein de l'union bancaire. Par effet de ricochet, cette complémentarité entre le règlement EBA et le règlement SSM a permis au Parlement européen de jouer un rôle de codécision de fait sur le second, bien au-delà de son rôle consultatif dans le cadre de l'article 127(6), notamment en ce qui concerne la nomination des membres du Conseil de surveillance prudentielle.

- le règlement n°575/2013 et la directive n°2013/36 du 26 juin 2013 sur les fonds propres bancaires (CRR pour *Capital Requirements Regulation* et CRD4 pour *Capital Requirements Directive*, la quatrième du genre) : ces deux textes avaient été initialement proposés par la Commission en 2011 au titre de la mise en œuvre par l'UE de l'accord international de Bâle III finalisé l'année précédente, mais l'union bancaire leur a donné une importance additionnelle compte tenu du besoin évident pour la BCE de disposer d'une définition unifiée des fonds propres réglementaires et des pouvoirs de supervision. Cela dit, les banques européennes continuent d'être soumises à de nombreuses dispositions législatives et réglementaires différentes selon leur pays d'établissement, notamment en matière de droit des sociétés, de droit des faillites, de protection des consommateurs, et

¹⁷ L'EBA est une agence européenne basée à Londres, établie début 2011 pour succéder au Comité des superviseurs bancaires européens avec un statut juridique plus robuste et des compétences plus étendues.

bien sûr de fiscalité, mais aussi sur des aspects spécifiquement bancaires comme en France l'interdiction du négoce de titres pour compte propre au titre de la loi du 26 juillet 2013.

- le règlement n°806/2014 du 15 juillet 2014, mettant en place un « mécanisme de résolution unique » (SRM, pour *Single Resolution Mechanism*) : adopté sur la base d'une proposition initiale par la Commission en juillet 2013, celui-ci crée une nouvelle agence européenne établie à Bruxelles, le *Single Resolution Board* (SRB), et un fonds de résolution (SRF, pour *Single Resolution Fund*) dont dispose le SRB pour financer les restructurations bancaires à venir. Ce texte est complété par un accord intergouvernemental, signé le 14 mai 2014 par tous les Etats membres de l'UE sauf le Royaume-Uni et la Suède et prévu pour être ratifié courant 2015, détaillant la manière dont ceux de ces Etats qui participent à l'union bancaire mettront en place des « compartiments nationaux » au sein du SRF, lesquels seront progressivement « mutualisés » pour fusionner en un fonds unique, en principe en 2024. Contrairement à ce que son nom peut laisser penser, le SRB coexistera en fait avec des autorités nationales de résolution qui continueront de disposer d'une relative autonomie dans la mise en œuvre des décisions définies au niveau européen. Ce caractère hybride, combiné avec la complexité du processus de décision défini par le règlement et avec le fait que les crises bancaires sont en principe des événements relativement rares, laisse penser que, à la différence de la supervision unique confiée à la BCE, le fonctionnement concret de ce mécanisme continuera de faire

l'objet d'incertitudes importantes bien après sa date d'entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2015.

- La directive n°2014/59 du 15 mai 2014 sur le traitement et la résolution des crises bancaires (BRRD, pour *Bank Recovery & Resolution Directive*): initialement proposé par la Commission début juin 2012, quelques semaines avant la décision clé sur l'union bancaire, ce texte a pour objectif de matérialiser le changement d'orientation européen analysé plus haut, selon lequel les créanciers de banques en difficulté devraient à l'avenir contribuer beaucoup plus que par le passé à la résolution des crises bancaires (*bail-in*). La directive crée une hiérarchie harmonisée des ayant-droits, et impose aux Etats membres de mettre en place des mécanismes et autorités de résolution selon un modèle commun. Elle est prévue pour être entièrement transposée et entrer en vigueur au 1^{er} janvier 2015, mais l'application des clauses spécifiques sur le *bail-in* est retardée au 1^{er} janvier 2016.
- Enfin, la directive n°2014/49 du 16 avril 2014 sur les mécanismes de garantie des dépôts (DGS, pour *Deposit Guarantee Schemes*), introduit quelques éléments supplémentaires d'harmonisation de ces mécanismes au-delà d'un texte antérieur de 2009, mais sans mise en commun des modalités de financement correspondantes au niveau européen.

En complément de ces textes législatifs et de l'accord intergouvernemental sur le SRF, il convient de mentionner également la communication en juillet 2013 par la Commission européenne de nouvelles règles d'application de sa compétence

de contrôle des aides d'Etat, imposant le *bail-in* des actionnaires et des créanciers subordonnés dans tout plan de restructuration bancaire faisant l'objet d'un soutien financier public à compter du 1^{er} août 2013. Cette communication durcit sensiblement le régime appliqué par la Direction Générale Concurrence de la Commission depuis le début de la crise, et constitue une traduction concrète de la nouvelle préférence européenne pour le *bail-in*, en anticipation de l'application de la directive BRRD. Contrairement à celle-ci, toutefois, la communication de 2013 s'arrête aux créanciers subordonnés, et n'impose pas de contribution financière aux créanciers *senior* en préalable à toute aide publique¹⁸.

Au total, ces textes respectent le séquençage inhérent à l'approche « supervision d'abord », qui fait de l'union bancaire un projet déployé sur une décennie plutôt qu'une transformation immédiate. Une étape clé est définie par l'article 33(4) du règlement SSM, prévoyant à titre de disposition transitoire que la BCE effectue « une évaluation complète (*comprehensive assessment*) des établissements de crédit de [chaque] Etat membre participant [à l'union bancaire], y compris une évaluation de leurs bilans. » Cette « revue des bilans », actuellement en cours et détaillée plus bas, marque la délimitation entre la période passée de responsabilité des autorités nationales dont l'héritage (*legacy*) relève de la responsabilité financière des Etats membres, et la prise de responsabilité de la BCE pour les erreurs éventuelles de supervision à venir. Les restructurations

¹⁸ La communication n'empêche évidemment pas les Etats membres d'imposer une telle contribution financière, comme ce fut le cas à Chypre en mars 2013. Par ailleurs, et comme la directive BRRD, elle accorde des exemptions aux exigences de *bail-in* en cas de désordre systémique.

qui pourraient résulter de cette revue des bilans seront menées en 2014 dans le cadre national existant, et à partir du 1^{er} janvier 2015 dans le cadre juridique du « mécanisme de résolution unique » défini par le règlement SRM. Dans la mesure où elles seraient achevées avant la fin de l'année prochaine, toutefois, elles ne pourront pas bénéficier de l'intervention du fonds de résolution (SRF), lequel ne démarrera qu'en janvier 2016.

A moyen terme, une solidarité plus importante est garantie par la « mutualisation » des « compartiments nationaux » du SRF, et au-delà par la perspective possible d'une modification des traités européens qui permettrait de doter l'union bancaire d'un cadre juridique plus simple et plus robuste. Dans un article remarqué, Wolfgang Schäuble détaillait dès mai 2013 cette approche « supervision d'abord », en allant même dans la dernière phrase à suggérer implicitement une adhésion future du Royaume-Uni à l'union bancaire : « Un certain type d'union bancaire peut être mis en place sans réviser les traités, en incluant un superviseur unique ; des règlements harmonisés sur les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et entreprises d'investissement, la résolution et les garanties des dépôts ; un mécanisme de résolution basé sur une coordination réelle entre autorités nationales ; et des filets de sécurité financiers efficaces, comprenant notamment le Mécanisme Européen de Stabilité en dernier recours. Ce serait une union bancaire « en bois » (*timber-framed*), pas « en acier » (*steel-framed*), mais elle remplirait son office et laisserait le temps de créer une base juridique pour notre objectif à long terme, une véritable union bancaire européenne supranationale avec une

forte autorité centrale, couvrant potentiellement l'intégralité du marché unique. »¹⁹

Ce dernier point souligne également une des caractéristiques essentielles de l'union bancaire, à savoir son statut intermédiaire entre les politiques spécifiques à la zone euro et celles s'appliquant à l'ensemble de l'UE, voire de l'Espace économique européen. Le déclenchement de l'union bancaire a eu lieu en réponse aux défis spécifiques de l'union économique et monétaire, et la déclaration du 29 juin 2012 émane des seuls chefs d'Etat et de gouvernement de la zone euro. Mais l'exigence sous-jacente d'élimination des distorsions résultant du nationalisme bancaire correspond à l'objectif d'établissement d'un marché unique des services financiers, au moins autant qu'à celui d'une monnaie unique. En conséquence, plusieurs Etats membres non membres de la zone euro ont souhaité disposer d'une possibilité de rejoindre l'union bancaire sans pour autant adopter la monnaie unique : cette possibilité, qui ne figurait pas dans la proposition initiale de la Commission pour le règlement SSM, est accordée dans la version finale de celui-ci, et il est probable que plusieurs Etats membres en useront dès 2014 ou 2015²⁰. Si tel est le cas, cette identité intermédiaire entre monnaie unique et marché unique se matérialisera en termes géographiques par l'émergence d'une « zone union bancaire », plus étroite que l'UE mais plus large que la zone euro.

¹⁹ « Banking Union must be built on firm foundations », tribune de Wolfgang Schäuble dans le *Financial Times*, 13 mai 2013.

²⁰ Au moment de la rédaction de cette note, cette possibilité semble concerner au premier chef la Bulgarie et la Roumanie, ainsi qu'éventuellement le Danemark et/ou la Hongrie.

La même dualité se retrouve dans les bases juridiques des textes cités ci-dessus : si le règlement SSM est établi en référence à l'article 127(6), spécifique à la zone euro, tous les autres sont fondés sur l'article 114 du traité sur le fonctionnement de l'UE, base de la législation communautaire relative au marché unique. Les règlements EBA et CRR et les directives CRD4, BRRD et DGS s'appliquent à tous les Etats membres. En revanche, le règlement SRM ne concernera que ceux participant à l'union bancaire, conduisant à d'inconfortables contorsions logico-juridiques dans son exposé des motifs, ainsi que dans l'accord intergouvernemental sur le SRF, dont la solidité sera certainement mise à l'épreuve par des litiges à venir.

La revue des bilans

L'article 33(4) du règlement SSM, cité plus haut et établissant la base de la revue des bilans actuellement menée par la BCE, était présent dans le texte dès sa première version de septembre 2012. Toutefois, son importance réelle n'est devenue apparente que dans le courant de l'année suivante. Cette revue des bilans pouvait initialement apparaître, et a peut-être été conçue, comme une exigence purement technique : puisque la mise en place de la supervision unique impose à la BCE de reprendre à son compte les licences bancaires accordées dans le passé par les superviseurs nationaux, il est naturel qu'elle s'assure au préalable que les banques en question sont bien solvables. Cependant, en imposant un examen de l'essentiel du système bancaire européen par une autorité non sujette au nationalisme bancaire dans chacun des Etats membres, cette revue était destinée dès le départ à imposer une transparence sans précédent et à créer la possibilité d'une

résolution de la situation de fragilité systémique dans laquelle se trouve le secteur bancaire européen depuis la mi-2007.

L'expérience des crises bancaires systémiques du passé suggère en effet que leur résolution a toujours mis en jeu une même séquence d'action publique²¹. Premièrement, les autorités publiques doivent opérer un « triage » des principales banques du système en trois groupes : celles qui sont saines, celles qui sont fragiles mais peuvent être remises d'aplomb, et les banques non viables ou « zombies ». Cette phase nécessite un examen approfondi des actifs de chaque banque au-delà de leur représentation comptable (laquelle peut souvent, et particulièrement en situation de crise, différer de leur évaluation économique), de ses engagements y compris hors bilan, et de sa vulnérabilité vis-à-vis d'un éventail de risques. Deuxièmement, les banques du deuxième groupe doivent renforcer leur structure de capital pour rassurer les autorités publiques sur leur viabilité et retrouver la confiance des investisseurs. Troisièmement, les autorités publiques doivent restructurer ou « résoudre » les banques du troisième groupe – un euphémisme qui désigne leur fermeture ou leur démantèlement sous contrôle public ou leur reprise par des concurrents, ou une combinaison de ces différentes options selon différentes modalités possibles d'ingénierie financière. La trilogie triage / recapitalisation / restructuration se retrouve sous des formes diverses dans le dénouement de la crise des *savings & loans* aux Etats-Unis (années 1980s), de la crise suédoise du début des années 1990s, de la crise japonaise des années 1990 et du début des années 2000, et également de la crise bancaire américaine de 2007-09.

²¹ Cette analyse est reprise de « A Solution for Europe's Banking Problem », cf note 6.

Lors de cette dernière, les stress tests du printemps 2009, mentionnés plus haut, ont constitué l'épisode clé du processus de triage permettant un retour spectaculaire de la confiance dans les mois qui ont suivi.

Dès 2009, il était manifeste qu'un processus similaire de triage, suivi des recapitalisations et restructurations qui s'avèreraient nécessaires, serait indispensable pour résoudre la fragilité du système bancaire européen, et que le nationalisme bancaire ne permettrait pas que ce processus soit conduit avec succès dans chaque Etat membre de manière autonome. Conscients de ce fait, et exhortés par le gouvernement américain, les responsables publics européens ont engagé à leur tour plusieurs vagues successives de stress tests, sous l'autorité du Comité des superviseurs bancaires européens (CEBS) en 2009 et 2010 puis de l'EBA qui lui a succédé en 2011. Ces initiatives ont permis d'améliorer à la marge l'information du public sur les risques auxquels les banques soumises aux tests étaient exposées, notamment l'exposition au risque souverain en 2011. Mais les limitations imposées par les Etats membres au CEBS puis à l'EBA en termes d'accès aux données bancaires, d'imposition de définitions et de méthodologies unifiées, et de contrôle des informations et évaluations fournies par les superviseurs nationaux, les ont empêchées d'atteindre leur objectif de rétablissement de la confiance dans les banques. En comparaison, la revue des bilans de 2014 représente un processus très nettement plus crédible : en vertu du règlement SSM, la BCE bénéficie d'un accès direct et juridiquement opposable aux données internes des banques, et surtout les banques ont une incitation à lui ouvrir leurs livres, en tant que future autorité d'octroi de leur licence bancaire, dont le CEBS puis l'EBA

pouvaient seulement rêver. Par ailleurs, le processus de 2014 est centré sur un examen de la qualité des actifs (AQR, pour *asset quality review*) de chacune des banques passées en revue, qui n'avait pas d'équivalent lors des exercices de stress tests en 2009, 2010 et 2011. Pour ces raisons, il est permis d'ores et déjà de prévoir que la revue des bilans effectuée en 2014 sera plus crédible que les stress tests effectués dans les années précédentes par le CEBS puis l'EBA – en dépit de la qualité et du dévouement des équipes de cette dernière.

Pour autant, cette comparaison avec les exercices du passé n'est pas suffisante à établir que le processus en cours sera suffisant pour opérer un « triage » adéquat des principales banques européennes, et pour permettre ainsi le retour de la confiance dans le système dans son ensemble. Précisément parce qu'il s'agit de confiance, le succès de la revue des bilans ne pourra pas être jugé sur la base de critères purement quantitatifs. Notamment, il convient de rejeter l'idée parfois entendue que sa crédibilité serait assurée dès lors que le montant total des besoins en recapitalisation qu'elle conduirait à identifier serait supérieur à un certain seuil – par exemple 50 ou 100 milliards d'euros. La raison en est que l'enjeu de la revue des bilans est la mise à mort des « banques zombies », et non un renforcement du capital des banques qui sont déjà en bonne santé – il est relativement aisé pour celles-ci d'augmenter leurs fonds propres, alors qu'une banque insolvable ne peut vendre de nouvelles actions qu'en trompant les investisseurs sur sa situation réelle. Un processus ardu et approfondi de triage ne peut pas se résumer à un seul montant agrégé.

En réalité, le succès ou l'échec de la revue des bilans ne pourra être établi immédiatement au moment de l'annonce de ses

résultats mais plutôt dans les mois qui suivront, ou dans le courant du premier semestre 2015. Trois critères apparaissent particulièrement pertinents pour en juger :

- Premièrement, les banques en mauvaise santé doivent être identifiées et désignées comme telles. Si une grande banque est déclarée viable à l'issue de la revue mais s'effondre quelques mois plus tard, comme ce fut le cas pour Bankia ou Dexia en 2011, ce sera un échec douloureux pour la BCE et pour la crédibilité de l'ensemble du processus.
- Deuxièmement, la soumission de toutes les banques passées en revue à des exigences de supervision identiques, non seulement dans leur principe mais aussi dans leur mise en œuvre concrète, doit conduire à une convergence des conditions de financement de ces banques indépendamment de leur Etat d'origine au sein de la zone euro, même si cela se traduit par une plus grande différenciation de ces mêmes conditions entre différentes banques au sein d'un même Etat membre. En d'autres termes, la revue des bilans doit contribuer à la défragmentation de l'espace financier européen, conformément à l'objectif de rupture du cercle vicieux banques-Etats exprimé le 29 juin 2012.
- Troisièmement, une fois effectuées les recapitalisations dont la revue aura identifié la nécessité, les conditions de crédit devront se normaliser par rapport à leur situation actuelle tendue, notamment dans les Etats de la périphérie de la zone euro. Même si la revue des bilans ne mettra pas directement fin aux faiblesses actuelles de la demande de crédit (par les emprunteurs potentiels) en raison des perspectives de

croissance moroses, elle doit résoudre les facteurs qui répriment actuellement l'offre de crédit par les banques, contribuant ainsi toutes choses par ailleurs à un accroissement des volumes et à une baisse des taux pour les emprunteurs viables.

Concrètement, la BCE a publié dès fin octobre 2013, quelques jours après l'adoption formelle du règlement SSM, le calendrier de la revue des bilans ainsi que la liste des 124 groupes bancaires à examiner, représentant collectivement la grande majorité des actifs bancaires de la zone euro²². Les méthodologies respectives de l'AQR et des stress tests ont été clarifiées par des communications de la BCE et de l'EBA dans le courant du premier semestre 2014, ainsi que la division des tâches entre la BCE et les superviseurs nationaux. L'essentiel de la collecte des informations nécessaires à l'AQR a été réalisé au printemps 2014, et leur analyse au cours de l'été pour une finalisation des stress tests en début d'automne et une communication des résultats le 17 octobre.

Le défi logistique et technique pour la BCE est considérable, et l'exécution a inévitablement inclus quelques déconvenues. La plus visible est sans doute le report de la mise en place d'un outil

²² Conformément aux critères établis par le règlement SSM, cette liste inclut toutes les banques dont le total de bilan est supérieur à 30 milliards d'euros, ainsi que plusieurs banques plus petites mais figurant parmi les trois plus grandes d'un Etat membre (à Chypre et Malte, au Luxembourg, en Slovénie et dans les pays baltes). Elle inclut plusieurs banques publiques (par exemple en France la Banque Publique d'Investissement ou la Banque Postale) ou nationalisées (dont Dexia, en voie de liquidation après le transfert de ses activités de détail en Belgique à Belfius, également incluse dans la liste), ainsi que des filiales en zone euro de groupes bancaires dont le siège se situe en-dehors de celle-ci (par exemple HSBC France).

de notation (*scoring*) des risques de chaque banque, annoncé en octobre 2013 sous le vocable *supervisory risk assessment* comme l'un des trois piliers de l'exercice, au même titre que l'AQR et les stress tests, mais finalement renvoyé à l'après-revue des bilans en 2015. La BCE semble également ne pas avoir identifié suffisamment en amont certains des défis liés à la communication des résultats de l'AQR, notamment pour les banques cotées en bourses qui sont soumises à de strictes obligations de transparence publique. Cependant, il convient aussi de souligner d'autres aspects plus positifs, que la BCE semble avoir géré avec une maîtrise d'autant plus remarquable qu'elle n'avait aucune expérience préalable en matière de supervision bancaire. Jusqu'à la date de rédaction de ce texte au milieu d'août 2014, sa communication apparaît avoir été adéquate, suffisante pour que les investisseurs et le public puissent former un jugement sans pour autant donner lieu à des effets de surprise indésirables. Elle a recruté un nombre considérable de nouveaux agents spécialisés en un temps très bref (plus de 500 à la mi-2014), à la fois auprès des superviseurs nationaux de la zone euro et dans le secteur privé, avec des exigences élevées de compétence et d'expérience. Elle semble avoir réussi à susciter un climat de coopération constructive de la part de la grande majorité des superviseurs nationaux, en évitant de soulever certains sujets potentiellement conflictuels mais dont la résolution n'est pas urgente, tout en créant autour d'eux un système de contrôle avec l'appui de consultants externes, Oliver Wyman pour la conduite générale du projet et des firmes d'audit dans chaque Etat membre pour la mise en œuvre de l'AQR. Elle a simultanément créé une relation directe avec les banques, en établissant un dialogue avec leurs dirigeants dès le démarrage de l'exercice à l'automne 2013. La BCE a également évité d'envenimer des conflits de compétences

qui auraient pu devenir contreproductifs avec la Commission européenne et notamment les équipes en charge des aides d'Etat au sein de la direction générale Concurrence, qui jouent un rôle clé dans les restructurations bancaires.

Les réactions des marchés et des banques elles-mêmes depuis le démarrage de la revue en octobre 2013 sont également encourageantes. Il y a un an encore, la plupart des investisseurs considéraient cet exercice avec le plus grand scepticisme, échaudés par l'expérience décevante des stress tests de 2010 et 2011. Mais au fil des mois, beaucoup d'entre eux ont été convaincus que le processus d'examen par la BCE serait plus crédible que les précédents. Surtout, les banques elles-mêmes l'ont pris très au sérieux, à en juger par les volumes de fonds propres levés par un nombre significatif d'entre elles depuis l'automne 2013, y compris certains grands établissements qui avaient précédemment laissé entendre qu'ils n'auraient pas besoin d'augmenter leur capital comme Deutsche Bank ou UniCredit. Beaucoup d'analystes attribuent directement ces augmentations de capital récentes à la pression exercée par la revue des bilans.

Pour autant, la phase la plus critique de celle-ci reste encore à venir, avec des discussions et des choix que l'on soupçonne difficiles en anticipation de l'annonce des résultats actuellement prévue le 17 octobre. L'évaluation des actifs bancaires est loin d'être une science exacte, et la BCE souffre d'un handicap supplémentaire compte tenu de son absence d'expérience dans ce domaine. De surcroît, plus de la moitié des banques passées en revue (représentant environ 40 % du total des actifs concernés) ne sont pas cotées en bourse, et ne sont donc pas soumises à des obligations exigeantes de transparence financière vis-à-vis du

public. Toutes choses égales par ailleurs, ceci tend à diminuer d'autant leur discipline en matière comptable.

Il est possible que la BCE identifie dans certaines banques lors de l'AQR des problèmes conduisant à modifier immédiatement leurs pratiques comptables, avec pour conséquence une révision à la baisse de leurs ratios de fonds propres réglementaires qui forcerait leur restructuration immédiate par les autorités publiques de l'Etat membre concerné – comme cela a été le cas pour Banco Espírito Santo au Portugal en août. Pour d'autres, ce seront les stress tests, informés par les résultats de l'AQR, qui conduiront la BCE à formuler des exigences de recapitalisation que ces banques devront remplir dans les six à neuf mois suivants. Les informations détaillées qui seront publiées par la BCE à l'occasion des résultats de la revue des bilans pourront également influencer la perception de ces banques par les investisseurs, selon les cas facilitant ou rendant plus difficile la levée de nouveaux capitaux.

Par ailleurs, une partie de l'information qui aura été collectée au cours de la revue, notamment sur les pratiques comptables et l'exposition à certains risques, pourraient conduire la BCE à envisager des actions de supervision postérieures à l'annonce des résultats, pouvant aller jusqu'à déclencher une procédure de résolution si ces informations sont de nature à conduire la BCE à conclure à la non-viabilité de la banque en question, et même si celle-ci a satisfait aux exigences de fonds propres réglementaires et aux stress tests. De telles actions pourraient s'échelonner dans le courant de l'année 2015, et ainsi s'inscrire dans la logique de traitement de l'héritage reçu de la supervision nationale du passé (*legacy*) sans pour autant être annoncées dès la conclusion de la revue des bilans.

Les restructurations éventuelles à mener du fait de cette dernière pourraient en conséquence avoir lieu, pour certaines dès octobre 2014 mais pour d'autres dans le courant de l'année 2015. En cas de résolution, ces opérations menées en 2015 devraient s'inscrire dans le nouveau cadre juridique créé par la directive BRRD et le règlement SRM, mais sans les obligations de *bail-in* des créanciers *senior* qui n'entrent en vigueur que le 1^{er} janvier 2016. Il est impossible à ce jour d'estimer de manière fiable l'ampleur agrégée de ces restructurations à venir et leur répartition géographique, qui dépendra naturellement des résultats de l'AQR dont rien ou presque n'a filtré dans l'espace public jusqu'à présent. Trois remarques s'imposent néanmoins à leur propos.

Premièrement, le coût et l'impact de ces restructurations, comme dans les cas passés, dépendra fortement de la manière dont elles seront menées, y compris la promptitude et la compétence des autorités de résolution (nationales en 2014, et coordonnées par le SRB à partir de 2015) et les choix opérés en matière de *bail-in* des créanciers. A ce titre, la participation financière des créanciers subordonnés, désormais imposées par la Commission européenne au titre de sa compétence de contrôle des aides d'Etat, est devenue une pratique de plus en plus établie et prévisible au cours des deux dernières années en Europe, avec notamment les précédents établis dans le cas des banques espagnoles en 2012, de la banque néerlandaise SNS Reaal début 2013, et d'Espirito Santo il y a quelques semaines. Cependant, de fortes incertitudes continuent de peser sur l'attitude qui sera adoptée vis-à-vis des créanciers *senior*.

D'un côté, ceux-ci ont à peu près systématiquement échappé au *bail-in* dans la pratique récente des restructurations bancaires en Europe, mis à part le cas très spécifique de Chypre en mars 2013,

et l'analyse selon laquelle leur participation forcée mettrait en danger la stabilité systémique reste partagée par nombre de responsables publics européens. D'un autre côté, le *bail-in* des créanciers *senior* réduirait le coût direct des restructurations pour les finances publiques des Etats membres concernés (ou pour leurs fonds de résolution, ce qui revient à peu près au même), et constitue par ailleurs un thème potentiellement mobilisateur sur le plan politique.

Dans ce contexte, le risque existe que différents Etats membres soient conduits à adopter des pratiques différentes en matière de *bail-in* des créanciers *senior*, ce qui pourrait avoir l'effet entièrement contre-productif de renforcer le cercle vicieux banques-Etats dans le cas où le champ d'extension du *bail-in* serait plus large dans les Etats financièrement les plus fragiles – comme ce fut le cas à Chypre, où le champ du *bail-in* a même inclus les déposants non garantis. A défaut de législation européenne commune immédiatement effective dans ce domaine (avant l'entrée en vigueur des dispositions correspondantes de la directive BRRD en 2016), la solution de facilité sera le remboursement de ces créanciers par l'Etat ou le fonds de résolution (comme dans le cas d'Espirito Santo), mais au prix d'un coût plus important des restructurations pour les finances publiques et, le cas échéant, de difficultés politiques. Il convient également de noter que certains Etats membres n'ont pas encore mis à jour leur environnement législatif pour maximiser la sécurité juridique du choix de *bail-in* : en France par exemple, la loi bancaire de juillet 2013 ne donne pas à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution la capacité de forcer la participation

financière des créanciers *senior* comme le recommande la BRRD²³.

Deuxièmement, le financement des opérations de restructuration et la gestion des actifs et des activités qui passeraient à cette occasion sous contrôle public sont également des sources d'incertitudes importantes. Comme on l'a vu à propos du débat sur la recapitalisation directe par le MES et des décisions sur la montée en puissance et la « mutualisation » progressives du SRF à partir de 2016, il n'a pas été possible de parvenir à un accord européen pour mettre en place des outils financiers supranationaux qui pourraient participer aux restructurations bancaires consécutives à la revue des bilans. Certains Etats membres ont mis en place des réserves financières spécifiques pour faire face à des restructurations bancaires imprévues (là encore il convient de citer le cas du Portugal et d'Espirito Santo), mais ce n'est pas le cas de tous. Par ailleurs, le fait de gérer les actifs qui passeront sous contrôle public dans un cadre strictement national sera inévitablement générateur d'inefficacités et de surcoûts financiers. La mise en commun au niveau européen de cette gestion d'actifs pourrait être génératrice de synergies significatives, et contribuerait ainsi à la défense des intérêts des contribuables. Il serait tout à fait possible de mettre en place une ingénierie financière appropriée pour exploiter ces synergies sans pour autant mutualiser les risques et les gains financiers entre Etats membres²⁴. Mais une action très rapide de la part des Etats

²³ Cf par exemple « France Implements Bail-In », document du cabinet juridique Davis Polk disponible sur le site www.davispolk.com, 23 juillet 2013.

²⁴ Voir aussi à ce sujet « A Solution for Europe's Banking Problem » (2009), cf note 6 ; et le document intitulé « Do we need a European bad bank? » présenté par Hans-Jürgen Walter, associé chez Deloitte, lors d'une table ronde

membres serait nécessaire pour qu'une telle solution soit mise en place à temps pour gérer les conséquences de la revue des bilans, et il n'y a hélas guère d'indication qu'une volonté politique suffisante existe actuellement en ce sens.

Troisièmement, le risque existe en théorie que les conséquences de la revue des bilans, combinées à un choix de *bail-out* des créanciers *senior*, réveillent le spectre du risque souverain concernant les Etats membres les plus fragiles, effaçant une grande partie des gains de la « contagion positive » observée depuis la mi-2012. Si ce risque ne peut être exclu, il apparaît toutefois faible dans les circonstances actuelles, pour les raisons analysées plus haut. Les conditions de marché favorables de l'année écoulée ont permis aux Etats de la périphérie de reconstituer des marges de manœuvre, et surtout la perception des investisseurs demeure celle d'un engagement fort de l'ensemble de la zone euro pour éviter un nouveau défaut souverain. Dans ce contexte, si les besoins financiers créés par les restructurations bancaires en venaient à avoir un effet massivement déstabilisateur sur les marchés de dette publique, il apparaît probable que les Etats membres mettraient en place de nouveaux mécanismes d'assistance. Cette anticipation d'une solidarité probable bien que non définie *ex ante*, basée sur l'expérience de 2012, exerce en tant que telle un effet puissamment stabilisateur.

En conclusion, il est permis de porter un jugement d'ensemble sur les perspectives de succès de la revue des bilans, que l'on peut résumer comme nuancé mais globalement optimiste. La BCE, dont la crédibilité est en jeu, a de fortes incitations pour la

mener à bien de manière rigoureuse. Il lui reste à confirmer sa détermination et sa capacité à assumer les conséquences des restructurations bancaires qu'elle provoquerait, en dépit des tensions politiques y afférentes avec les gouvernements et les opinions publiques des pays concernés, y compris le cas échéant dans les « grands » Etats membres dont l'Allemagne et la France. Il lui reste également à démontrer son engagement en termes de transparence vis-à-vis du public des informations relatives à chacune des banques examinées : l'expérience des stress tests américains de 2009 notamment suggère qu'une telle transparence peut constituer une composante essentielle du retour de la confiance. Mais dans l'ensemble, la BCE apparaît à même de relever ces défis. Les Etats membres en revanche, ou du moins certains d'entre eux, apparaissent mal préparés aux difficultés à venir associées aux restructurations consécutives à la revue des bilans, ce qui pourrait générer des tensions politiques importantes. La probabilité que celles-ci mettent en cause l'ensemble de l'exercice apparaît toutefois relativement faible.

Un échec de la revue des bilans au regard des critères définis plus haut, remettant en cause les acquis consécutifs à la décision de juin 2012 d'engager le projet d'union bancaire, pourrait avoir des conséquences graves pour le secteur bancaire et la BCE, et au-delà, pour l'avenir de l'UE. En cas de succès même imparfait, en revanche, la possibilité d'une amélioration rapide des conditions de crédit contribuant à une augmentation concomitante des perspectives de croissance dans la zone euro n'est pas à écarter, même si bien d'autres facteurs continueront naturellement de peser sur l'environnement économique.

IV - Les conséquences structurelles

L'union bancaire est née de la crise, et les motivations directes des décisions du 29 juin 2012 concernaient la gestion de crise. En conséquence de ces décisions, et en dépit de la marche arrière sur l'utilisation du MES, le lancement du programme OMT par la BCE a mis fin à la phase la plus aiguë de la crise, et la revue des bilans est en bonne voie pour mettre fin à sept ans de fragilité systémique du secteur bancaire européen. Mais au-delà de son utilité immédiate, l'union bancaire se définit comme un changement structurel, avec de multiples conséquences à long terme. La relation entre secteur financier et autorités publiques est un des éléments constitutifs les plus structurants des systèmes économiques développés : le transfert de cette relation du niveau national au niveau européen, pour lent et incomplet qu'il soit, représente donc une forme de changement de régime économique.

Comme tout changement de régime, il est probable que celui-ci aura de nombreuses conséquences imprévues, et il convient de se garder de tout déterminisme. Comme on l'aura noté, le succès de la revue des bilans n'est pas garanti, et son échec remettrait en cause l'ensemble du projet d'union bancaire. Il est par ailleurs impossible d'envisager les conséquences de l'union bancaire indépendamment de son contexte politico-économique européen, qui est soumis à d'innombrables incertitudes. Pour ne citer que deux facteurs de très court terme, le référendum écossais et les développements en Ukraine orientale sont potentiellement porteurs de changements de trajectoire pour l'UE ; même si la probabilité de conséquences majeures peut paraître limitée pour

chacun d'entre eux, l'impact cumulé de tels facteurs d'insécurité a peu de chances d'être négligeable. Plus généralement, l'union bancaire ne peut être analysée dans le contexte de la transformation de l'UE comme un développement isolé, mais s'insère plutôt dans le cadre de la quadruple union (bancaire, budgétaire, économique et politique) esquissée par le rapport Van Rompuy de juin 2012. A terme, des avancées dans les trois autres domaines, incluant nécessairement une modification des traités européens, seront nécessaires pour que l'union bancaire puisse être achevée, et que le cercle vicieux banques-Etats puisse être effectivement rompu.

Pour autant, certaines conséquences structurelles probables de l'union bancaire peuvent d'ores et déjà être identifiées – toutes sous l'hypothèse d'un succès d'ensemble de la revue des bilans en cours. Les dix tendances suggérées ci-dessous ont de bonnes chances de se matérialiser, même si ce sera sans doute selon des rythmes différents de l'une à l'autre.

1. Une supervision plus rigoureuse.

Comme analysé plus haut, les incitations perverses créées par la combinaison entre nationalisme bancaire et intégration financière européenne expliquent une bonne part des déboires qui ont durement entamé la crédibilité des superviseurs bancaires nationaux dans la plupart des Etats membres de l'UE. Les incitations de la BCE en tant que superviseur européen seront d'une nature différente, et devraient se traduire par une supervision plus rigoureuse et mieux alignée avec l'objectif de stabilité du système financier. La BCE ne sera certes pas exempte de conflits d'intérêt, au premier chef celui entre politique

monétaire et supervision bancaire. Mais ceux-ci devraient être dans l'ensemble moins dommageables que ceux auxquels étaient soumis les superviseurs nationaux des Etats membres dans la période précédant l'union bancaire.

La BCE s'est donnée pour objectif de recruter environ un millier d'agents à Francfort pour son activité de supervision d'ici à 2015. Pour chaque banque soumise à son autorité directe, elle disposera d'une « équipe de surveillance conjointe » (*joint supervisory team*) dirigée par un agent de la BCE, et incluant également des responsables de supervision nationaux dans les principaux pays où la banque en question est établie, y compris celui du siège si celui-ci est situé à l'intérieur de la zone union bancaire. Elle disposera de moyens de contrôle unifiés, en termes de systèmes d'information, d'outils d'analyse des risques et de *scoring*, et de méthodologies de surveillance pour lesquelles la BCE s'est dotée d'un « manuel de supervision » élaboré en concertation avec les superviseurs nationaux participants.

La relation entre la BCE et les superviseurs nationaux sera naturellement une dimension importante de l'union bancaire. A ce jour elle est régie par un règlement de la BCE publié le 24 avril 2014, qui sera certainement appelé à évoluer dans la durée. Pour le moment, la BCE a choisi de ne pas s'établir elle-même dans chacun des Etats membres avec des équipes qui lui seraient propres, mais ce choix est susceptible de révisions futures en fonction de l'efficacité de la coopération qui pourra être établie avec chacune des autorités nationales. Le règlement SSM donne à ce titre une grande marge de manœuvre à la BCE, sous réserve bien entendu de l'accord de son Conseil de surveillance prudentielle (*supervisory board*) dans lequel les superviseurs nationaux détiennent la majorité des voix, et du

Conseil des gouverneurs en dernier ressort. On peut noter à ce titre que les décisions qui seront présentées au Conseil de surveillance prudentielle par les « équipes de surveillance conjointes » seront de la responsabilité du seul chef d'équipe, donc de l'agent de la BCE participant, et non pas prises par vote ou consensus au sein de l'équipe qui comprend les représentants des superviseurs nationaux²⁵.

L'expérience de la politique de concurrence de l'UE, qui fournit le point de comparaison le plus pertinent en la matière, tend à renforcer le point de vue selon lequel la BCE jouira sans doute d'une indépendance et d'une autorité plus fortes que les superviseurs nationaux actuels, ce qui pourrait également contribuer à terme à un renforcement de la position institutionnelle de ces derniers dans leurs environnements domestiques respectifs. Enfin, on peut s'attendre à ce que le champ d'autorité de surveillance directe de la BCE s'étende progressivement au-delà des 124 groupes bancaires soumis cette année à la revue des bilans, comme le règlement SSM en ouvre la possibilité, même si le contrôle des milliers de banques locales qui existent actuellement en Europe reste pour le moment délégué au superviseur national.

2. Une transparence renforcée.

Le démantèlement graduel de la protection accordée de fait aux « champions nationaux » au titre du nationalisme bancaire devrait se traduire par une meilleure transparence du secteur bancaire européen, en termes de pratiques comptables et de fiabilité des

²⁵ Le Conseil de surveillance prudentielle sera toutefois informé en cas de différences d'opinion au sein de l'équipe de surveillance conjointe.

ratios réglementaires. On peut notamment s'attendre à ce que la BCE se fasse l'avocat d'une plus forte convergence comptable en Europe, par une mise en commun de la surveillance des firmes d'audit (actuellement de la responsabilité d'autorités nationales très hétérogènes) et du contrôle public de l'application des normes comptables communes européennes (qui pourrait logiquement être confiée à l'ESMA²⁶, autorité européenne de surveillance des marchés de valeurs mobilières créée en 2011 en même temps que l'EBA). La BCE s'appliquera certainement aussi à imposer plus de rigueur et de cohérence transfrontalière aux banques pour le calcul de leurs fonds propres, de leurs provisions pour créances douteuses, de l'évaluation de leur collatéral, ou de la pondération de leurs actifs par les facteurs de risque qui entrent en jeu dans la détermination des ratios réglementaires définis notamment par le règlement CRR.

Au-delà de l'imposition aux banques surveillées d'obligations de transparence plus exigeantes que dans le passé, on peut également espérer que la BCE fasse elle-même preuve d'une transparence accrue en tant que superviseur, en amélioration de la pratique actuelle des superviseurs nationaux européens et dans un esprit plus proche de celle des autorités américaines²⁷.

3. Une meilleure discipline de marché.

Comme analysé plus haut, le basculement vers l'union bancaire en 2012 a été concomitant d'un nouveau consensus européen en

²⁶ *European Securities and Markets Authority*

²⁷ Une comparaison euro-américaine dans ce domaine figure dans l'étude « Supervisory Transparency in the European Banking Union » par Christopher Gandrud et Mark Hallerberg, Bruegel, janvier 2014.

faveur de la participation financière des ayant-droits des banques (*bail-in*) en cas de restructuration. Cette préférence pour les « renflouements internes » a été concrétisée dans l'ordre juridique européen par la directive BRRD, et son corollaire est la mise en place d'un mécanisme de résolution plus centralisé par le règlement SRM.

La participation financière des créanciers subordonnés aux côtés des actionnaires dans le traitement des crises bancaires est devenue la pratique de référence en Europe dans le courant des deux dernières années, et représente une amélioration sensible de la discipline de marché en comparaison des cinq premières années de la crise entre 2007 et 2012, lorsque la quasi-totalité des créanciers subordonnés et même certains actionnaires de banques en difficulté avaient bénéficié de l'assistance généreuse des pouvoirs publics dans la grande majorité des Etats membres (le Danemark faisant exception). L'étape suivante est d'ancrer dans les anticipations des investisseurs la participation des créanciers *senior*, prévue dans le cadre de la directive BRRD à compter de janvier 2016. Ce défi est encore loin d'être relevé.

Il faudra nécessairement sans doute du temps pour construire une jurisprudence européenne équivalente à celle existante aux Etats-Unis après des décennies d'activité de la *Federal Deposit Insurance Corporation*, l'agence fédérale américaine de garantie des dépôts et de résolution des banques en difficulté – laquelle n'a elle-même pas été sans de nombreux essais et erreurs. Notamment, la BRRD prévoit un *bail-in* minimum à hauteur de 8% des actifs totaux des banques mises en résolution comme condition préalable au financement de la restructuration par des fonds publics (y compris les fonds de résolution mis en place au niveau des Etats membres et de la zone union bancaire), dont

l'adéquation à des situations concrètes de gestion de crise reste à établir. De même, la gouvernance complexe du « mécanisme de résolution unique », qui n'a d'unique que le nom dans la mesure où il préserve une marge d'autonomie pour les autorités nationales de résolution, aura sans doute besoin d'être révisée après avoir été éprouvée dans des conditions réelles. Mais en dépit de ces incertitudes, le choix de l'UE d'imposer aux créanciers des banques une discipline plus rigoureuse de participation financière aux restructurations à venir apparaît crédible et irréversible, et en contraste marqué avec les pratiques européennes antérieures à 2012.

4. De nouvelles initiatives d'harmonisation.

Les textes législatifs adoptés par l'UE en 2013-14 fournissent la base de départ de l'union bancaire, mais il est probable que la pratique de celle-ci à partir du transfert effectif de l'autorité de supervision à la BCE en novembre prochain mette en lumière de nombreux domaines dans lesquels l'hétérogénéité des règles applicables d'un Etat membre à l'autre entre en tension avec les objectifs de l'union bancaire et appelle des corrections. En particulier, les réglementations sur la protection des consommateurs, la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme, et d'autres règles de conduite de l'activité bancaire demeurent du ressort national, mais pourraient donner lieu à des conflits de compétences entre les autorités nationales et la BCE, par exemple en matière de critères d'acceptation des nominations de nouveaux dirigeants au sein des banques surveillées. Un autre enjeu lié à l'actualité concerne la séparation de certaines activités au sein de groupes bancaires diversifiés, en vue de laquelle plusieurs Etats membres (dont

l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni) ont adopté récemment des textes de loi divergents et la Commission européenne a publié une proposition de directive en janvier 2014.

L'enjeu le plus délicat et sans doute le plus important à moyen terme en matière d'harmonisation concerne le droit des faillites bancaires. Dans la mesure où les procédures de résolution de banques en difficulté sont définies juridiquement comme une alternative préférable à la mise en faillite, l'absence d'un régime de faillite unifié représente un obstacle fondamental à la mise en place d'un véritable mécanisme de résolution unique. Une solution possible consisterait en la mise en place d'un régime spécial européen pour les banques d'importance systémiques par exception au droit commun (national) des faillites, mais une telle mesure soulèverait de nombreuses questions juridiques, opérationnelles et politiques dont la résolution promet d'être épineuse.

En outre, le fait que tous les Etats membres de l'UE ne participent pas à l'union bancaire représente un défi commun à ces enjeux futurs d'harmonisation. Le Royaume-Uni et d'autres insistent à juste titre sur la nécessité de maintenir l'intégrité du marché unique, mais pourraient ne pas partager les objectifs d'harmonisation des Etats membres de la zone union bancaire. Comme on l'a vu, le règlement SRM représente une forme de quadrature du cercle en se référant au marché unique tout en excluant en pratique certains Etats membres de son champ d'application, mais la soutenabilité juridique de cette approche reste incertaine.

5. Une érosion de la répression financière.

L'expression « répression financière » est utilisée de manière générale par les économistes pour désigner l'utilisation par l'Etat du système bancaire et financier domestique pour faciliter l'atteinte de ses propres objectifs de financement, par exemple en forçant les ménages et les autres acteurs économiques à placer leur épargne en dette publique nationale. Au cours des dernières années, une modalité significative a été la tendance des banques, et notamment des plus locales d'entre elles dans la périphérie de la zone euro, à accumuler des portefeuilles très significatifs de dette souveraine domestique. Cette tendance s'explique certainement au moins en grande partie par la pression informelle (*moral suasion*) reçue de la part des autorités publiques nationales.

A l'opposé de celles-ci, la BCE aura toutes les raisons d'encourager les banques placées sous sa responsabilité de supervision à diversifier leurs risques, et donc à limiter une exposition au risque souverain du pays de leur siège qui a été l'une des composantes clés du cercle vicieux banques-Etats en 2011-12. Cette préoccupation pourrait donner lieu à terme à une limitation réglementaire du « biais domestique » dans les portefeuilles de dette souveraine, avec toutefois une gestion en douceur de la transition correspondante²⁸.

6. Des consolidations transfrontalières.

²⁸ Voir sur ce point l'entretien accordé au *Financial Times* par Danièle Nouy, présidente du Conseil de surveillance prudentielle au sein de la BCE, le 10 février 2014

Là encore en contraste marqué avec les superviseurs nationaux dont elle prend la succession, la BCE devrait tendre à encourager les opérations de fusions-acquisitions transfrontalières entre banques de différents Etats membres de la zone union bancaire. Les superviseurs nationaux, motivés par le nationalisme bancaire, ont eu tendance à faire obstacle à de telles transactions, malgré la vigilance exercée par la Commission européenne au titre du contrôle des concentrations qui a mis depuis quinze ans un terme aux pratiques les plus protectionnistes dans ce domaine. Au contraire, la BCE a d'ores et déjà indiqué qu'elle verrait ce type d'opérations du meilleur œil, compte tenu de leur potentiel de renforcement de l'intégration du système financier européen²⁹. Une telle vague de consolidation sectorielle en Europe pourrait ne pas avoir lieu immédiatement, compte tenu des incertitudes importantes qui continueront de peser sur le secteur bancaire européen dans la période qui suivra la revue des bilans, mais elle est probable à un horizon de moyen terme de l'ordre de trois à cinq ans. On peut également imaginer qu'elle s'accompagne d'une augmentation des participations de groupes bancaires d'origine non-européenne dans des banques de la zone union bancaire, actuellement très peu nombreuses.

Au-delà de la constitution accélérée de groupes bancaires paneuropéens, l'union bancaire devrait également fortement favoriser l'intégration interne de banques qui disposent déjà d'activités importantes dans de multiples pays de la zone union bancaire, tels que BNP Paribas, Deutsche Bank ou UniCredit. Dans ces groupes, l'allocation du capital et de la liquidité d'un

²⁹ On se référera par exemple au discours de Mario Draghi, « Financial Integration and Banking Union », prononcé à Bruxelles le 12 février 2014 pour le vingtième anniversaire de la création de l'Institut monétaire européen.

Etat membre à l'autre est rendue plus difficile par les autorités nationales qui cherchent à concentrer autant que possible les financements sur leurs territoires respectifs. La levée progressive de ces obstacles par la prise d'autorité de la BCE devrait ainsi contribuer aussi à une meilleure efficacité de l'allocation des capitaux dans de tels groupes. Comme l'illustre notamment l'expérience des Etats-Unis, on peut s'attendre à ce que la constitution d'un système financier de plus en plus intégré au sein de la zone union bancaire accroisse sensiblement la capacité de résistance de l'économie européenne à des chocs économiques ou financiers localisés, même en l'absence de progrès significatifs sur le front de l'union budgétaire.

7. Une diversité accrue du système financier.

Comme on l'a vu plus haut dans la comparaison des réponses à la crise financière de part et d'autre de l'Atlantique, la prédominance de l'intermédiation bancaire dans le système financier européen a constitué dans l'ensemble un facteur de fragilité et un obstacle à une résolution rapide de la crise, en comparaison avec un écosystème financier américain sensiblement plus diversifié. Or cette prédominance des banques, plus accentuée en Europe que dans la plupart des économies à un niveau comparable de développement, est en partie une conséquence du nationalisme bancaire. Celui-ci a en effet incité les autorités nationales à réprimer, toutes choses égales par ailleurs, le développement de canaux alternatifs de fourniture de crédit qui, en faisant concurrence aux champions bancaires nationaux, auraient pu affaiblir ceux-ci dans la compétition pan-européenne.

Dans ce domaine comme dans les précédents, la BCE sera sujette à des incitations très différentes. La préoccupation de stabilité du système devrait la conduire à favoriser plutôt qu'à empêcher le développement du crédit hors du système bancaire, qu'il s'agisse des marchés d'obligations ou de titrisation ou d'intermédiaires spécialisés non bancaires. On peut donc s'attendre à ce que la BCE favorise des initiatives législatives et réglementaires allant en ce sens au cours des prochaines années³⁰.

8. Une extension à certaines entreprises financières non bancaires.

En lien avec le point précédent, l'union bancaire va faire apparaître un contraste marqué avec le degré encore limité d'intégration des systèmes de surveillance publique des autres composantes du système financier européen, et notamment des infrastructures structurantes des marchés de capitaux telles que les chambres de compensation. Ce décalage donnera sans doute lieu à de nouvelles initiatives d'intégration de la supervision au-delà du secteur bancaire, en partie dans un souci de cohérence avec l'union bancaire et en partie comme moteur de développement de nouvelles formes d'intermédiation. Jean-Claude Juncker l'a laissé entendre dans son discours programme à l'occasion de son élection comme président de la Commission par le Parlement européen, le 15 juillet 2014, en appelant de ses

³⁰ Voir par exemple le discours « Banking union and the future of banking » prononcé à Dublin par Vitor Constâncio, membre du directoire de la BCE, le 2 décembre 2013 ; et celui prononcé à Paris le 19 mai 2014 par Benoît Coeuré, également membre du directoire, sous le titre « L'achèvement du marché unique des capitaux ».

vœux une « union des marchés de capitaux », sans toutefois donner de détails précis sur son contenu.

Compte tenu du rôle essentiel de la place de Londres dans les marchés de capitaux européens, la nature de cette nouvelle « union » sera déterminée en grande partie par le degré auquel le Royaume-Uni y participera. Des précédents existent de surveillance centralisée d'entreprises financières dans le cadre du marché unique, avec le contrôle des agences de notation qui est assuré par l'ESMA depuis 2011, et aussi le rôle dominant de l'ESMA dans la surveillance des référentiels centraux (*trade repositories*) auxquels doivent être transmis depuis février 2014 toutes les données de transactions sur dérivés.

D'un côté, rien ne garantit que le Royaume-Uni et d'autres Etats membres non participants à l'union bancaire souhaitent partager leur responsabilité de supervision pour de nouvelles catégories d'acteurs financiers. D'un autre côté, la constitution d'une « union des marchés de capitaux » au périmètre limité à celui de l'union bancaire, à supposer qu'elle soit compatible avec les règles du marché unique, ne serait pas nécessairement une bonne nouvelle pour le secteur financier britannique. Cette question devra sans doute être débattue dans un contexte marqué par l'évolution rapide de la relation entre le Royaume-Uni et le reste de l'UE, ce qui en accroît encore la complexité.

9. Une transformation de la géographie financière européenne.

L'union bancaire, et plus généralement l'intégration financière européenne, aura un impact important sur la localisation des

activités financières en Europe, poursuivant en cela une dynamique de différenciation qui a déjà donné lieu à beaucoup de changements au cours des deux dernières décennies. Il est fort possible que la consolidation transfrontalière conduise à la concentration des sièges de grandes banques dans un nombre limité de places financières. En conséquence, il est probable que dans plusieurs Etats d'Europe occidentale, la grande majorité du système bancaire soit à terme sous contrôle d'institutions financières basées dans d'autres Etats membres, comme c'est déjà le cas dans la plupart des pays d'Europe centrale et orientale. Ce développement s'accompagnera sans doute d'une spécialisation accrue des places financières en Europe. Il va de soi que la nouvelle géographie financière qui résulterait de ces évolutions dépendra de nombreux facteurs dont la prévisibilité actuelle est limitée, à commencer par le périmètre futur de l'union bancaire en fonction des adhésions à venir d'Etats-membres à celle-ci ou à la zone euro.

10. Une représentation externe renouvelée.

L'union bancaire aura également des effets externes à l'UE, en modifiant l'équilibre actuel dans les négociations internationales et les organismes mondiaux relatifs au secteur bancaire. Notamment, la BCE deviendra un acteur plus important encore qu'à l'heure actuelle dans des institutions telles que le Comité de Bâle et le Conseil de Stabilité Financière (FSB, pour *Financial Stability Board*). Tous deux jouent un rôle important et croissant en matière d'harmonisation internationale des règles et des pratiques en matière d'exigences de fonds propres et de liquidité, de contrôle des entreprises financières d'importance systémique, ou de réglementation des marchés de dérivés.

Cette évolution se traduira sans doute par une double dynamique, de renforcement de l'influence européenne dans de telles enceintes mais aussi de marginalisation relative des Etats membres en leur sein, en tout cas de ceux participant à l'union bancaire. Notamment, la participation de superviseurs nationaux d'Etats membres de la zone euro dans le Comité de Bâle (actuellement ceux de l'Allemagne, de la Belgique, de l'Espagne, de la France, de l'Italie et des Pays-Bas, soit plus d'un cinquième des membres du comité) sera de plus en plus difficile à justifier, et même celle des banques centrales nationales de la zone euro dans le FSB (les mêmes sauf la Belgique) pourrait à terme être remise en question.

Les effets esquissés ci-dessus sont porteurs d'opportunités pour l'Europe, mais aussi de risques. Pour n'en citer que quelques-uns : la surveillance des banques par la BCE pourrait se révéler inefficace, elle pourrait être affectée par une influence indue des plus grandes banques européennes ou d'autres intérêts financiers, et elle pourrait générer des conflits d'intérêts de plus en plus difficiles à gérer avec la politique monétaire qui demeure la responsabilité première de l'institution. L'exemption des banques locales du champ de surveillance directe par la BCE pourrait conduire à des dynamiques d'arbitrage réglementaire aboutissant à la concentration des risques dans ces établissements et à une crise systémique, comparable à celle des *savings & loans* aux Etats-Unis à la fin des années 1980. Le modèle unifié de supervision appliqué par la BCE pourrait se révéler trop rigide, pénalisant certains types de banques qui apportent une contribution utile à l'économie et érodant de manière dommageable la diversité du système bancaire européen. La consolidation transfrontalière du secteur bancaire pourrait

conduire à une exacerbation des risques de système liés aux banques « *too big to fail* ».

La relation entre la BCE, le SRB et les Etats membres pourrait conduire à des conflits politiques difficiles à gérer dans le traitement de crises bancaires aiguës, affectant des établissements au statut symbolique dans la perception des opinions publiques nationales. La bonne coopération entre la BCE et les superviseurs nationaux, et entre le SRB et les autorités de résolution nationales, pourrait se révéler impossible à atteindre, et les différentes autorités de niveau européen (dont la BCE, le SRB, l'EBA, l'ESMA et la Commission européenne) pourraient également souffrir de rivalités de boutique et de conflits de juridiction entre elles. La coexistence en cercles concentriques de la zone euro, de la zone union bancaire et de l'UE pourrait se traduire par des distorsions nuisibles, remettant en question la vision du marché unique des services financiers. Enfin, la démobilisation des outils de répression financière dont ont disposé traditionnellement les Etats membre vis-à-vis de leurs secteurs bancaires respectifs pourrait avoir des conséquences déstabilisantes pour les finances publiques de ces Etats, et aussi, le cas échéant, pour des entités financières non bancaires qui resteraient soumises à une surveillance de niveau national – par exemple les compagnies d'assurances et, dans les pays où ils existent, les fonds de pension.

Enfin, comme suggéré au début de cette section, les effets en cascade de l'union bancaire interagiront aussi avec le débat plus large sur l'avenir des institutions européennes. En cas de négociations sur un changement des traités, le rôle et la position de l'autorité de supervision européenne au sein de la BCE fera certainement l'objet d'un réexamen, qui pourrait aller jusqu'à une

séparation complète pour en faire une entité juridique séparée de la banque centrale. Plusieurs observateurs en ont exprimé le souhait, notamment en Allemagne où une attention particulièrement vive est portée aux conflits d'intérêt de nature à affecter potentiellement l'intégrité de la politique monétaire.

Par ailleurs, des progrès en direction d'une véritable union budgétaire, avec une autonomisation de la capacité financière publique au niveau européen, pourrait débloquent le débat actuellement gelé sur la possibilité d'une mise en commun de la garantie des dépôts dans l'ensemble de l'union bancaire. En retour, le Fonds de résolution unique, si sa mise en œuvre progressive est couronnée de succès, pourrait jouer un rôle de catalyseur du débat sur la mise en place de ressources financières propres au niveau européen.

La question de la responsabilité politique et démocratique des autorités nouvellement créées continuera certainement de se poser, de manière plus ou moins aiguë en fonction des développements qui affecteront le secteur financier européen. Le parlement européen a obtenu un droit de regard plus important sur l'activité de la BCE comme superviseur bancaire (ainsi que sur la nomination de certains membres du Conseil de surveillance prudentielle) que sur ses opérations de politique monétaire, mais ces avancées ne suffiront pas nécessairement à assurer la légitimité des décisions à venir. En ce sens, l'union bancaire contribuera à alimenter une discussion collective sur le caractère démocratique des institutions de l'UE, dont l'élection de M. Juncker comme président de la Commission a marqué un épisode mais qui se poursuivra certainement de manière active et animée dans le courant des années à venir.

Conclusion

La crise de la zone euro est loin d'être résolue. La révision récente à la baisse des perspectives de croissance dans plusieurs pays clés, dont la France, et la persistance d'une insuffisance de la demande agrégée dans l'ensemble de la zone euro en témoignent. Le développement de cette crise est en outre affecté de manière unique par le fait que les institutions de l'UE (et de la zone euro et de l'union bancaire) sont en perpétuel devenir. La conscience partagée de leur caractère malléable et non définitif en fait une source supplémentaire de complexité et d'incertitude. La volatilité politique de plus en plus évidente qui résulte de cette combinaison conduira sans doute au cours des prochaines années à de brusques changements de perspective collective.

L'union bancaire, matérialisant une vision qui était encore considérée il n'y a guère trois ans comme parfaitement utopique par la plupart des observateurs et des acteurs européens, représente un de ces changements de perspective. Elle a contribué puissamment à la résolution de la phase la plus aiguë de contagion sur les marchés de dette souveraine en 2012. Elle ne suffit évidemment pas à dénouer la crise, même en supposant un succès complet de la revue des bilans actuellement effectuée par la BCE. Elle peut contribuer de manière importante à sa solution, en mettant fin à la fragilité du système bancaire qui a continuellement tiré l'économie européenne vers le bas depuis 2007 et en permettant le retour de l'allocation du crédit à des conditions normales. Cette union bancaire inachevée nécessitera sans doute de nombreuses révisions à moyen et long terme. Mais la combinaison de l'union monétaire et d'une union bancaire

même partielle sera certainement plus solide que l'union monétaire sans union bancaire du tout, qui a été le lot de la zone euro de 1999 à 2012.

Compte tenu de son ambition et de sa complexité, il n'est pas surprenant que l'union bancaire ait connu des revers, et que certains des objectifs initiaux aient été revus à la baisse ou remis à plus tard. Mais elle n'en reste pas moins une rupture dont les conséquences positives pour les Européens ont déjà été considérables, et continueront de l'être en toute probabilité au cours des mois et des années à venir. Dans une Union européenne qui continue d'affronter de très grandes difficultés, ce succès mérite d'être reconnu et célébré.

Liste des acronymes utilisés

AQR : *Asset Quality Review* – examen de la qualité des actifs

BCE : Banque Centrale Européenne

BRRD : *Bank Recovery & Resolution Directive* – directive sur le redressement et la résolution des banques

CEBS : *Committee of European Banking Supervisors* – Comité des superviseurs bancaires européens

CRD : *Capital Requirements Directive* – directive sur les exigences de fonds propres

CRR : *Capital Requirements Regulation* – règlement sur les exigences de fonds propres

DGS : *Deposit Guarantee Scheme* – système de garantie des dépôts

EBA : *European Banking Authority* – Autorité bancaire européenne

ESMA : *European Securities and Markets Authority* – Autorité européenne des marchés financiers

FMI : Fonds Monétaire International

FSB : *Financial Stability Board* – Conseil de stabilité financière

MES : Mécanisme Européen de Stabilité

OMT : *Outright Monetary Transactions* – opérations monétaires sur titres

PIB : produit intérieur brut

SRB : *Single Resolution Board* – Conseil de résolution unique

SRF : *Single Resolution Fund* – Fonds de résolution unique

SRM : *Single Resolution Mechanism* – mécanisme de résolution unique

SSM : *Single Supervisory Mechanism* – mécanisme de supervision unique

UE : Union européenne

L'expression « revue des bilans » est utilisée dans le cahier pour désigner le processus que la BCE nomme « évaluation complète » (*comprehensive assessment*), en application de l'article 33(4) du règlement SSM du 15 octobre 2013. L'expression « zone union bancaire » se réfère à la réunion des Etats membres de l'UE participant à l'union bancaire, y compris tous les Etats membres de la zone euro ainsi que ceux des autres Etats membres qui auront choisi de rejoindre volontairement l'union bancaire selon les termes de l'article 7 du règlement SSM.

L'auteur du cahier :

Nicolas Véron est économiste au centre de réflexion européen Bruegel à Bruxelles, dont il a été le cofondateur avec Jean-Pisani-Ferry à partir de 2002, et simultanément chercheur invité au Peterson Institute for International Economics à Washington depuis 2009. Depuis 2013, il est également administrateur indépendant de la branche Produits dérivés de DTCC, une entreprise d'infrastructure financière gérée sur une base non lucrative. Son parcours professionnel antérieur s'est effectué dans l'administration publique française et le secteur privé. Il est l'auteur de nombreuses publications sur les transformations des systèmes financiers et des entreprises dans la mondialisation, y compris, pour *En Temps Réel*, *La Mondialisation en partie double : La bataille des normes comptables* (avec Philippe Crouzet, 2002).

L'auteur exprime sa gratitude à Carlo Bastasin, Ajai Chopra, Anna Gelpern, Morris Goldstein, Jacob Kirkegaard, Adam Posen, Edwin (Ted) Truman, Angel Ubide, Shahin Vallée, François Véron, Steve Weisman et Guntram Wolff, pour leurs contributions à l'élaboration de ce texte et leurs commentaires sur des versions de travail antérieures ; ainsi qu'à Laurent Saint-Martin pour la coordination du processus éditorial et de publication par En Temps Réel.