

RSF

**REVUE DE LA
STABILITÉ FINANCIÈRE**

AVRIL 2015

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE : 19
DE NOUVEAUX CANAUX POUR LA CROISSANCE



ÉTUDES

Introduction

L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière
CHRISTIAN NOYER, *Banque de France*

7

Le nouveau cadre de financement de l'économie

Achever l'intégration du marché des capitaux
BENOÎT CŒURÉ, *Banque centrale européenne*

15

Quelles sont les conséquences du nouveau visage de l'intermédiation financière internationale pour les économies de marché émergentes ?

HYUN SONG SHIN ET PHILIP TURNER, *Banque des règlements internationaux*

27

Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain ?

ARNAUD CAUDOUX ET JULIEN GEFFROY, *Bpifrance*

41

La relance de la titrisation

MIGUEL SEGOVIANO, BRADLEY JONES, PETER LINDNER
ET JOHANNES BLANKENHEIM, *Fonds monétaire international*

55

Le rôle des systèmes bancaires dans le soutien apporté à la croissance

Soutenir une croissance durable :

le rôle des systèmes bancaires sûrs et stables

STEFAN INGVES, *Banque de Suède et Comité de Bâle sur le contrôle bancaire*

69

En quoi un ratio de levier complémentaire peut-il améliorer la stabilité financière, les activités de prêt traditionnelles et la croissance économique ?

SHEILA C. BAIR, *Conseil du risque systémique*

79

Comment faciliter l'accès des entreprises européennes au crédit bancaire ?

PHILIPPE DE FONTAINE VIVE, *Banque européenne d'investissement*

87

L'impact du nouveau paradigme réglementaire

sur le rôle des banques dans le financement de l'économie

MARIE-LAURE BARUT, NATHALIE ROUILLÉ ET MARION SANCHEZ, *Banque de France*

95

Les contraintes qui pèsent sur les banques pour le financement de l'économie

Impact de la réglementation financière sur le financement à long terme de l'économie par les banques

MICHEL PÉBEREAU, *BNP Paribas*

111

Les banques internationales et l'adoption d'un nouveau dispositif réglementaire : effets sur le financement des marchés émergents et des économies en développement

AGUSTÍN CARSTENS, *Banque du Mexique*

119

Le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt :

réforme des marchés de produits dérivés et activité de prêt des banques

GUILLAUME VUILLEMEY, *Sciences Po et Banque de France*

129

SOMMAIRE

La contribution des sociétés d'assurance et des gestionnaires d'actifs au financement de l'économie

Épargne de long terme: le cas de l'assurance-vie en France

CHRISTIAN GOLLIER, *École d'économie de Toulouse*

139

Le financement à long terme de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire

DENIS KESSLER, *Groupe SCOR*

149

Le rôle des investisseurs dans la promotion d'une croissance durable à long terme

BARBARA NOVICK, *BlackRock*

159

Réalloquer l'épargne à l'investissement – Le nouveau rôle des gestionnaires d'actifs

YVES PERRIER, *Amundi*

171

ÉTUDES PUBLIÉES

181

Introduction

L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière

CHRISTIAN NOYER

Gouverneur

Banque de France

Les nombreux changements que connaît aujourd'hui le système financier sont de natures diverses. Certains semblent structurels, d'autres seulement transitoires.

Nombre d'entre eux découlent tout d'abord des enseignements directement tirés de la crise par les acteurs eux-mêmes : la crise financière semble avoir entraîné chez les agents économiques un comportement d'une grande prudence face au risque, à l'instar de ce que l'on a pu observer lors des crises financières passées¹ ; la finance sécurisée, qui s'appuie sur des garanties, est en forte augmentation ; les prêts sont octroyés à des maturités plus courtes, toutes choses égales par ailleurs ; et de façon générale, les investisseurs demandent toujours plus de transparence.

D'autres changements sont les conséquences attendues des réglementations mises en place en réponse à la crise. Le programme des réformes réglementaires du G20 recouvre plusieurs volets s'adressant aux différentes composantes du système financier mondial : réglementation bancaire (Bâle III) ; identification en cours des institutions systémiques, qu'il s'agisse des banques, des sociétés d'assurance, des infrastructures de marchés ou des institutions financières qui ne sont ni des banques ni des sociétés d'assurance ; traitement des dérivés sur les marchés de gré à gré ; objectif de transformation de la finance parallèle (*shadow banking*) en source de financements de marché sains, etc. Il en découle notamment un renchérissement du coût de l'intermédiation bancaire par le biais d'une meilleure prise en compte du coût du risque, une

incitation à la standardisation des produits dérivés et à la compensation centrale et une diminution du risque de défaut.

Enfin, d'autres évolutions sont le fruit des interactions entre les deux premières formes de changement, dans un contexte où la mise en œuvre des nouvelles normes réglementaires s'effectue à un rythme ou selon des modalités différentes entre juridictions, ce qui est parfois source d'incohérences. De ces interactions découlent de nouvelles incitations et de nouvelles formes de financement. Si celles-ci sont parfois utiles pour compléter le financement bancaire, elles sont également porteuses de risques pour la stabilité financière.

En effet, la hausse du coût de l'intermédiation bancaire et les contraintes nouvelles qui pèsent sur les banques ont conduit, en particulier en Europe où ces dernières jouent un rôle prépondérant, à l'apparition ou au développement de sources alternatives de financement, en particulier le financement direct de marché. C'est tout l'enjeu du projet d'union des marchés de capitaux lancé par la Commission européenne.

Parallèlement, nous constatons des évolutions qui pourraient être sources de difficultés, entraînant d'une part, une pression à la hausse sur les coûts de transaction et d'émission, d'autre part, une fragilité croissante de la liquidité au moins sur certains segments de marché : l'abandon par certaines banques de leur fonction traditionnelle de teneur de marché, dont la viabilité pourrait être compromise par l'effet cumulé des contraintes réglementaires ; la recherche

¹ Voir par exemple Arrondel (L.) et Masson (A.) (2011) : L'épargnant dans un monde en crise : ce qui a changé, Paris, Éditions rue d'Ulm.

de rendement et la concentration d'achats sur de nouvelles classes d'actifs (*exchange-traded funds – ETF, high yield, etc.*) ; l'apparition d'épisodes d'illiquidité sur les marchés secondaires, en particulier ceux de la dette émise par les entreprises ; l'essor de certaines sphères d'activités comme la gestion d'actifs, le *trading* à haute fréquence ou les fonds spéculatifs qui se substituent aux banques et deviennent les nouveaux pourvoyeurs de liquidité, mais dont le comportement peut être parfois nocif ou à tout le moins procyclique lors d'épisodes de tensions sur les marchés ; la concentration des actifs entre les mains d'un petit nombre d'acteurs avec un risque accru de comportements moutonniers.

Je voudrais à présent illustrer les principaux enjeux actuels du financement de l'économie sur lesquels nous devons porter toute notre attention ainsi que leurs implications en matière de stabilité financière.

1| LES NOUVEAUX ENJEUX DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

1|1 Assurer le financement de l'économie est une des priorités des autorités dans un contexte de reprise graduelle mais encore incertaine de l'activité

Huit ans après le déclenchement de la crise, de nombreuses économies n'ont pas encore retrouvé les niveaux d'activité et d'emploi connus antérieurement. Ainsi, en France, le niveau de la production industrielle est, au début de 2015, inférieur d'environ 18 % à celui qui prévalait au début de l'année 2008 et l'investissement des entreprises en volume inférieur de près de 10 %, tandis que le nombre de chômeurs a progressé, dans le même intervalle de temps, de près de 1,5 million. Les perspectives de reprise restent très modérées à court terme, tout comme en Europe, en particulier s'agissant de l'investissement. Or, la reprise de l'investissement est essentielle pour reconstituer nos capacités de production.

Il est dès lors crucial que les banques mais également le reste du système financier soient en mesure de financer les besoins d'investissement qui iront croissant à la faveur de la reprise.

1|2 Le financement de l'investissement à long terme et celui des petites et moyennes entreprises sont au cœur des préoccupations

Dans les économies d'Europe continentale, la contrainte est particulièrement mordante pour le financement de l'investissement à long terme, en particulier pour les infrastructures, comme pour celui des petites et moyennes entreprises (PME). En effet, de par leurs caractéristiques, en particulier la présence de coûts fixes importants et d'asymétries d'information, le financement de l'investissement à long terme et celui des PME sont assurés essentiellement par les banques. Par rapport au marché, les banques ont en effet une capacité supérieure de suivi et d'évaluation des emprunteurs : elles sont donc mieux à même de réduire les risques de contrepartie (sélection adverse) et de limiter l'aléa moral en suivant le comportement des entreprises après leurs décisions d'investissement.

Cependant, cette dépendance au financement bancaire, qui assure près de 65 % du financement à l'économie en France et plus de 70 % dans le reste de l'Europe continentale, peut constituer une source de vulnérabilité pour les entreprises qui subissent le contrecoup des contraintes réglementaires pesant sur les banques.

1|3 L'enjeu principal est de favoriser le développement du financement de marché en complément du financement bancaire

La capacité des banques à financer l'économie semble aujourd'hui contrainte, d'une part, par la poursuite nécessaire de l'ajustement de leur bilan et, d'autre part, par la mise en œuvre progressive des nouvelles réglementations à partir de 2018, bien que celle-ci ait déjà été largement anticipée sous la pression de la concurrence, des investisseurs, voire des régulateurs eux-mêmes, et que le calibrage des dispositifs réglementaires en matière de solvabilité et de liquidité des banques ait été revu de façon à en réduire les effets potentiellement négatifs sur le financement des entreprises.

Le défi principal auquel sont confrontées les économies européennes et plus encore les économies émergentes est donc d'assurer cette transition vers l'accroissement du financement de marché.

Cette tendance est déjà enclenchée mais à des degrés et des rythmes divers. Ainsi, pour faire face aux difficultés de financement durant la crise, les entreprises ont recouru davantage au financement de marché, *via* des émissions obligataires et, dans une moindre mesure, des augmentations de capital. Cette tendance a été particulièrement marquée en France mais n'a concerné que les grandes entreprises, non les PME ou les entreprises de taille intermédiaire (ETI) qui restent essentiellement dépendantes des financements bancaires. En Europe, ce mouvement s'est en outre concentré dans les pays où les marchés financiers étaient les plus développés et non ceux où les besoins de financement étaient les plus importants ou les plus pressants.

Dans les économies émergentes, la part des financements bancaires a également reculé au cours de la dernière décennie au profit des financements obligataires sur les marchés internationaux, en dollar (notamment pour les entreprises) ou en devises domestiques. Il en résulte une sensibilité accrue des économies émergentes aux mouvements des taux d'intérêt mondiaux à long terme et au comportement des investisseurs internationaux.

14 L'action des pouvoirs publics est nécessaire pour faciliter ce développement

La transition d'une économie où le financement est pour l'essentiel assuré par les banques vers un système plus équilibré, faisant une place plus large au financement de marché, est un processus long. Aux États-Unis, il aura fallu plusieurs décennies pour y parvenir. Dans ce processus, entre autres facteurs, l'action des pouvoirs publics a été déterminante *via* l'action réglementaire et la création des agences gouvernementales, créant des conditions favorisant la titrisation des créances immobilières.

Conduire cette transition se pose dans les mêmes termes en Europe, et particulièrement depuis la crise.

En France, les autorités publiques ont par exemple lancé de nombreuses initiatives pour développer les financements alternatifs au financement bancaire. Ainsi, depuis août 2013, les entreprises régies par le *Code des assurances* sont autorisées à accorder des prêts non garantis aux entreprises non cotées. Ces prêts doivent entrer dans le cadre d'un programme spécifiquement approuvé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, l'approbation tenant notamment compte de l'adéquation de l'analyse et de la mesure des risques de crédit au sein de l'établissement.

On peut aussi signaler les initiatives des banques centrales pour relancer la titrisation qui pâtit d'un traitement prudentiel encore trop sévère et d'une mauvaise réputation auprès des investisseurs depuis la crise. Or, l'arrêt quasi complet des émissions en Europe est paradoxal si l'on considère la qualité de la titrisation européenne, caractérisée par un taux de défaillance des actifs sous-jacents environ dix fois moins élevé qu'aux États-Unis (1,5 % contre 18,4 % selon l'agence de notation Standard & Poor's). La Banque d'Angleterre et la Banque centrale européenne ont récemment lancé une initiative visant à promouvoir une titrisation simple, transparente et homogène. Il en est de même de la Banque de France qui, avec la place financière de Paris, a souhaité exploiter les gisements importants de créances privées présents dans les bilans bancaires. Les banques qui le souhaitent peuvent ainsi, *via* un véhicule de Place (*Euro secured note issuer* – ESNI), adosser ces créances à des titres obligataires, eux-mêmes négociables et leur permettant de lever des ressources à moyen/long terme. Ces obligations devraient être en outre mobilisables, sous réserve de remplir les conditions d'éligibilité, en tant que collatéral pour le refinancement auprès de l'Eurosystème. Ce mécanisme, non déconsolidant, permet aux banques de diversifier leurs sources de financement et encourage la fourniture de crédit aux PME. La Banque de France fournit quant à elle les informations sur la qualité des créances qui garantissent ces obligations grâce à son système de cotation qui porte sur plus de 280 000 entreprises en France, dont une large majorité de PME.

Tout récemment, la Commission européenne a lancé une consultation sur un cadre européen pour des opérations de titrisation simples, transparentes et normalisées.

S'agissant des supports d'investissement, le placement privé apparaît également comme une voie prometteuse. Ainsi, pour accompagner le développement du marché du placement privé en euro (Euro PP), la Chambre de commerce et d'industrie de Paris Île-de-France et la Banque de France ont été à l'origine d'une réflexion de place qui a abouti, en avril 2014, à une charte, désormais adoptée par les associations professionnelles, qui précise les droits et devoirs des investisseurs, des entreprises et des banques arrangeuses et qui permet d'assurer une égalité de traitement entre les créanciers bancaires et les investisseurs en Euro PP. Les Euro PP constituent dès à présent une offre parfaitement complémentaire à celles des USPP aux États-Unis et des *Schuldscheine* en Allemagne.

À l'échelle européenne, l'enjeu essentiel est celui d'une allocation du capital efficace et robuste, tirant tous les bénéfices de la libre circulation, du marché unique et de l'union monétaire. À ce titre, le projet d'union des marchés de capitaux de la Commission européenne, qui devrait être mis en place par étape d'ici à 2019 est essentiel car il vise à accroître les flux de capitaux finançant l'investissement, à diversifier les risques et à allouer plus efficacement l'épargne tant au niveau national qu'entre les pays du marché européen.

2| DÉFIS POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

L'essor des financements de marché pose néanmoins deux défis principaux pour la stabilité financière.

2|1 S'assurer que les réglementations diverses ne viennent pas pénaliser le financement à long terme et la liquidité des marchés financiers

Le foisonnement réglementaire peut être parfois source d'incertitude. Il en est ainsi de l'effet cumulé des réformes mises en œuvre de manière

séquentielle depuis la crise. Du fait de l'ampleur de l'action réglementaire, c'est pratiquement toute la structure des incitations qui a été modifiée au sein du système financier. L'analyse des interactions débute à peine, sous l'égide du Conseil de stabilité financière et du Comité de Bâle. Dans ce contexte, la vigilance est requise pour s'assurer que la mise en œuvre des réformes n'entraîne pas une réduction d'activités critiques pour le financement de l'investissement et des entreprises.

L'une des fonctions clés du système financier est notamment liée aux activités de tenue de marché. Un récent rapport publié par le Comité sur le système financier mondial (CGFS)² met en évidence l'impact de certaines réformes sur l'activité de tenue de marché effectuée par les banques. Le fort accroissement du coût réglementaire de cette activité et la concurrence accrue d'acteurs non soumis aux mêmes exigences réglementaires se sont déjà traduits par un recul de ces activités au sein du secteur bancaire. Ce recul peut être problématique à un moment où l'on souhaite développer le financement de marché et où les banques, par les services d'introduction sur les marchés qu'elles procurent aux entreprises, sont appelées à jouer un rôle déterminant.

De récents épisodes de tensions, tel que celui observé sur le marché des bons du Trésor américain en octobre 2014 lorsque la liquidité du marché s'est évaporée en l'espace de quelques minutes, retiennent l'attention. Or, de tels signes tendent à se multiplier sur les marchés secondaires, en particulier ceux assurant le financement des entreprises. Dans ce contexte, nous suivons avec une grande attention l'élaboration du texte préparé par la Commission européenne sur la séparation des activités bancaires car certaines propositions pourraient conduire à d'importantes difficultés de financement pour les entreprises. En outre, cette réforme pourrait avoir des conséquences dommageables sur la capacité des banques à accompagner les entreprises à l'exportation, dans leur besoin de couverture des risques, leurs opérations de change ou leurs besoins de crédits de toute sorte.

2 CGFS (2014) : « Market making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications », CGFS Paper n° 52, novembre.

2|2 S'assurer que les sources de financement ne se déplacent pas massivement vers des secteurs non ou insuffisamment régulés

Alors que les financements de marché étaient largement réservés aux grandes entreprises et que les entreprises de plus petite taille avaient presque exclusivement recours au crédit bancaire, la situation s'est aujourd'hui modifiée à la faveur des nouvelles réglementations encadrant les opérations de crédit et les émissions de titres de dette. On peut désormais penser que, progressivement, presque tous les agents économiques seront en mesure de financer directement les entreprises. Cette évolution s'inscrivant dans une tendance européenne voire mondiale, il importe de l'organiser pour qu'elle bénéficie dans la durée à l'ensemble des agents économiques : les entreprises, qui ont besoin de canaux de financement peu coûteux et stables ; les investisseurs, institutionnels ou non, qui ont besoin d'adapter les risques qu'ils prennent à leur capacité à les porter ; les intermédiaires, qui ont la responsabilité d'assurer une bonne adaptation entre les besoins et les capacités de financement.

Or les risques associés à ce mouvement de désintermédiation sont clairs : mauvaise appréciation des risques par les investisseurs ; dépendance des entreprises à des modes de financement non pérennes ; capacité réduite à traiter les situations difficiles qui appellent des restructurations ; intermédiaires éphémères qui n'assurent pas dans la durée la qualité de service qu'on attend d'eux. Quels que soient les instruments utilisés, les différentes parties prenantes devront agir avec prudence et développer un dispositif robuste de gestion des risques, dans la mesure où les risques pesant sur les entreprises sont souvent complexes à analyser et où les émetteurs ne sont généralement pas notés par un tiers.

Un point d'attention particulier concerne l'émergence de nouveaux acteurs financiers, que l'on englobe sous le vocable de finance parallèle ou *shadow banking*, dont le développement a été très rapide au cours de ces dernières années, et qui ont tendance à se substituer aux banques dans leurs activités traditionnelles. Contrairement à ces dernières qui bénéficient de la possibilité de se refinancer auprès de la banque centrale en cas de difficultés liées à

leur liquidité, ces nouveaux acteurs ne bénéficient pas de la protection du prêteur en dernier ressort et ne sont pas non plus nécessairement régulés.

3| CONCLUSION

Au total, il convient de souligner que les banques et les marchés interagissent constamment dans le financement des entreprises de toutes tailles. Cette complémentarité entre banques et marchés sera, à l'avenir, encore plus nécessaire que dans le passé. Les entreprises auront toujours besoin des banques, que ce soit pour des prêts classiques ou pour lever des fonds auprès d'investisseurs. Mais les nouvelles exigences prudentielles – qui renforcent la solidité des banques mais aussi le coût d'utilisation de leurs bilans – conduiront aussi à une distribution plus sélective du crédit. C'est pourquoi il est essentiel de favoriser l'accès à des financements non bancaires diversifiés à toutes les entreprises, y compris les petites et moyennes, qu'elles puissent émettre des actions et obligations et trouver des financements sur les marchés comme auprès des banques. Le développement d'une titrisation saine – à travers des instruments transparents, simples, homogènes, réglementés et surveillés – devrait y contribuer et être encouragé. Il faut toutefois garder à l'esprit que ce mouvement de rééquilibrage en faveur des financements directs peut avoir des conséquences importantes sur le fonctionnement de la sphère bancaire : une mise en cause de l'approche globale de la tarification bancaire pourrait induire une hausse des coûts de financement et susciter, chez les investisseurs, un renoncement à la liquidité en l'absence de garanties publiques, compte tenu de la spécificité des *pools* de crédits titrisés.

Les banques doivent aussi pouvoir faire appel aux grands intermédiaires qui gèrent l'épargne des ménages tandis que les investisseurs, particuliers ou institutionnels devront trouver les banques capables d'assurer la liquidité de leurs investissements.

Un financement robuste et sain de l'économie repose donc sur des relations stables, solides et contrôlées entre les banques, les entreprises, les sociétés d'assurance, les caisses de retraite et les fonds de pensions, les fonds d'investissement et les gestionnaires d'actifs intervenant sur des marchés financiers profonds, liquides, fonctionnels et bien régulés.

Le nouveau cadre de financement de l'économie

Achever l'intégration du marché des capitaux

BENOÎT CŒURÉ

Membre du directoire

Banque centrale européenne

Dans une union monétaire, la création d'un marché unique des capitaux n'est pas simplement bénéfique, elle est aussi essentielle. Et ce qui importe n'est pas l'intensité mais la qualité de l'intégration des marchés de capitaux.

Après l'introduction de l'euro, on a observé une forte convergence des prix dans la zone euro, pour voir ensuite apparaître une fragmentation soudaine des marchés financiers lorsque la crise a frappé la région. La crise a montré clairement que la convergence est une évolution positive, mais n'est pas en elle-même la garantie d'une intégration financière profonde et résiliente. Celle-ci ne peut être réalisée que par la création d'une véritable union des marchés de capitaux.

Dans le contexte d'une union monétaire, un marché unique des capitaux a deux objectifs. Le premier consiste à améliorer ce que les économistes dénomment l'allocation de l'épargne, c'est-à-dire une répartition du crédit efficiente et indépendante de la localisation. Le second est d'améliorer la diversification, c'est-à-dire que l'intégration des marchés financiers aide les entreprises et les ménages à absorber les chocs qui les frappent. En ce sens, ce marché est complémentaire du marché unique des biens et des services, qui permet également d'améliorer l'allocation et peut réduire la probabilité de chocs locaux grâce à l'intégration des échanges.

En définitive, toutefois, la soutenabilité de l'intégration financière dépend également de l'intégration budgétaire et économique. Avant la crise, l'une des causes de la mauvaise allocation des ressources résidait dans les obstacles à l'accès aux marchés de produits et de services qui généraient des rentes excessives et faussaient les signaux sur les prix. Et l'effondrement des prêts transfrontières durant la crise s'est aggravé en raison de la divergence des situations budgétaires entre emprunteurs souverains. Dès lors, un marché des capitaux unique ne nécessite pas simplement une union bancaire et une union des marchés de capitaux mais aussi une coordination plus forte des politiques budgétaires et structurelles.

La crise à laquelle la zone euro a dû faire face ces dernières années a de multiples causes. Elle est notamment imputable au manque de rigueur de la supervision et de la gestion du risque au sein du secteur financier, à des attentes trop optimistes à l'égard de la croissance économique qui ont entraîné des dépenses privées et publiques non soutenables, à une surveillance insuffisante des déséquilibres macroéconomiques et au manque fondamental de flexibilité économique des différents pays dès lors qu'ils participent à une union monétaire. Il est clair, cependant, que cette crise n'aurait jamais eu des effets aussi graves sans la forte fragmentation des marchés financiers qui a été observée en particulier, entre 2010 et 2012.

Depuis la mi-2012, selon le rapport de la Banque centrale européenne sur l'intégration financière, on a observé les premiers signes d'une défragmentation. L'intégration des marchés monétaires, obligataires et boursiers s'améliore, bien que les indicateurs restent à des niveaux dégradés par rapport à la période d'avant la crise (BCE, 2014a). Les créances et les engagements intra-Eurosystème (soldes Target) ont également reculé. Ils ressortaient au total à moins de 600 milliards d'euros à la fin de 2014, soit une baisse de près de moitié par rapport à la mi-2012. Ces évolutions sont évidemment encourageantes, mais elles amènent à poser une question : que cherchons-nous à réaliser *via* la défragmentation ?

Il est parfois tacitement admis que l'objectif est de renouer avec l'état de l'intégration financière antérieur à la crise, qui se caractérisait par une forte convergence des prix des actifs financiers libellés en euros. Les obstacles à la transmission de la politique monétaire en seraient atténués, et les entreprises et les ménages auraient plus facilement accès aux financements. Les PME portugaises pourraient emprunter au même coût que les PME allemandes, par exemple.

Nous avons néanmoins tiré une leçon pénible et douloureuse de la crise : la convergence n'est pas l'intégration.

Dans la zone euro, les flux transfrontières se sont rapidement inversés sous l'effet d'un choc majeur frappant la région, y compris sur les compartiments du marché, tels que les marchés interbancaires, où la convergence des prix était quasiment parfaite. En d'autres termes, ce n'est pas l'intensité mais la

qualité (la composition) de l'intégration financière qui compte. Et si nous voulons véritablement tirer les leçons de la crise, nous ne pouvons pas nous satisfaire d'un retour à la situation qui l'a précédée. Il faut rebâtir le système tel qu'il aurait dû être conçu pour éviter cette crise, ou du moins pour amortir les chocs économiques au lieu de les amplifier. C'est précisément ce que je souhaiterais appeler l'«union des marchés de capitaux».

En premier lieu, il convient de réfléchir aux objectifs de l'intégration financière, qui, après tout, n'est pas une fin en soi. Il existe deux principaux objectifs. Le premier est une *allocation* efficiente de l'épargne, c'est-à-dire l'absence de frictions engendrant une discrimination entre agents dans l'accès aux capitaux et dans l'investissement. Le second est une *diversification* effective, c'est-à-dire une intégration des marchés financiers qui aide les entreprises et les ménages à absorber les chocs qui les frappent.

Ce que nous visons, c'est donc la création d'un marché unique des capitaux, qui jouerait un rôle comparable au marché unique des biens et des services et qui le complèterait, permettant comme celui-ci d'améliorer l'allocation et, grâce à l'intégration des échanges, de réduire la probabilité de chocs locaux.

1 | L'ALLOCATION

Sur un marché unique des capitaux, le prix et la disponibilité du financement, pour toute entreprise ou tout ménage, devraient dépendre autant que possible des caractéristiques propres à cette entreprise ou à ce ménage, c'est-à-dire de sa solvabilité, et aussi peu que possible de facteurs systémiques, c'est-à-dire de son pays d'établissement. Bien sûr, certains facteurs systémiques influent inévitablement sur le prix du crédit. Par exemple, les primes de risque macroéconomique sont liées aux perspectives de l'économie nationale. Mais dans un véritable marché unique, l'incidence des primes de risque souverain ou de la fragilité des systèmes bancaires nationaux sur les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages devrait en principe être limitée.

Ainsi, dans un marché unique théoriquement parfait, il ne devrait pas se produire la situation que nous avons observée dans la zone euro ces dernières années, où la détention de la dette souveraine par les banques

et/ou la sous-capitalisation des systèmes bancaires nationaux ont créé des contraintes de financement particulières pour les PME locales. Une PME solvable qui ne pourrait pas se financer auprès d'une banque ou d'une entité non bancaire située dans son propre pays emprunterait directement à une banque ou à une entité non bancaire domiciliée dans un autre État membre. Dès lors, le fournisseur de crédit le plus efficace gagnerait des parts de marché au détriment de ceux qui se montrent moins efficaces. Il s'agit évidemment d'un idéal qui, peut-être, ne sera jamais pleinement atteint, mais la zone euro pourrait s'en rapprocher de plusieurs façons. Et, incidemment, cela montre qu'une union des marchés de capitaux ne peut avoir pour objectif de permettre aux PME portugaises d'emprunter au même coût que les PME allemandes : l'objectif doit être que les PME portugaises puissent se financer auprès des banques portugaises au même coût qu'auprès des banques allemandes si les bilans bancaires sont de qualité comparable.

Une première voie pour tendre vers cet idéal consiste à renforcer l'intégration transfrontière des banques de détail. En cas de dégradation du fonctionnement du système bancaire national, les PME peuvent très difficilement remplacer leurs emprunts locaux par des emprunts à l'étranger, car leur financement est tributaire de réseaux de relations de clientèle (*information soft*) et relève donc d'une activité intrinsèquement locale. En conséquence, pour que les PME puissent bénéficier d'un marché unique des capitaux, un accroissement des fusions et acquisitions transfrontières dans le secteur bancaire est essentiel. Les banques étrangères saines pourront ainsi pénétrer sur les marchés locaux et y concurrencer les acteurs nationaux qui manquent de capitaux ou de liquidité. À l'heure actuelle, toutefois, les succursales locales des banques étrangères ne couvrent qu'environ 20 % des marchés nationaux, en moyenne, et bien moins dans les grands pays (BCE, 2014a).

Pendant la crise, nous avons également constaté que, plutôt que d'encourager les acquisitions transfrontières, les autorités de plusieurs pays ont généralement décidé de fusionner des établissements en difficulté avec d'autres banques nationales. Il est clair que, sur un marché unique, il n'y a pas de place pour ce qu'un commentateur a qualifié de «nationalisme bancaire», c'est-à-dire la volonté de développer ou de défendre des «champions nationaux» (Véron, 2013). Tout comme la localisation ne devrait pas compter pour les emprunteurs,

elle ne le devrait pas non plus pour les prêteurs. Les banques européennes doivent financer l'économie européenne.

Une deuxième voie pour se rapprocher d'un véritable marché unique passe par l'approfondissement de l'intégration des marchés de capitaux dans la zone euro. L'Europe restera financée par les banques car elle n'est pas dotée d'un ensemble d'institutions compatibles avec une allocation de l'épargne reposant entièrement sur le marché, par exemple des régimes de retraite par capitalisation. Néanmoins, sur un marché des capitaux unique, il serait souhaitable que le dosage de financement soit *in fine* diversifié et concurrentiel, de sorte que, si le financement bancaire devenait trop onéreux ou rare, le financement non bancaire puisse s'y substituer efficacement.

Il pourrait en découler, entre autres, un recours accru aux marchés obligataires, aux placements privés, à la titrisation ou aux prêts directs par les investisseurs en capital-investissement ou les investisseurs institutionnels. La politique publique n'a pas pour rôle de choisir entre différentes formes de financement, mais plutôt de leur permettre d'être en concurrence et d'instaurer le cadre réglementaire approprié, notamment pour éviter que l'expansion du système bancaire parallèle (*shadow banking*) n'entraîne un niveling par le bas de la gestion du risque et de la protection des investisseurs : fondamentalement, ce devrait être au marché de déterminer la combinaison la plus efficiente des mécanismes d'intermédiation. Or, actuellement, dans la plupart des pays, les conditions ne permettent pas à d'autres formes de financement de concurrencer efficacement les banques, ce qui empêche l'apparition d'une structure de marché optimale.

2 | LA DIVERSIFICATION

Le second objectif d'un marché unique des capitaux, la diversification, est crucial dans une union monétaire. Étant donné que les États ou les pays membres de l'union monétaire qui ont subi un choc local ne peuvent pas procéder à un ajustement externe (*via* le cours de change nominal), ils doivent réaliser un ajustement interne (*via* les prix). Cependant, ce dernier sera toujours plus lent que si l'ajustement instantané des prix relatifs était possible à travers une dévaluation.

Voilà pourquoi, au-delà de la nécessité d'une plus grande flexibilité nominale *au sein* des pays (Cœuré, 2014a), le partage des risques *entre* les pays est essentiel pour réduire les coûts d'ajustement de ces pays et éviter que les récessions ne laissent des cicatrices profondes et durables. C'est particulièrement important dans la zone euro, où, en l'absence de transferts budgétaires permanents entre États membres, le partage des risques privé joue un rôle encore plus important (Draghi, 2014). En d'autres termes, le marché unique des capitaux n'est pas seulement souhaitable : c'est un véritable impératif. Ce serait un facteur fondamental de stabilisation à l'intérieur de l'union monétaire.

La plupart des études consacrées au partage des risques dans la zone euro indiquent que les marchés financiers offrent peu de protection contre les chocs transfrontières en temps normal, du moins par comparaison avec les États-Unis. Dans ce pays, d'après les estimations, environ les deux tiers d'un choc seraient lissés par les marchés des capitaux et de dette (Asdrubali, Sørenson et Yosha, 1996). En Europe, même si le partage des risques semble s'être amélioré durant la période qui a précédé la crise, diverses études montrent qu'il s'est effondré à l'échelle transfrontière (Van Beers, Bijlsma et Zwart, 2014 ; FMI, 2013).

Cette situation est en partie imputable à la fragmentation des marchés de dette dans la zone euro, qui réduit la capacité des entreprises et des ménages à lisser tout effet négatif sur leur revenu en anticipant leur consommation. Mais elle s'explique aussi par le sous-développement de deux grands canaux transfrontières privés de partage des risques : *la détention transfrontière de titres et l'assurance transfrontière*.

Premièrement, dans la zone euro, la proportion relativement faible de titres détenus par-delà les frontières ne favorise guère le partage des pertes entre pays, tout particulièrement en ce qui concerne les actions. Non seulement les entreprises européennes préfèrent généralement se financer par l'endettement plutôt que par l'émission d'actions (Fatica, Hemmelgarn et Nicodème, 2012), ce qui se prête moins à l'absorption de pertes, mais la détention de ces actions présente également un biais national prononcé. Seulement 44 % des actions cotées émises dans la zone euro sont détenues par des résidents d'autres pays de cette zone (BCE, 2014a). C'est

environ deux fois moins que ce à quoi l'on pourrait s'attendre sur un marché entièrement intégré, et ce taux est plus modeste encore pour les actions non cotées, signe de la fragmentation des marchés du capital-risque et du capital-investissement en Europe.

Le faible niveau d'intégration des banques de détail est également un facteur important dans ce contexte : alors que les banques internationales, en particulier celles opérant au moyen de succursales, peuvent en principe compenser les pertes subies dans un pays par les bénéfices réalisés dans d'autres pays, les banques nationales sont, elles, exposées à une concentration des risques (Gros, 2012).

Deuxièmement, l'assurance transfrontière privée, qui est principalement de nature bancaire, était quasiment inexistante dans la zone euro quand la crise financière est survenue. Certes, il existait des fonds de résolution financés par les banques, mais ces fonds n'étaient pas partout préfinancés, et il n'y avait aucun mécanisme permettant des prêts transfrontières entre autorités. Les pertes dépassant les ressources des fonds nationaux sont apparues *in fine* au bilan des États. Dans la mesure où ces dépenses budgétaires ont renchéri le financement des administrations publiques, l'insuffisance de dispositifs d'assurance privée a aussi fait peser une charge excessive sur les politiques budgétaires au moment où celles-ci étaient les plus nécessaires pour soutenir la croissance, ce qui a accentué l'instabilité au niveau national (Martin et Philippon, 2014).

Aux États-Unis, en revanche, l'assurance privée contre les crises bancaires, organisée à l'échelle fédérale, s'est révélée d'un excellent rapport coût-efficacité. Ainsi, entre 2007 et 2013, l'Agence de garantie des dépôts bancaires (FDIC) a restructuré des actifs bancaires représentant près de 1 900 milliards de dollars et enregistré des pertes limitées à 33 milliards de dollars (lesquelles seront en fin de compte recouvrées auprès du secteur bancaire national).

3| L'INTÉGRATION BANCAIRE

Comment s'acheminer vers un véritable marché unique des capitaux ? Si l'intégration est en définitive un processus conduit par le marché, la politique publique joue, à l'évidence, un rôle clé en instaurant les conditions propices à son développement.

Citons le rapport Lamfalussy de 2001 : « *L'Union européenne n'a pas un droit divin à bénéficier des avantages d'un marché financier intégré. Elle doit construire celui-ci.* » (Comité des sages, 2001).

La première étape consiste à mettre en place les institutions appropriées au niveau du marché, ce qui, pour le secteur bancaire, passe par l'Union bancaire. Le Mécanisme de surveillance unique (MSU) supervise les banques de la zone euro depuis le 4 novembre 2014, et le Mécanisme de résolution unique (MRU) est entré en vigueur au 1^{er} janvier 2015. Un système unique de garantie des dépôts devrait être créé un jour, mais ce n'est plus aussi urgent maintenant que la réforme du secteur financier et les règles de renflouement interne ont rendu les dépôts garantis plus sûrs.

Le régime européen de supervision et de résolution contribuera en lui-même à la création du marché unique des capitaux. Concernant l'allocation, dans la mesure où la fragmentation est due au manque de confiance dans les niveaux de capitalisation publiés par les banques et à la non-comparabilité des principaux indicateurs entre pays, tels que les créances douteuses, le MSU devrait accroître la confiance des investisseurs en créant un environnement transparent et homogène. Ce processus est déjà amorcé avec l'évaluation complète des bilans bancaires réalisée en 2014 par la BCE.

Dans le même temps, on s'attend à ce que le nouveau cadre de résolution des banques améliore la discipline du marché. Étant donné que le renflouement interne (*bail-in*) fait disparaître la garantie implicite de l'État sur la dette bancaire, les actionnaires et les créanciers seront probablement plus attentifs à la soutenabilité des modèles d'activité des banques, ce qui, à moyen terme, devrait déboucher sur des prêts plus productifs et moins risqués (Cœuré, 2013).

En termes de diversification, le nouveau cadre de résolution offre deux nouveaux canaux d'assurance privée. Premièrement, le régime de renflouement interne reporte le coût des défaillances bancaires vers ceux qui doivent le supporter : les actionnaires et les créanciers privés. Alors que le renflouement externe (*bail-out*) relève des autorités du pays de résidence,

le renflouement interne peut répartir les pertes entre les pays, pour autant qu'une partie des actions et de la dette soit détenue à l'étranger. Il est donc important que la directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires (BRRD), que la BCE a soutenue vigoureusement, prévoie un dispositif exhaustif pour le traitement des établissements défaillants, notamment des procédures claires et un ordre de priorité adéquat des créanciers pour le renflouement interne.

Deuxièmement, le fonds de résolution permet le partage des coûts de résolution dans tout le secteur bancaire de la zone euro, car (après une période transitoire de huit ans) son financement *ex ante* et *ex post* proviendra des contributions de l'ensemble du secteur. Tout emprunt souscrit par ce fonds pour compléter ses ressources serait aussi de l'assurance privée, les dépenses étant à l'avenir recouvrées au moyen de prélèvements supplémentaires sur le secteur bancaire.

Néanmoins, l'effet le plus important de la mise en place d'un régime de supervision et de résolution au niveau du marché unique pourrait être un « effet de second tour » à travers les incitations à renforcer l'intégration de l'activité de banque de détail dans la zone euro. Il existe de solides arguments économiques en faveur de la rationalisation d'un secteur bancaire européen généralement considéré comme surdimensionné par rapport à la taille du marché.

Ainsi, l'indice de concentration d'Herfindahl-Hirschman¹ avoisine actuellement 700 pour la zone euro. En règle générale, une valeur inférieure à 1 000 est le signe d'une faible concentration (BCE, 2014b), ce qui suggère que ce secteur n'opère pas à la frontière efficiente et que, par conséquent, l'intégration transfrontière peut procurer des gains d'efficience. Aux États-Unis, on a pu constater que ces gains étaient substantiels, notamment au niveau des technologies de l'information et des frais généraux des entreprises (Kovner, Vickery et Zhou, 2014).

L'absence de rationalisation à ce jour s'explique par plusieurs facteurs, dont, à l'évidence, la fragmentation du régime de supervision et de résolution. De fait,

¹ L'indice d'Herfindahl-Hirschman (IHH) est défini comme la somme des carrés des parts de marché de toutes les entreprises d'un secteur. Ces parts de marché sont exprimées sous forme de fractions. En règle générale, un IHH inférieur à 1 000 correspond à une faible concentration, et un IHH supérieur à 1 800 à une forte concentration. Dans le cas d'une valeur comprise entre 1 000 et 1 800, on considère que le secteur est modérément concentré.

elle augmente les coûts d'entrée pour les banques transfrontières et réduit les synergies économiques associées à l'intégration en empêchant les groupes bancaires de mutualiser leur liquidité et leurs capitaux.

Par exemple, d'après les travaux de recherche, la faiblesse des fusions et acquisitions avant la crise s'expliquait largement par l'opacité des procédures d'agrément prudentiel (Carletti, Hartmann et Ongena, 2007). L'économie des transactions pâtissait également des coûts de conformité élevés imputables à la diversité des ensembles de règles nationales et aux interactions avec plusieurs autorités différentes (BCE, 2007), même si la nouvelle directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV) a instauré des règles égales pour tous dans nombre de ces domaines². De surcroît, par le passé, les pays d'Europe avaient tendance à fusionner les établissements bancaires défaillants plutôt qu'à les soumettre à un régime de résolution, ce qui a réduit l'espace disponible pour les nouveaux entrants : aujourd'hui, chaque année, seule une poignée de nouvelles banques entre sur les marchés nationaux.

Dans ces conditions, la mise en place de l'Union bancaire devrait produire un effet catalyseur et faciliter l'internalisation des externalités associées au cantonnement (*ringfencing*) de la liquidité et des fonds propres des banques. Avec le MSU et le nouveau cadre de résolution, il n'y aura plus de pays « d'origine » et de pays « d'accueil » à l'intérieur des frontières de l'Union bancaire, les pratiques prudentielles seront progressivement harmonisées, et les obstacles à l'entrée et à la sortie des marchés nationaux devraient donc disparaître. En outre, la fongibilité des bilans des groupes bancaires transfrontières augmentera peu à peu, avec une liquidité et des capitaux qui pourront être gérés au niveau du groupe, ce qui rehaussera l'attrait d'une activité à l'échelle européenne.

En tant qu'autorité prudentielle, la BCE devrait avoir pour priorité la libre allocation des capitaux et de la liquidité dans toute l'Union bancaire. Il convient néanmoins d'admettre que certains obstacles ne sont pas de nature prudentielle, mais liés, par exemple, aux règles nationales de protection des déposants.

Il pourrait être justifié d'examiner ces « obstacles non prudentiels » lorsque la BCE aura acquis une certaine expérience en qualité de superviseur unique. Il faudrait également qu'elle reste consciente que la levée du cantonnement *au sein* de l'Union bancaire ne devrait pas entraîner la levée du cantonnement *autour* de l'Union bancaire d'une manière qui serait préjudiciable au Marché unique.

Toutes ces mesures devraient abaisser sensiblement le coût d'activité pour les banques transfrontières et accroître l'efficacité sectorielle. En effet, la seule existence du MSU pourrait entraîner des restructurations, les banques cherchant à réduire leurs marges en prévision de l'intensification de la concurrence dans la zone euro. Ce phénomène s'ajoutera aux pressions concurrentielles liées à l'expansion de la banque en ligne.

Les autorités devraient toutefois reconnaître la nécessité d'un compromis entre les bienfaits de l'intégration de la banque de détail et les risques systémiques associés à la taille. Nous ne voulons pas passer d'une concentration insuffisante du secteur à un paysage bancaire qui serait dominé par les grands établissements car, en définitive, une telle situation ne serait propice ni à une allocation efficiente ni à une diversification réelle. Les analyses récentes consacrées à la période antérieure à la crise indiquent que, lorsque le pouvoir de marché des banques devient excessif, les PME peinent encore plus à se financer (Ryan, O'Toole et McCann, 2014). Et l'on sait que des banques qui deviennent « trop grandes pour faire faillite » (*too-big-to-fail*) peuvent, au lieu de diversifier les risques, finir par les concentrer, dans le pire des cas au bilan de l'État.

La solution réside dans l'emploi efficace des nouveaux instruments de régulation dont disposent les autorités, tels que le « coussin de risque systémique », afin que la taille ne génère pas un risque systémique. Le ratio de levier sera, lui aussi, un filet de sécurité important. Et, si elles sont mises en œuvre, les réformes structurelles du secteur bancaire devraient instaurer une distance entre activités de dépôt et activités de marché, ce qui protègera davantage les déposants et facilitera la résolution des grandes banques complexes.

² La CRD IV décrit le cadre de l'agrément bancaire. Sa transposition dans le droit national peut se traduire par des spécificités mineures, mais, en principe, des règles égales pour tous les acteurs s'appliqueront à la délivrance des agréments bancaires.

4| L'INTÉGRATION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

Si l'on veut parvenir à un dosage de financement plus efficace et plus équilibré, il est essentiel de renforcer le rôle des marchés de capitaux. La réduction en cours de la taille des bilans bancaires donne déjà une impulsion au développement de ces marchés en Europe, tout particulièrement en ce qui concerne les marchés d'obligations d'entreprises. Mais les pouvoirs publics doivent continuer d'agir dans deux domaines.

En premier lieu, il faut créer les conditions permettant au financement non bancaire de concurrencer réellement le financement bancaire, ce qui nécessite principalement d'instaurer une réglementation unique et d'améliorer l'information. En second lieu, il s'agit d'inciter les investisseurs à détenir davantage de titres par-delà les frontières, grâce à l'harmonisation d'aspects fondamentaux des législations nationales en matière de valeurs mobilières. Et des avancées sont nécessaires simultanément sur ces deux aspects, car ils sont en effet imbriqués.

Prenons l'exemple de la titrisation. Si elle est simple et transparente, l'émission de produits titrisés (*asset-backed securities*, ABS) offre des avantages à la fois en termes d'allocation et de diversification : elle aide les entreprises à se financer auprès d'investisseurs non bancaires et diversifie les risques liés à ces prêts en combinant des prêts multi-pays. La titrisation peut aussi contribuer à un financement globalement diversifié car des petites banques locales peuvent émettre et vendre des prêts tandis que de grandes banques mondiales les titrisent et les commercialisent.

Or, le fonctionnement des marchés de la titrisation est entravé dans les deux domaines décrits ci-dessus. Les règles prudentielles ont été durcies pour tirer les leçons de la crise, mais, à ce jour, leur faible granularité empêche de reconnaître des formes de titrisation simples et transparentes, tandis que le manque de données standardisées pèse sur la capacité à titriser les prêts destinés aux PME (High Level Expert Group, 2013). C'est pourquoi il est urgent que les participants de marchés mettent en place les infrastructures adéquates pour produire et traiter les données, et que les régulateurs élaborent une définition de la titrisation simple, transparente et homogène, avec un traitement

prudentiel en solvabilité correspondant pour les banques et les sociétés d'assurance (Banque d'Angleterre et BCE, 2014). Qui plus est, la création d'ABS véritablement européens pour les PME, qui permettraient un réel partage des risques, est freinée par les divergences de législation entre pays, en particulier en matière de droit des faillites.

Autre exemple, le financement par l'émission d'actions : outre ses répercussions bénéfiques sur le partage des risques (voir plus haut), dans un contexte d'endettement excessif, il est impératif de renforcer ce mécanisme pour aider les entreprises de la zone euro à se désendetter et à renouer avec des investissements productifs. Ce type de financement est également vital pour encourager la formation et le développement de jeunes entreprises, car celles-ci sont, dans une large mesure, à l'origine de la création nette d'emplois (de Kok, 2011) et généralement plus sensibles aux variations des opportunités d'investissement (Adelino, Song et Robinson, 2014).

Une solution rapide consisterait à distribuer les financements européens sous forme d'actions aussi bien que de titres de dette, comme le font déjà, dans de nombreux pays, la Banque européenne pour la reconstruction et le développement ainsi que la Société financière internationale. Cependant, à moyen terme, il sera également crucial d'approfondir l'intégration des marchés boursiers transfrontières en remédiant aux distorsions juridiques et fiscales. Pour le capital d'amorçage, notamment, tel que le capital-risque, la fragmentation entre pays crée un cercle vicieux : elle aboutit à une profondeur des marchés et un flux d'opérations insuffisants pour contrebalancer l'échec auquel la majorité des investissements est vouée (Veugelers, 2011).

Ces dernières années, la Commission européenne a bien avancé dans l'élimination des obstacles à l'intégration des marchés de capitaux en général, notamment dans l'harmonisation des règles nécessaires pour la transparence et l'intégrité des marchés de titres, y compris la lutte contre les abus de marché.

On voit aussi progresser le démantèlement des obstacles opérationnels et techniques à l'intégration, à savoir dans le domaine des services de paiement et de règlement transfrontière des titres. TARGET2-Securities (T2S) entrera en production en juin 2015 et sera la plate-forme commune de règlement

de titres de vingt-quatre dépositaires centraux, au sein et hors de la zone euro, pour le règlement-livraison en monnaie de banque centrale. En outre, à partir de cette année (2015), d'importants pans du marché des dérivés de gré à gré vont commencer à faire l'objet d'une compensation centralisée.

Dans plusieurs domaines, toutefois, l'intégration des marchés reste freinée par un manque d'harmonisation entre les pays.

C'est le cas, en premier, du droit des titres, empêchant les investisseurs d'évaluer le risque d'investissement dans un autre pays sur des bases identiques. Ainsi, dans certains pays, le titulaire d'un compte bénéficie de droits de propriété intégraux et sans partage, mais, dans d'autres, il reçoit un traitement qui semble inférieur par comparaison car il ne possède qu'un droit de copropriété ou indirect, voire une simple créance sur le fournisseur du compte. La négociation sur le marché secondaire en pâtit, car, dans une chaîne d'intermédiaires financiers, il est difficile pour les investisseurs de comprendre de quel régime juridique ils relèvent. La directive sur le droit des titres, à laquelle la Commission travaille, constituerait une avancée importante.

Les divergences concernant le droit des faillites entre les pays posent un autre grand problème, déjà évoqué. Si une harmonisation totale au niveau de l'Union européenne n'est pas réaliste à court terme, il est d'autant plus indispensable de lancer le processus qui y mènera. De surcroît, la BCE est favorable à la mise en œuvre, dans le droit européen, des recommandations du Conseil de stabilité financière³ et du groupe CPIM-OICV (Comité sur les paiements et les infrastructures de marché/Organisation internationale des commissions de valeurs)⁴ sur le redressement et la résolution pour les contreparties centrales de compensation (*central clearing counterparties* – CCPs), ainsi qu'à l'adoption d'un cadre complet de résolution des dépositaires centraux de titres.

Enfin, il faudra faire converger les règles fiscales en Europe, tant pour le traitement des titres de créance par rapport aux actions que pour le traitement des non-résidents. Par exemple, les procédures de prélèvement à la source et de dégrèvement

concernant les titres intermédiaires détenus par les investisseurs non résidents demeurent hétérogènes et fragmentées (BCE, 2014a).

L'intégration accrue des régimes fiscaux au sein de l'Union européenne est incontestablement délicate, mais représente un volet essentiel de l'intégration des marchés de capitaux.

5 | CONDITIONS SUPPLÉMENTAIRES DE RÉUSSITE

Pour parvenir à un marché unique des capitaux, il est impératif de créer au préalable les conditions d'une intégration financière profonde et résiliente, mais, en définitive, la soutenabilité de cette intégration dépend également de l'intégration budgétaire et économique.

Nous avons vu dans la zone euro l'effet que peuvent avoir des marchés non concurrentiels sur l'allocation des ressources : avant la crise, l'une des causes de la mauvaise allocation des ressources était la faiblesse de la concurrence dans le secteur non marchand/des services, qui a faussé les signaux de prix (Commission européenne, 2013). Nous avons également constaté que les situations budgétaires divergentes entre emprunteurs souverains perturbent l'intermédiation financière et, dans des cas extrêmes, génèrent un risque de redénomination et suscitent des doutes sur la validité des contrats en euros.

De plus, si nous voulons que la réintégration des marchés financiers aille dans le sens d'une diversification et d'un partage véritable des risques, il faut que les investisseurs soient incités à détenir des actifs dans un large éventail de pays de la zone euro. Ce n'est réaliste que si les pays affichent tous une stabilité budgétaire et, surtout, des perspectives de croissance sous-jacente raisonnables.

Il s'agit donc, au niveau macroéconomique, d'engager des réformes structurelles économiques qui étofferont la croissance potentielle (Cœuré, 2014b) et, au niveau microéconomique, de créer, précisément grâce à ces réformes, un environnement dans lequel les entreprises innovantes pourront rapidement se développer, utiliser les nouvelles technologies et

³ Financial Stability Board (FSB).

⁴ Committee on Payment and Market Infrastructures (CPMI) – International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

allouer en interne leurs ressources d'une manière qui dynamisera leur productivité. Les nouvelles données recueillies par le réseau international de recherche (*competitiveness network*) de la BCE, par exemple, montrent que les entreprises peu productives ont davantage de difficultés à se financer, ce qui n'est pas surprenant (CompNet, 2014).

En résumé, outre une union bancaire et une union des marchés de capitaux, un marché unique des capitaux requiert une coordination des politiques budgétaires et structurelles.

6| CONCLUSION

La finalité de la défragmentation doit aller au-delà de la convergence des prix. Une intégration financière véritable suppose un marché unique des capitaux,

avec une allocation efficiente et une diversification effective, une détention transfrontière des titres de créance et des actions, un marché européen des fusions et acquisitions bancaires, ainsi que la libre substituabilité du financement bancaire et du financement non bancaire.

Comme nous sommes encore loin d'avoir atteint ce but, les évolutions favorables observées actuellement sur les marchés ne justifient pas de ralentir le programme des réformes. La mise en place d'une véritable intégration financière appellera une action concertée et une législation nouvelle, bien au-delà des aspects couverts aujourd'hui. Ce vaste programme rencontrera évidemment des résistances au plan national. Mais il faut être cohérent : si nous refusons une union monétaire reposant sur des transferts budgétaires, nous devons instaurer un environnement dans lequel l'intégration financière pourra fonctionner.

BIBLIOGRAPHIE

Adelino (M.), Song (M.) et Robinson (D.) (2014)

«*Firm age, investment opportunities and job creation*», NBER Working Paper 19845, janvier.

Asdrubali (P.), Sørensen (B.) et Yosha (O.) (1996)

«*Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990)*», *The Quarterly Journal of Economics*, novembre.

Banque d'Angleterre et Banque centrale européenne (2014)

«*The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them*», joint paper, avril.

Banque centrale européenne (BCE) (2007)

Intégration financière en Europe, mars.

BCE (2014a)

Intégration financière en Europe, avril.

BCE (2014b)

Rapport sur les structures bancaires, novembre.

Carletti (E.), Hartmann (P.) et Ongena (S.) (2007)

«*The economic impact of merger control: what is special about banking?*», BCE, document de travail n° 786, juillet.

Cœuré (B.) (2013)

«*The implications of bail-in rules for bank activity and stability*», discours à la conférence sur «*Financing the recovery after the crisis – the roles of bank profitability, stability and regulation*», université Bocconi, Milan, 30 septembre.

Cœuré (B.) (2014a)

«*The structural aspects of euro area adjustment*», discours à l'université de Ljubljana, 31 janvier.

Cœuré (B.) (2014b)

«*Structural reforms: learning the right lessons from the crisis*», discours à la conférence économique de la Latvijas Banka, Riga, 17 octobre.

Comité des sages (2001)

«*Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens de valeurs mobilières*», Bruxelles, 15 février.

Commission européenne (2013)

«*Catching-up processes in the euro area*», rapport trimestriel sur la zone euro, vol. 12, n° 1, mars.

CompNet (2014)

«*Assessing European competitiveness: the new CompNet database*», à paraître.

De Kok (J.) (2011)

Do SMEs create more and better jobs, EIM Business & Policy Research report, novembre.

Draghi (M.) (2014)

«*Stability and prosperity in monetary union*», discours à l'université d'Helsinki, 27 novembre.

Fatica (S.), Hemmelgarn (T.) et Nicodème (G.) (2012)

«*The debt-equity tax bias: consequences and solutions*», European Commission Taxation Papers, document de travail n° 33-2012, juillet.

Fonds monétaire international (2013)

«*Towards a fiscal union for the euro area: technical background notes*», septembre.

Gros (D.) (2012)

«*Banking union: Ireland vs. Nevada, an illustration of the importance of an integrated banking system*», CEPS Commentaries, 18 octobre.

High Level Expert Group (2013)

Finance for growth: report of the High Level Expert Group on SME and infrastructure financing.

Kovner (A.), Vickery (J.) et Zhou (L.) (2014)

«*Do big banks have lower operating costs?*», Banque fédérale de réserve de New York, *Economic Policy Review*, vol. 20, n° 2, à paraître.

Martin (P.) et Philippon (T.) (2014)

«*Inspecting the mechanism: leverage and the great recession in the Eurozone*», à paraître.

Ryan (R.), O'Toole (C.) et McCann (F.) (2014)

«*Does bank market power affect SME financing constraints?*», *Journal of Banking and Finance*.

Van Beers (M.), Bijlsma (M.) et Zwart (G.) (2014)

«*Cross-country insurance mechanisms in currency unions: an empirical assessment*», *Bruegel Working Paper 2014/04*, mars.

Véron (N.) (2013)

«*Banking nationalism and the European crisis*», *Bruegel Blog*, octobre.

Veugelers (R.) (2011)

«*Mind Europe's early-stage equity gap*», *Bruegel Policy Contribution 2011/18*, décembre.

Quelles sont les conséquences du nouveau visage de l'intermédiation financière internationale pour les économies de marché émergentes ?

HYUN SONG SHIN

Conseiller économique et chef de la Recherche
Banque des règlements internationaux

PHILIP TURNER

Chef adjoint du département monétaire et économique
Banque des règlements internationaux

L'une des principales tendances communes à la plupart des marchés émergents observée au cours des quinze dernières années est l'affaiblissement de la prépondérance des banques, en tant que principal canal de l'intermédiation financière internationale. Venant s'ajouter aux banques, les marchés obligataires internationaux sont devenus, aussi bien pour les emprunteurs souverains que privés, un canal important des flux financiers externes destinés aux marchés émergents.

Cette évolution de la structure de l'intermédiation financière a des conséquences majeures non seulement pour la politique monétaire dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas, mais également pour la stabilité financière. La sensibilité accrue des économies émergentes aux taux d'intérêt à long terme mondiaux revêt un intérêt particulier. L'objet de cette courte étude est de présenter une vue d'ensemble des changements affectant la structure de l'intermédiation financière et d'évoquer les nouveaux défis que devront relever les économies de marché émergentes, tant en matière de politique monétaire que de stabilité financière.

NB: Les opinions exprimées ici sont celles des auteurs, mais pas nécessairement celles de la Banque des règlements internationaux. Nous remercions pour leurs commentaires et suggestions Andrew Filardo, Robert McCauley, Dubravko Mihaljević et Madhusudan S. Mohanty. Merci également à Sonja Fritz et Jhuvesh Sobrun qui ont contribué à l'élaboration de cet article.

1 | LA RÉDUCTION DES « ANCIENNES » EXPOSITIONS AUX RISQUES

Des années soixante-dix jusqu'à la fin des années quatre-vingt, les flux externes vers la plupart des économies de marché émergentes ont été essentiellement constitués de prêts bancaires internationaux. Ces prêts étaient principalement liés aux taux d'intérêt à court terme en dollars. Les acteurs des économies de marché émergentes ayant contracté des emprunts de cette nature étaient donc très exposés aux variations du taux directeur de la Réserve fédérale. De plus, dans ces économies, les actifs des ménages étaient majoritairement des dépôts bancaires, si bien que la question se posait dans de nombreux pays – notamment ceux ayant connu une dollarisation récente – de faire un choix entre dépôts en dollars et dépôts en monnaie locale. Par conséquent, le niveau des taux à court terme en dollars a inévitablement influencé les décisions des banques centrales quant à la fixation de leur propre taux directeur.

Des modifications de la propension des grandes banques internationales à accorder des prêts – qui ne présentaient pas nécessairement de relation étroite avec la situation des pays bénéficiaires – ont encore renforcé la volatilité (Calvo, 2013). Lamfalussy (2000) décrit comment les banques internationales ont, à de nombreuses reprises, « surpris » aux économies de marché émergentes au cours des années qui ont précédé les crises successives, pour se retirer ensuite brutalement au milieu de ces crises. Même si certains emprunteurs souverains émergents ont pu émettre de la dette à long terme en dollars sur les marchés internationaux, la plupart des emprunteurs non gouvernementaux de ces pays n'avaient guère accès aux financements à long terme. La dette agrégée à court terme en devises des pays émergents était souvent supérieure aux avoirs à court terme en devises, si bien que de fortes tensions sur la liquidité ne leur laissaient qu'une très faible marge de manœuvre en période de crise. L'ajustement à un

durcissement des conditions financières extérieures était souvent excessivement brutal.

Les asymétries de devises, les structures de dette de faible durée et les risques de liquidité créés par ces financements ont été les principales composantes de la quasi-totalité des crises financières qui ont frappé les économies de marché émergentes dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. En raison de ces expériences douloureuses, la politique de nombreux marchés émergents a visé en priorité à garantir que les emprunts étrangers prennent des formes moins déstabilisantes et à constituer un volant d'actifs liquides en devises beaucoup plus important (BRI, 2009).

Depuis les années quatre-vingt-dix, les gouvernements des économies émergentes ont réduit leurs emprunts en dollars ou en autres devises auprès des banques internationales et des marchés obligataires, pour emprunter de plus en plus en monnaie locale sur leurs propres marchés – ce qui était la norme dans la plupart des économies avancées. Dans le même temps, ils ont allongé l'échéance moyenne de leur dette publique. Ces changements radicaux, réalisés par de nombreux pays en un peu moins de dix ans, ont réduit à la fois les asymétries de devises et la dépendance envers les financements à court terme.

En outre, au niveau agrégé, les économies de marché émergentes ont nettement relevé leur taux d'épargne domestique (cf. tableau 1). Elles ont accru leurs excédents de transactions courantes et accumulé d'importantes réserves de change, d'abord en vue de se constituer une auto-assurance contre la volatilité extérieure, puis à titre de sous-produit pour leurs interventions sur le marché des changes afin d'éviter l'appréciation de leur monnaie. Les réserves de change totales des marchés émergents sont passées de moins de 500 milliards de dollars (10 % de leur PIB) fin 1999 à 5 900 milliards (28 % du PIB) fin 2013. Cette énorme accumulation de réserves a adressé un signal aux investisseurs étrangers – signal qui a été renforcé

Tableau 1
Taux d'épargne dans le monde

(en % du PIB)

	1992-1999	2000-2007	2008-2015	Moyenne 2016-2019
Monde	22,8	23,3	24,6	26,2
Économies avancées	22,6	21,6	20,0	21,5
Économies de marché émergentes et économies en développement	23,4	28,7	32,7	32,8

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

par les agences de notation – indiquant que les emprunteurs des économies de marché émergentes (y compris les emprunteurs non souverains) étaient désormais moins susceptibles de faire défaut sur leur dette en devises qu'ils ne l'avaient été dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

L'ensemble de ces évolutions a rendu les systèmes financiers des économies de marché émergentes plus résistants aux chocs externes qui avaient eu des effets particulièrement préoccupants dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Pour la plupart, ces économies ont réduit leur dépendance à l'endettement étranger à court terme financé par le secteur bancaire, réduisant ainsi les risques d'interruptions brutales des entrées de capitaux pour le secteur bancaire domestique. Au niveau agrégé, les asymétries de devises (c'est-à-dire au niveau du bilan national) sont plus faibles, ce qui limite les risques de dépréciation prononcée de la monnaie. Enfin, l'ajout massif d'avoirs de change liquides et de bonne qualité aux bilans nationaux a permis à la plupart des économies de marché émergentes d'être plus à même de faire face à des tensions soudaines sur la liquidité extérieure.

2| L'ÉVOLUTION DE L'ENVIRONNEMENT FINANCIER ET LE « TAUX À LONG TERME MONDIAL »

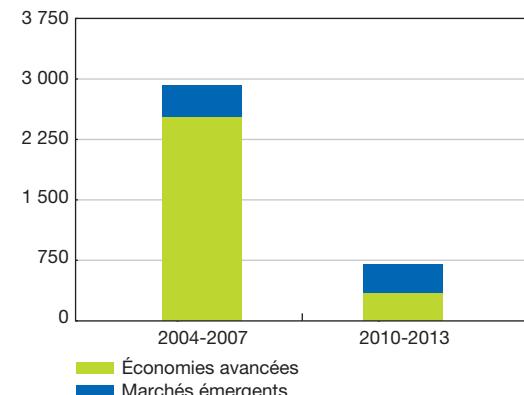
Deux changements majeurs ont affecté la structure de l'intermédiation financière pour les économies émergentes. Il s'agit en premier lieu de la croissance rapide des emprunts contractés sur les marchés obligataires, notamment par les entreprises des marchés émergents, qui ont répondu à la demande de titres à revenu fixe provenant des investisseurs mondiaux en quête de rendement. Depuis 2008, la part des prêts bancaires dans les crédits en dollars accordés aux non-banques hors des États-Unis a diminué¹. Le graphique 1 montre que l'évolution du financement externe au profit des marchés de capitaux depuis la crise financière de 2008-2009 a été particulièrement marqué pour les marchés émergents.

McCauley *et al.* (2015) montrent que la diminution de la prime de terme sur les marchés obligataires mondiaux a été un moteur important des émissions en

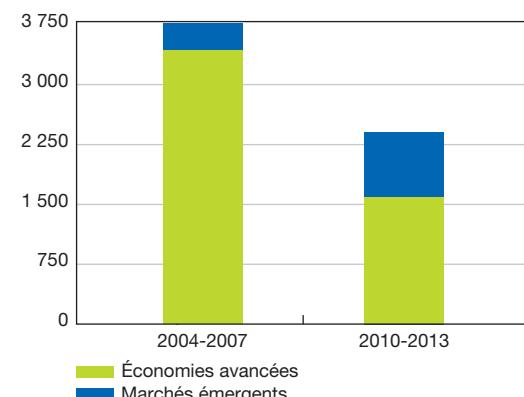
Graphique 1
Financement externe des non-banques :
avant et après la crise^{a)}

(en milliards de dollars)

a) Banques



b) Obligations



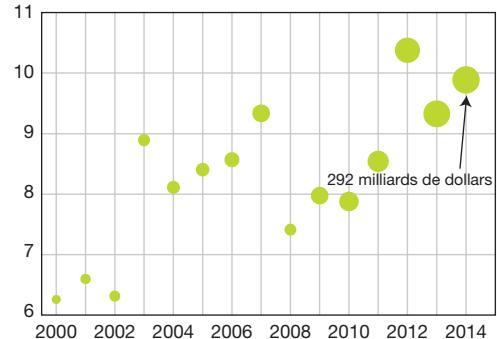
a) Flux cumulés ajustés du taux de change sur les périodes de quatre ans indiquées.
Sources : BRI, Statistiques sur l'activité bancaire internationale et les titres de dette ; calculs de la BRI.

dollars des non-banques établies hors des États-Unis (contrairement aux prêts bancaires internationaux en dollars qui réagissent davantage aux taux d'intérêt à court terme). Le graphique 2 représente les émissions internationales d'obligations en fonction de la nationalité de la société émettrice. Cette définition recouvre les émissions des filiales étrangères de la société – y compris les compagnies financières *holdings* ou les autres véhicules de financement établis dans des centres financiers extraterritoriaux. Elle est différente de l'enregistrement des flux d'obligations dans les statistiques de balance des paiements (ou de la dette obligataire dans les statistiques relatives à la dette extérieure), qui sont calculés en fonction

¹ Cf. graphique 2 de McCauley *et al.* (2015).

Graphique 2
Émissions d'obligations internationales par les sociétés non bancaires des économies émergentes^{a)}

(axe des ordonnées : maturité moyenne, émissions d'après la nationalité, en milliards de dollars)



a) Afrique du Sud, Bulgarie, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée du Sud, Estonie, Hongrie, Inde, Indonésie, Islande, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, RAS de Hong Kong, République tchèque, Roumanie, Russie, Singapour, Slovénie, Thaïlande, Turquie et Venezuela. La durée est calculée comme une moyenne pondérée.

Sources : Bloomberg ; Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter ; BRI.

de la résidence. Cela permet également de mieux refléter l'exposition aux risques de l'emprunteur : le bilan consolidé d'une entreprise internationale,

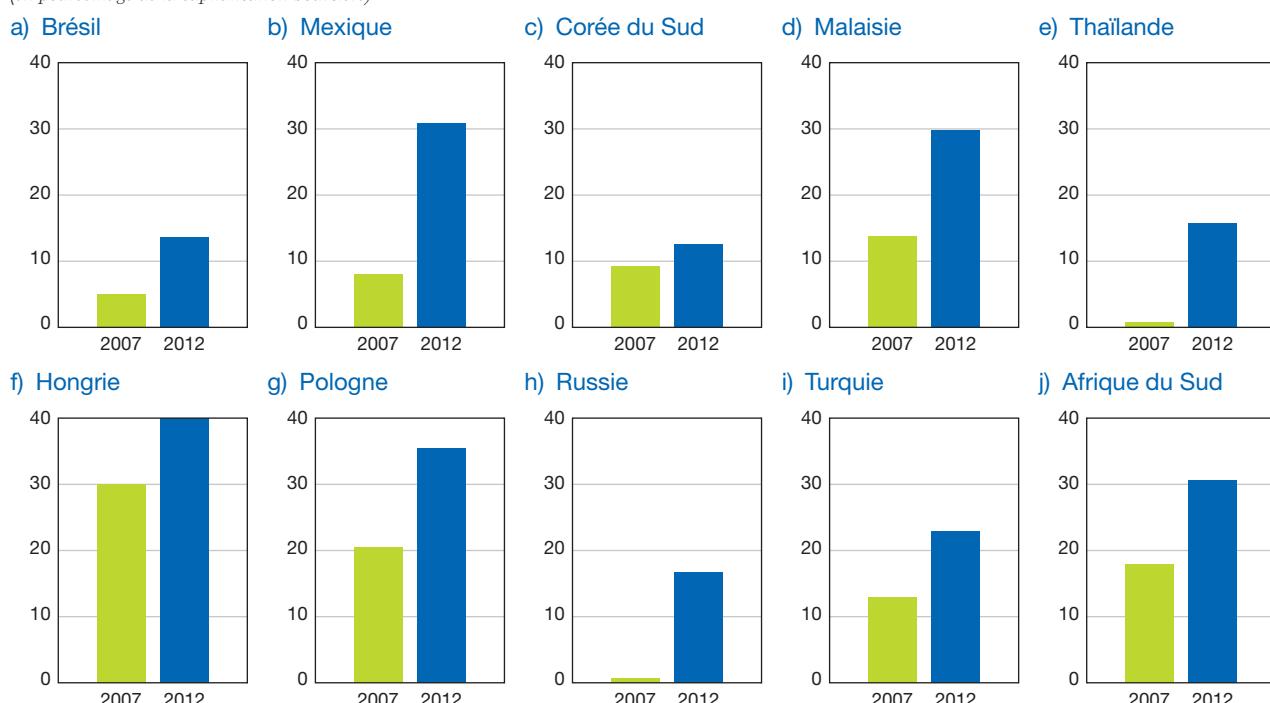
qui comprend ses filiales de financement, souvent établies dans des centres financiers extraterritoriaux, est une meilleure mesure de ses vulnérabilités.

À quels actifs cette dette en dollars est-elle adossée ? Les promoteurs immobiliers qui financent des projets domestiques sont clairement confrontés à des asymétries de devises. Les producteurs de pétrole possèdent des liquidités en dollars, mais la financiarisation du pétrole lui confère les caractéristiques d'un actif servant de garantie à des engagements en dollars. Comme pour tout actif de garantie, une baisse des cours du pétrole est associée à un durcissement des conditions financières, et toute tentative tardive de remboursement d'une dette en dollars fera monter le cours du dollar, produisant un cercle vicieux. Compte tenu du volume des dettes en dollars accumulées par des entreprises effectivement confrontées à des asymétries de devises, le renforcement du dollar constitue un durcissement significatif des conditions de financement mondiales.

La deuxième caractéristique du nouvel environnement financier est que les investisseurs mondiaux en titres

Graphique 3
Obligations d'État en monnaies locales détenus par des étrangers^{a)}

(en pourcentage de la capitalisation boursière)



a) Les chiffres déclarés pour la Chine sont inférieurs à 1 %.

Source : Mohanty (2014).

à revenu fixe se sont de plus en plus engagés sur des instruments libellés en monnaie locale en sus de leur détention d'instruments libellés en dollars, de telle sorte que les courbes de rendement des monnaies locales des marchés émergents sont plus étroitement liées aux taux mondiaux à long terme, contribuant à transmettre les conditions financières au-delà des frontières. Revenons rapidement sur cette question.

Pendant les années deux mille, de nombreux gouvernements des marchés émergents sont devenus capables d'émettre – et de vendre à des non-résidents – de la dette à long terme libellée dans leur propre monnaie plutôt qu'en dollars. Dès lors, les marchés des actifs libellés en devises des marchés émergents et assortis de taux d'intérêt à long terme ont connu une forte croissance et attiré des acheteurs étrangers. Les échéances des titres émis sur ces marchés se sont allongées et ils sont devenus plus étroitement intégrés aux marchés obligataires mondiaux. La Banque mondiale estime que les non-résidents détiennent aujourd'hui au moins 27 % des obligations libellées en monnaie locale, contre 13 % en 2008. Dans de nombreux pays, ce sont les investisseurs non résidents qui dominent les échéances longues de la courbe des rendements des emprunts publics. Selon une étude récente de la BRI, les non-résidents détiennent aujourd'hui au moins 20 % des marchés d'emprunts publics de plusieurs marchés

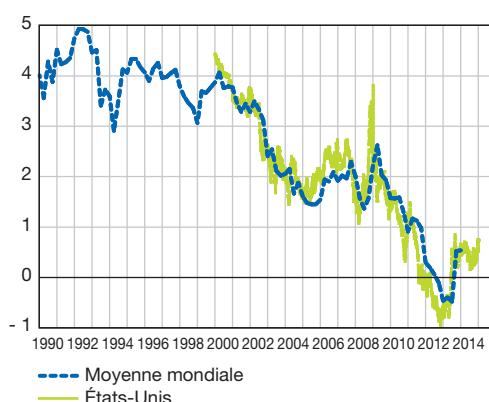
émergents (cf. graphique 3). Miyajima *et al.* (2012) font état de données statistiques attestant clairement que, depuis 2005, les rendements des emprunts obligataires libellés en monnaie locale des marchés émergents se sont beaucoup rapprochés des rendements américains – ce qui n'était pas le cas auparavant – mais ils n'en sont pas encore aussi proches que ceux des économies avancées.

Le graphique 4 représente les évolutions du taux d'intérêt réel « mondial » à long terme depuis 1990, selon le calcul de Mervyn King et David Low. Sur la première moitié de cette période, ce taux est généralement resté à l'intérieur d'une fourchette de 3 % à 4 %. Mais sur la deuxième moitié de la période, il a régulièrement diminué et a oscillé autour de zéro depuis fin 2011, soit un niveau nettement inférieur à ses moyennes de long terme. En 1958, John Hicks avait formulé la célèbre conclusion selon laquelle, en période normale de paix, le rendement des obligations quasi perpétuelles (*consol bonds*) sur 200 ans était toujours resté dans une fourchette de 3 % à 3,5 %. Depuis, les économistes n'ont pas cessé de débattre de la façon d'évaluer le taux d'intérêt à long terme « normal » des emprunts publics. Malgré l'absence de consensus en la matière, rares sont ceux qui s'attendaient à ce que les taux de référence à long terme restent à zéro sur une aussi longue période, et les prédictions successives de retour à des niveaux plus normaux ont été démenties par les événements².

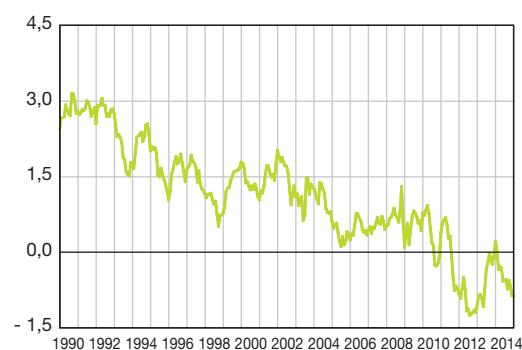
Graphique 4 Taux d'intérêt à long terme

(en %)

a) Taux d'intérêt réel à long terme



b) Prime de terme dans les bons du Trésor américains à dix ans^{a)}

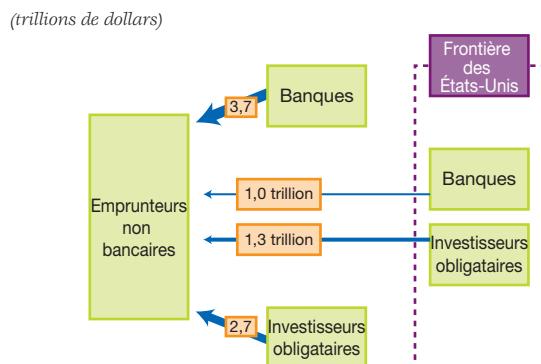


a) Somme de la prime de risque d'inflation et de la prime de risque de rendement réel dans le rendement des bons du trésor américain à 10 ans. Calculées en utilisant le modèle de structure par terme de la BRI.

Sources : King et Low (février 2014) ; Bloomberg ; données nationales ; calculs de la BRI.

2 Personne ne sait ce que sera le « nouveau niveau normal » du taux à long terme lorsque la période actuelle d'assouplissement monétaire extrême s'achèvera. Une indication de l'incertitude entourant le nouveau niveau normal est donnée par les fortes fluctuations, observées ces dernières années, des anticipations du rendement à dix ans dans cinq ans. Cette variable devrait être relativement indépendante des anticipations à court terme relatives au taux directeur. Au premier semestre 2011, ce taux anticipé à dix ans dans cinq ans était de l'ordre de 5 %, proche de sa moyenne de 5,8 % sur la période 2000-2007. Il n'était plus que de 3 % au moment de la rédaction de cet article (décembre 2014).

Graphique 5
Crédits libellés en dollars consentis
à des emprunteurs en dehors des États-Unis



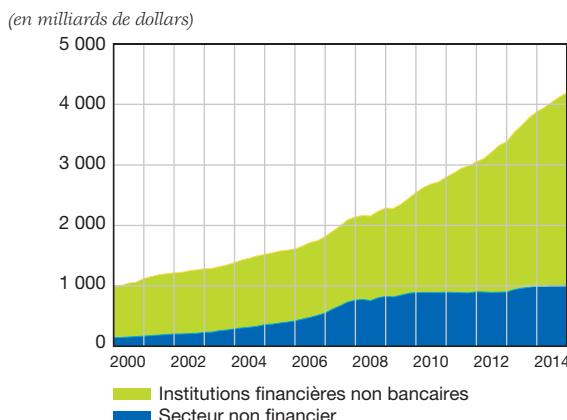
Sources : US Department of the Treasury (2014), données à décembre 2013 ; McCauley, McGuire et Sushko (2015).

Les calculs de Hördahl et Tristani (2014) montrent que cette baisse des taux à long terme reflète la réduction des primes de terme (c'est-à-dire le bonus attaché au fait de détenir une obligation à long terme plutôt qu'une succession d'obligations d'échéances courtes).

Le rendement des bons du Trésor américains entre pour une part prépondérante dans le calcul du taux d'intérêt « mondial » présenté au graphique 4. Mais ce taux de référence à long terme en dollars ne dépend pas uniquement des évolutions aux États-Unis. En raison des énormes montants d'opérations effectuées entre des non-résidents des États-Unis sur les marchés d'obligations en dollars – qui, souvent, ne présentent pas de liens étroits avec les évolutions économiques américaines – ces marchés sont devenus mondiaux. À titre d'illustration, le graphique 5 résume l'analyse développée par McCauley *et al.* (2015), en représentant l'origine des crédits libellés en dollars consentis aux emprunteurs non bancaires hors des États-Unis : 2 300 milliards de dollars proviennent des banques et des investisseurs obligataires aux États-Unis, contre 6 500 milliards en provenance des banques et des investisseurs obligataires établis hors des États-Unis.

Le graphique 6 montre que le montant des emprunts contractés par des non-banques établies hors des États-Unis sur les marchés obligataires en dollars américains est passé de quelque 1 000 milliards de dollars début 2000 à plus de 4 000 milliards en 2014. Une grande partie de ces emprunts est attribuée aux filiales de financement des sociétés non financières. Les motivations de ce choix de

Graphique 6
Obligations en dollars émises par des non-banques
en dehors des États-Unis^{a)}



a) Les obligations émises par des entités non bancaires du secteur financier national américain résidant aux îles Caïmans sont exclues.

Source : Statistiques de la BRI sur les titres de dette internationaux.

financement sont diverses et relativement opaques, de même que les expositions finales. Néanmoins, Chui *et al.* (2014) constatent que les asymétries de devises ont augmenté et de nombreuses entreprises ont accru leur effet de levier. Les remboursements arrivant à échéance, encore modestes, augmentent fortement en 2017 et 2018.

3 | CONSÉQUENCES POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'évolution du paysage de l'intermédiation financière entraîne des conséquences pour la mise en œuvre de la politique monétaire.

Par rapport aux années quatre-vingt-dix, l'élimination des risques imputables aux « arrêts brutaux » des flux de capitaux a rendu les autorités des économies émergentes plus enclines à tolérer la dépréciation de la monnaie comme mécanisme d'ajustement. Les banques centrales de ces pays ont ainsi retrouvé la capacité d'assouplir la politique monétaire lors d'une récession. Lorsque les ménages ou les entreprises étaient fortement endettés en devises, le soutien du taux de change constituait un objectif prioritaire de la politique monétaire, une dépréciation de la monnaie risquant de diminuer la demande agrégée. En effet, l'impulsion donnée par un taux de change plus compétitif pouvait être largement dépassée par la baisse de la demande intérieure, due à la

diminution de la valeur nette du secteur privé (et de sa solvabilité). Dans ces conditions, une politique monétaire orthodoxe prescrivant, en cas de récession, de baisser les taux d'intérêt et de permettre au taux de change de diminuer, ne fonctionnerait pas. Une banque centrale enfermée dans ce type d'impasse n'avait guère d'autre choix que de privilégier le soutien du taux de change par rapport aux décisions relatives aux taux d'intérêt. En revanche, lors de la crise financière de 2008, les banques centrales des économies émergentes ont pu axer la politique monétaire sur des objectifs domestiques plutôt que sur le taux de change.

Toutefois, la question de l'autonomie de la politique monétaire des économies émergentes reste toujours d'actualité. Même si les éléments observés sur une période longue montrent que l'influence des taux d'intérêt étrangers (notamment américains) sur les évolutions des taux directeurs des économies émergentes a généralement été faible (Obstfeld, 2015), les données de ces dernières années suggèrent que cette influence a augmenté.

Les évolutions de la structure de l'intermédiation financière ont placé deux nouvelles questions au premier plan. La première concerne l'aggravation des dilemmes liés au taux de change, entraînée par la récente période prolongée de taux directeurs proches de zéro qui caractérise les économies avancées. Une banque centrale qui maintiendrait son taux directeur à un taux élevé dans un tel contexte pourrait subir une appréciation injustifiée de sa monnaie, néfaste aux exportations. Ce dilemme serait particulièrement sensible pour les pays exportateurs de matières premières, la hausse prolongée des prix de ces matières (qui s'est terminée en 2014 ?) ayant accentué les tensions à l'appréciation de leur monnaie. Dans la pratique, de nombreuses banques centrales des économies émergentes ont réagi de façon pragmatique en permettant une certaine appréciation de leur monnaie, mais également en maintenant leurs taux directeurs en dessous du niveau qu'aurait suggéré une règle de Taylor standard (Hofmann et Bogdanova, 2012). Nombre d'entre elles sont également intervenues de façon massive sur les marchés des changes et ont imposé des contrôles sur les entrées de capitaux.

Les inquiétudes relatives à l'appréciation excessive de la monnaie ne sont pas nécessairement mercantilistes. Elles reposent souvent sur des préoccupations

légitimes concernant la stabilité financière. L'amélioration des termes de l'échange résultant de l'appréciation de la monnaie peut convaincre les ménages que leur revenu permanent a augmenté, leur permettant d'emprunter davantage. Elle peut également persuader les banques que le profil de risque des emprunteurs locaux s'est amélioré. Ces mécanismes sont souvent particulièrement déterminants pour les pays exportateurs de matières premières en période de flambée des prix, accroissant ainsi l'optimisme des entreprises et des ménages par rapport à la croissance future de leurs revenus. Ils jouent également un rôle important lorsque les emprunteurs locaux ont des dettes en devises (comme dans de nombreux marchés émergents) : ils constatent un renforcement de leurs bilans lorsque la monnaie s'apprécie et les banques sont disposées à leur consentir davantage de prêts. Selon le modèle développé par Bruno et Shin (2014), l'appréciation de la monnaie donne l'impression d'un renforcement des bilans des emprunteurs locaux, ce qui encourage les banques à leur prêter encore davantage.

Un scénario dans lequel l'appréciation de la monnaie et l'expansion du crédit domestique vont de pair ne revêt pas seulement un intérêt théorique. La plupart des crises financières du passé ont été précédées par exactement le même type d'évolution, l'expansion du crédit et l'appréciation de la monnaie se renforçant mutuellement. Gourinchas et Obstfeld (2012) montrent clairement que la surévaluation des taux de change lors des cycles d'expansion (assortie d'importantes entrées de capitaux) accroît le risque de crises financières. Lorsque se produit un « arrêt brutal » des flux de capitaux, le pays est obligé de corriger rapidement son déficit commercial en réduisant les revenus, afin d'égaler le niveau (en baisse) de la production des biens échangeables. Le taux de change s'envole souvent, rendant parfois insolubles les agents économiques affectés par des asymétries de devises.

Par ailleurs, les banques centrales des économies émergentes ont eu plus de difficultés à s'isoler des taux d'intérêt étrangers en raison de l'importance accrue du taux à long terme dans les devises de la plupart de ces économies. Lorsque les pays n'ont pas de contrôle des capitaux et disposent d'un marché secondaire efficace pour leurs emprunts publics, il existe une corrélation plus forte entre les pays pour les taux à long terme que pour les taux à court terme. Il est largement démontré, dans les

économies avancées, que les rendements des marchés obligataires intégrés dans le système financier mondial ont tendance à augmenter lorsque les rendements américains progressent. Même lorsque le pays a un taux de change flexible, son propre taux d’intérêt à long terme peut en être influencé, sans toutefois en être complètement déterminé.

Avant le milieu des années deux mille, ces relations étaient moins importantes dans la plupart des économies émergentes que dans les économies avancées, peut-être en raison d’inefficacités ou de restrictions sur les marchés locaux des emprunts publics et de contrôles des capitaux. Cependant, au milieu des années deux mille, cette situation a commencé à évoluer, les investisseurs mondiaux en titres à revenu fixe s’engageant de plus en plus sur les marchés obligataires libellés en monnaie locale.

L’examen d’un simple échantillon de données trimestrielles observées depuis 2005 dans huit importantes économies émergentes montre qu’une hausse de 100 points de base du rendement américain à dix ans s’accompagne d’une augmentation de 50 points de base des taux longs dans les économies émergentes³. Sur la période allant de 2000 à 2004, le coefficient par rapport au rendement américain à dix ans était également positif, mais sans être statistiquement significatif. Depuis 2005, cette influence est presque deux fois plus importante que celle d’une hausse du taux domestique à court terme (Turner, 2013). À première vue, cette estimation laisse penser que la banque centrale ne pourrait « résister » à une variation de son taux à long terme d’origine extérieure qu’en appliquant à son propre taux directeur une variation deux fois supérieure à celle du taux d’intérêt étranger. Filardo *et al.* (2014) apportent d’autres preuves de l’importance accrue du taux à long terme, ces dernières années, pour les économies émergentes asiatiques. Utilisant des estimations séparées pour neuf pays, Takáts et Vela (2014) concluent également à une relation plus forte depuis 2008, avec une répercussion de un pour un dans de nombreux pays.

En comparant les pays avec leurs devises de référence les plus naturelles (pas nécessairement le dollar), Obstfeld (2015) montre qu’une variation de 100 points de base du taux à long terme étranger entraîne généralement une hausse de 40 points de

base environ du taux à long terme local. Il aboutit à la conclusion essentielle selon laquelle les taux à long terme restent significativement corrélés à ceux des pays dont la monnaie sert de référence, même s’il n’existe pas d’ancrage du taux de change. L’incidence du taux à court terme étranger sur les taux à court terme domestiques est beaucoup plus faible. Miyajima, Mohanty et Yetman (2014) sont également arrivés à la conclusion intéressante selon laquelle le taux directeur des principales économies émergentes a davantage réagi, ces dernières années, aux variations de la prime de terme américaine qu’aux variations des taux américains à court terme. Cela corrobore le fait qu’une baisse de cette prime stimule les flux de capitaux (en obligations locales ?) vers les économies émergentes, oriente le taux de change à la hausse et incite la banque centrale locale à diminuer les taux à court terme.

4| CONSÉQUENCES POUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

La crise du « *taper tantrum* » de 2013 (provoquée par l’éventualité d’une baisse progressive du rythme des achats d’actifs par la Réserve fédérale) donne un aperçu des éventuelles conséquences de la nouvelle structure de l’intermédiation financière sur la stabilité financière. C’est la volatilité accrue des taux de référence à long terme, déclenchée par la spéculation des marchés relative à l’arrêt par la Réserve fédérale de ses politiques extrêmement expansionnistes, qui a dissuadé les marchés d’investir en actifs financiers des économies émergentes. En fait, le taux directeur américain n’a pas été modifié et la Réserve fédérale a donné la ferme assurance qu’il n’y aurait pas de hausse à court terme : le rendement à deux ans a à peine bougé. Ce sont les variations des anticipations relatives aux futurs achats d’obligations par la Réserve fédérale qui ont fait augmenter la prime de terme. Ce scénario a été très différent du resserrement de 1994 lors duquel l’effondrement du marché obligataire avait été entraîné par des variations des anticipations relatives aux futurs taux directeurs (Adrian et Fleming, 2013). Cette crise a clairement démontré la sensibilité accrue des investisseurs en actifs des marchés émergents à un choc sur les taux mondiaux à long terme, même lorsque les taux à court terme restent constants.

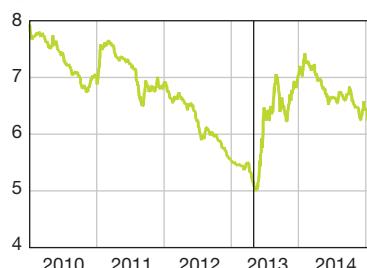
3 Les pays étudiés étaient le Brésil, la Corée, la Malaisie, le Mexique, la Pologne, l’Afrique du Sud, la Thaïlande et la Turquie.

Graphique 7

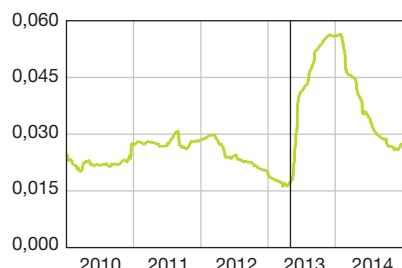
Rendements des obligations d'État locales des économies émergentes et taux de change^{a)}

a) Rendements^{b)}

(en %)



b) Volatilité des rendements^{c)}



c) Taux de change^{d)}

(2010 = 100)



a) Les trois graphiques présentent la moyenne simple du Brésil, de l'Inde, de l'Indonésie, de la Malaisie, du Mexique, des Philippines, de la Pologne, de l'Afrique du Sud et de la Turquie.

b) Rendements des obligations à 5 ans en monnaie locale.

c) Écart-type mobile sur 180 jours des variations quotidiennes des rendements.

d) En dollars par unité de monnaie locale.

Note : Les lignes verticales noires correspondent au 1^{er} mai 2013 (déclaration du Comité fédéral de l'open market modifiant la formulation relative aux achats d'actifs).

Sources : Bloomberg; données nationales ; calculs de la BRI.

Les monnaies de plusieurs économies émergentes, qui avaient subi des tensions à la hausse peu de temps auparavant, ont fortement baissé (cf. graphique 7). Cette simultanéité suggère une contagion très forte entre les marchés obligataires et les marchés des changes. Du côté des débiteurs, les emprunteurs du secteur privé des économies émergentes disposant d'engagements nets importants en dollars réagissent probablement aux chocs en achetant des dollars, accentuant ainsi la chute de la monnaie. Du côté des créanciers, les investisseurs étrangers réagissent fortement en raison de l'importance des expositions au taux d'intérêt et au taux de change en monnaies des économies émergentes et en raison de l'effet multiplicateur de ces expositions. Les investisseurs locaux ayant des actifs en monnaie locale recherchent également le refuge d'une monnaie étrangère lorsque la volatilité augmente.

Les investisseurs à long terme sont souvent considérés comme ayant une influence stabilisatrice sur les marchés financiers, car ils absorbent les pertes sans subir d'insolvabilité. Cependant, l'expérience récente (notamment lors de la crise du « *taper tantrum* » de 2013) a montré que les réactions de ces investisseurs étaient conditionnées par le cycle international du crédit. Hélène Rey (2014) a démontré le rôle clé d'éléments extérieurs aux économies émergentes (illustrés par les mouvements de l'indice VIX) dans la détermination des flux de capitaux vers ces économies. Cette situation limite l'indépendance de la politique monétaire, quel que soit le régime de taux de change en place. Comme

les investisseurs à long terme ont un appétit limité pour les pertes, ils participent fréquemment aux mouvements de vente massive. À cet égard, les échéances plus longues des titres de créance des économies émergentes peuvent être à double tranchant. Elles ont certes permis aux emprunteurs des économies émergentes (administrations publiques et entreprises) de bénéficier de taux à long terme exceptionnellement faibles. En revanche, le risque de duration a augmenté pour les investisseurs qui détiennent leurs obligations. Non seulement les cours des obligations des économies émergentes ont sensiblement diminué lors du « *taper tantrum* », les rendements souverains augmentant davantage que ceux du Trésor américain, mais les monnaies locales se sont également considérablement dépréciées.

Quelles en sont les conséquences pour les économies émergentes ? Le comportement des investisseurs en titres à taux fixe est déterminant à cet égard. Un retrait massif des marchés des titres de créance des économies émergentes fera augmenter les taux d'intérêt domestiques à long terme, entraînant un resserrement des conditions financières domestiques. Ce qui se produit sur les marchés financiers n'y reste pas toujours circonscrit ; les perturbations financières ont une incidence économique réelle. Shin (2013) décrit un scénario possible dans lequel le resserrement des conditions financières incite les entreprises à réduire leurs dépenses d'investissement, entraînant un ralentissement de la croissance mondiale, qui dément alors le discours adressé aux investisseurs quant à la croissance

plus forte des économies émergentes et déclenche de nouvelles ventes, bouclant ainsi le cercle vicieux. Ce mécanisme est différent de celui qui sous-tendait les crises des marchés émergents dans les années quatre-vingt-dix. Au lieu de l'insolvabilité et des fuites de capitaux, le cercle vicieux s'exerce désormais par le ralentissement de la croissance.

5| NOUVELLES LIMITES DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

La forte expansion des réserves de change officielles et le recours croissant des entreprises emprunteuses des marchés émergents aux marchés obligataires internationaux ont augmenté les bilans du système bancaire local.

Le premier lien de cause à effet illustré au graphique 8 concerne l'actif des bilans des banques. La hausse des éléments d'actif libellés en devises de la banque centrale signifie que ses engagements augmentent également, presque toujours vis-à-vis des banques (Turner, 2014). Comme, dans de nombreuses économies émergentes, les éléments d'actif libellés en devises sont désormais significatifs par rapport à la taille du système bancaire, ce lien est important du point de vue quantitatif. L'acquisition à grande échelle de réserves de change a généralement augmenté la taille du bilan du système bancaire et souvent accru la liquidité du bilan des banques. Le crédit bancaire au secteur privé tend à augmenter, même lorsque l'intervention est stérilisée (Caruana, 2011 ; Filardo et Yetman, 2012 ; Gadanecz *et al.*, 2014 ; Garcia, 2011 ; Mohanty et Turner, 2006). Inversement, lors de pressions importantes sur la monnaie, des ventes massives de réserves de change tendront à réduire les réserves des banques, rendant parfois les marchés interbancaires locaux illiquides. La BRI (2009) décrit plusieurs épisodes de ce genre au cours de la crise financière de 2008-2009.

Le second lien concerne le passif des bilans des banques. Il est créé par l'existence de relations fortes entre les sociétés non financières et les banques domestiques des économies émergentes. Des conditions de financement extrêmement accommodantes sur les marchés obligataires mondiaux ont permis à ces entreprises d'emprunter à moindre coût à l'étranger, ce qui a incité les banques à rechercher d'autres clients. Par ailleurs, comme

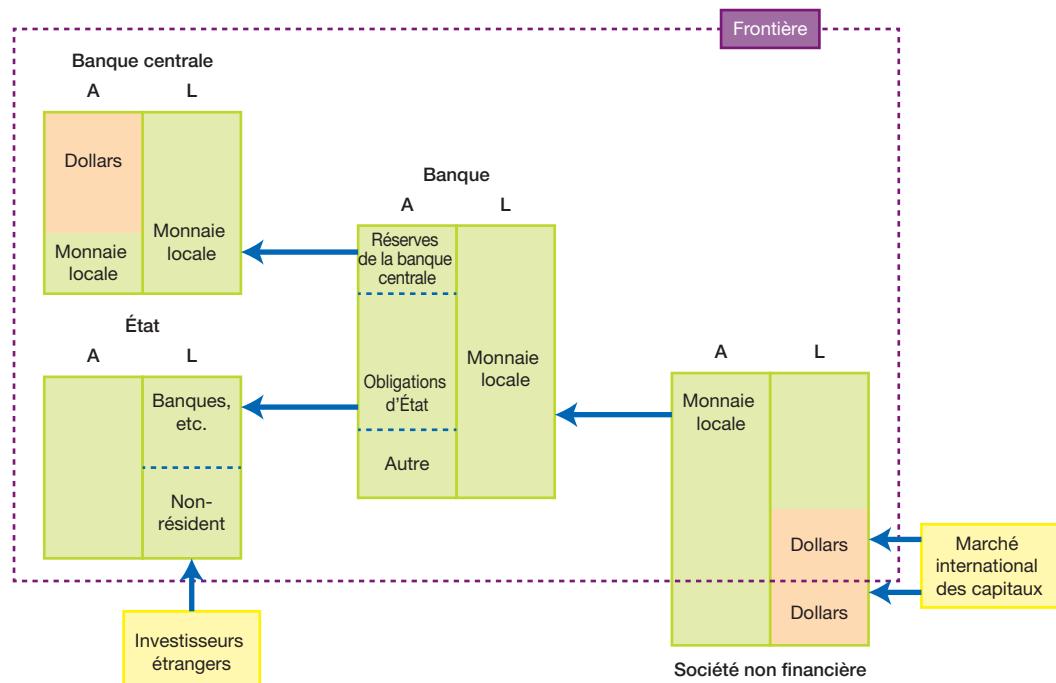
cela a été observé en Asie et en Amérique latine, les entreprises des économies émergentes, disposant d'abondantes liquidités grâce à la facilité des conditions de financement extérieur, ont augmenté leurs dépôts auprès des banques locales (Filardo *et al.*, 2014 ; Shin et Zhao, 2014). Chung *et al.* (2014) ont montré que ces dépôts étaient plus volatils que d'autres dépôts bancaires : leurs mouvements sont donc essentiels pour comprendre la liquidité mondiale (Shin, 2013).

Enfin, la progression des achats d'obligations d'État libellées en monnaie nationale par les non-résidents a peut-être permis aux banques locales de certaines juridictions de consacrer une part plus importante de leurs bilans aux prêts au secteur privé. Par le passé, dans les économies émergentes, la principale demande institutionnelle d'obligations d'État provenait des banques locales (qui étaient souvent soumises à différentes incitations officielles à cet effet). Mais la forte progression de la demande étrangère au cours des cinq dernières années a permis aux gouvernements de se financer beaucoup plus facilement et à bien moindre coût, notamment sur les échéances les plus longues, souvent préférées par les investisseurs non résidents. Quand les rendements réels des emprunts publics ont diminué, les banques ont trouvé plus intéressant d'augmenter leurs crédits au secteur privé. Inversement, les épisodes de retrait brutal des investisseurs étrangers (comme fin 2008 et début 2009) ont souvent nécessité des mesures spéciales en vue de protéger les banques et les autres détenteurs domestiques de la dette publique contre la hausse de la volatilité des marchés et la menace de pertes en capital.

Ces liens, illustrés au graphique 8, signifient que les conditions de financement extrêmement accommodantes sur les marchés de capitaux internationaux dans l'après-crise ont contribué, par différents canaux, à une expansion du bilan du système bancaire domestique. Comme les grandes entreprises pouvaient plus facilement emprunter à bas prix à l'étranger, les banques domestiques ont dû prêter davantage à d'autres emprunteurs locaux. Par conséquent, les conditions domestiques de prêt s'appliquant à la plupart des emprunteurs locaux se sont davantage assouplies que ne le suggérait l'expansion (importante) du total des agrégats du crédit bancaire domestique.

À l'inverse, des turbulences soudaines sur les marchés obligataires mondiaux, éventuellement combinées

Graphique 8
Les nouvelles frontières



Source : Shin et Turner.

à un affaiblissement de la croissance, pourraient provoquer un retournement. Les rendements des obligations d'État libellées en monnaie locale augmenteraient, de façon sans doute plus prononcée que ceux des obligations de référence sur les marchés mondiaux. Il deviendrait plus coûteux pour le gouvernement de se financer, précisément au moment où la baisse de la croissance diminuerait les recettes fiscales. Les banques détenant des obligations d'État subiraient une perte en valeur de marché (qu'elle soit reconnue ou non par leurs règles comptables). D'autres investisseurs locaux détenant d'importants stocks d'obligations constateraient une baisse de la valeur de marché de leur patrimoine. Le taux de change baisserait probablement corrélativement à la hausse des rendements obligataires. Si la banque centrale y remédiait en vendant des réserves de change, le bilan du système bancaire tendrait à se contracter. Si les sociétés non financières n'étaient plus capables de refinancer leurs engagements obligataires en dollars à des taux raisonnables, elles diminueraient probablement leurs dépôts auprès des banques locales. Elles pourraient même emprunter davantage auprès de ces banques, où nombre d'entre elles disposeraient de lignes de crédit inutilisées.

Il deviendrait alors plus difficile pour les ménages et les petites entreprises d'obtenir des prêts bancaires.

L'intensité de ces forces dépendrait des circonstances. La nature de la réponse de politique monétaire contribuerait à définir le résultat ultime. Un stock important d'éléments d'actif libellés en devises donne davantage de marge de manœuvre aux autorités dans la mesure où il est plus facile de gérer les tensions sur la liquidité en devises. La banque centrale ou le gouvernement détenant d'importants stocks d'actifs étrangers pourrait choisir d'isoler le secteur privé des risques de taux de change. Mais les autorités ne voudraient pas qu'à l'avenir les entreprises privées tablent sur un renflouement en cas de dépendance excessive vis-à-vis des emprunts en devises étrangères.

6 | CONCLUSION

Notre compréhension de la diffusion des crises est largement influencée par l'expérience des crises des économies émergentes des années quatre-vingt-dix

et de la crise de 2008. Les mots-clés sont : « arrêt brutal », endettement, asymétrie des échéances, complexité et « trop grand pour faire faillite ». Bien que ces facteurs soient toujours pertinents, il n'en découle pas que les perturbations financières futures doivent suivre le même mécanisme que par le passé. Pourtant, les exercices passant en revue les vulnérabilités s'attachent généralement aux faiblesses passées, qui sont connues, au lieu de se demander où se trouvent les nouveaux dangers.

L'objectif de cette courte étude était de souligner deux facteurs qui peuvent être importants pour comprendre les défis politiques qui se posent aux autorités des économies émergentes. Le premier est le glissement de l'intermédiation financière des banques vers les marchés de capitaux, à travers

notamment l'émission d'obligations émises par les entreprises des économies émergentes. Le deuxième est le rôle joué par le taux d'intérêt mondial à long terme tant pour la politique monétaire que pour la stabilité financière. Nous avons souligné les interactions de ces deux facteurs. Dans le passé, l'attention des autorités s'est largement attachée à la vulnérabilité du bilan des emprunteurs. Notre étude suggère que le comportement des investisseurs peut être tout aussi important pour comprendre les défis de politique monétaire et de stabilité financière auxquels sont confrontées les autorités des économies émergentes. Nous en savons beaucoup moins sur le comportement des investisseurs que sur la vulnérabilité des emprunteurs : sur ce sujet, nous devons donc poursuivre nos efforts pour rattraper notre retard.

BIBLIOGRAPHIE

Adrian (T.) et Fleming (M.) (2013)

« *The recent bond market selloff in historical perspective* », *Liberty Street Economics*.

Banque des règlements internationaux (2009)

« *Capital flows and emerging economies* », CGFS, document, n° 33, janvier.

Bruno (V.) et Shin (H. S.) (2014)

« *Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy* », mimeo, mars.

Calvo (G.) (2013)

« *Puzzling over the anatomy of crises: liquidity and the veil of finance* », Banque du Japon, *Mayekawa Lecture. Monetary and Economic Studies*, vol. 31, novembre.

Caruana (J.) (2011)

« *Why central bank balance sheets matter* », allocution lors de la Conférence Banque de Thaïlande – BRI, Chiang Mai, Thaïlande, 12-13 décembre, www.bis.org/speeches/sp111216.pdf.

Chui (M.), Fender (I.) et Sushko (V.) (2014)

« *Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch* », BRI, *Rapport trimestriel*, septembre.

Chung (K.), Lee (J.-E.), Loukoianova (E.), Park (H.) et Shin (H. S.) (2014)

« *Global liquidity through the lens of monetary aggregates* », FMI, document de travail, n° 14/9, janvier.

Filardo (A.) et Yetman (J.) (2012)

« *The expansion of central bank balance sheets in emerging Asia: what are the risks?* », BRI, *Rapport trimestriel*, juin.

Filardo (A.), Genberg (H.) et Hofmann (B.) (2014)

« *Monetary analysis and the global financial cycle: an Asian central bank perspective* », BRI, *BIS Working Papers*, n° 463, septembre.

Gadanecz (B.), Miyajima (K.) et Urban (J.) (2014)

« *How might EME central banks respond to the influence of global monetary factors?* », BRI, *BIS Paper*, n° 78, août.

Garcia (M.) (2011)

« *Can sterilized FX purchases under inflation targeting be expansionary?* », Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Département d'économie, n° 589.

Gourinchas (P.-O.) et Obstfeld (M.) (2012)

« *Stories of the Twentieth Century for the Twenty-first* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n° 1, p. 226-265.

Hicks (J.) (1958)

« *The yield on consols* », document lu devant la Manchester Statistical Society en mars 1958 et présenté à titre de preuve au Radcliffe Committee. Revu et réimprimé dans *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press 1967.

Hofmann (B.) et Bogdanova (B.) (2012)

« *Taylor rules and monetary policy: a global 'Great Deviation'?* », BRI, *Rapport trimestriel*, septembre.

Hördahl (P.) et Tristani (O.) (2014)

« *Inflation risk premia in the euro area and the United States* », *International Journal of Central Banking*.

King (M.) et Low (D.) (2014)

« *Measuring the "world" real interest rate* », NBER, document de travail, n° 19887, février.

Lamfalussy (A.) (2000)

« *Financial crises in emerging markets: an essay on financial globalisation and fragility* », New Haven: Yale University Press.

McCauley (R. N.), McGuire (P.) et Sushko (V.) (2015)

« *Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage* », 59^e *Panel of Economic Policy*, avril 2014, BRI, *BIS Working Papers*, n° 483, janvier.

Miyajima (K.), Mohanty (M. S.) et Chan (T.) (2012)

« *Emerging market local currency bonds: diversification and stability* », BRI, *BIS Working Papers*, n° 391, novembre, www.bis.org/publ/work391.htm.

Miyajima (K.), Mohanty (M. S.) et Yetman (J.) (2014)

« *Spillovers of US unconventional monetary policy to Asia: the role of long-term interest rates* », BRI, BIS Working Papers, n° 478, décembre.

Mohanty (M. S.) et Turner (P.) (2006)

« *Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?* », BRI, Rapport trimestriel, septembre.

Mohanty (M. S.) (2014)

« *The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets* », BRI, BIS Paper, n° 78, août.

Obstfeld (M.) (2015)

« *Trilemmas and tradeoffs: living with financial globalisation* », BRI, BIS Working Papers, n° 480, janvier.

Rey (H.) (2014)

« *The international credit channel and monetary autonomy* », Mundell-Fleming Lecture, 13 novembre.

Shin (H. S.) (2013)

« *The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies* », Discours prononcé lors de la Conférence sur la politique économique asiatique, Banque fédérale de réserve de San Francisco, novembre.

Shin (H. S.) et Zhao (L. Y.) (2014)

« *Firms as surrogate intermediaries: evidence from emerging economies* », mimeo.

Takáts (E.) et Vela (A.) (2014)

« *International monetary policy transmission* », BRI, BIS Paper, n° 78, août.

Turner (P.) (2013)

« *The benign neglect of the long-term interest rate* », BRI, BIS Working Papers, n° 403, février.

Turner (P.) (2014)

« Sortir des politiques monétaires non-conventionnelles : quels défis ? », Revue d'économie financière, n° 113, mars.

Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain ?

ARNAUD CAUDOUX

Directeur exécutif

Bpifrance

JULIEN GEFFROY

Direction financière

Bpifrance

De manière générale, sur les quinze dernières années, l'insuffisance – principalement qualitative – de l'investissement des entreprises françaises a entamé leur compétitivité et leur potentiel de croissance. Les petites et moyennes entreprises (PME) et les entreprises de taille intermédiaire (ETI), qui jouent un rôle central dans notre économie, sont désormais au cœur des défis posés par la compétition mondiale sur les gains de productivité, l'innovation et l'internationalisation. Dès lors, leurs besoins de financement se diversifient et y apporter des réponses adaptées est déterminant.

Parallèlement, l'évolution du système financier depuis 2008 continue de modifier en profondeur l'offre de financement et les attentes des investisseurs, ouvrant la voie au développement d'une palette plus complète d'instruments de financement, en renforcement ou en complément du crédit bancaire, qui reste largement prépondérant en France.

Dans ce cadre, les initiatives sont nombreuses et les contours d'un nouveau modèle de financement des PME et des ETI sont encore en construction. L'action de Bpifrance vise à renforcer la capacité d'intervention des acteurs du financement des PME et des ETI, principalement celle des banques et des équipes de gestion de fonds d'investissement, tout en favorisant, chez eux ou en partenariat avec eux, l'émergence de solutions innovantes et complémentaires. Elle a pour cela deux principaux outils : sa connaissance en profondeur des entreprises, de leurs projets et de leur profil de risque – construite sur une présence territoriale dense et historique, assurée par un réseau au contact permanent de ses clients – et sa capacité de prise de risque, adossée à un bilan sain et solide.

Le renforcement de la compétitivité et la stimulation de l'investissement sont des priorités de l'agenda politique européen et français. Dans la continuité des annonces formulées durant l'été, la Commission européenne a présenté le 26 novembre 2014 un plan d'investissement de 315 milliards d'euros pour la période 2015-2017, dont un quart environ est consacré au soutien des investissements des PME et des *mid caps*¹. En France, les Assises du financement et de l'investissement, tenues le 15 septembre 2014, ont fait écho à ces orientations en faisant de la mobilisation des sources de financement et d'investissement à destination des entreprises un des enjeux du redressement de l'économie et du renforcement de la compétitivité française.

La question du financement de long terme des entreprises est centrale et les besoins des PME et des ETI méritent une attention particulière en raison du rôle cardinal qu'elles jouent dans l'économie française. Véritable épine dorsale du tissu économique français, les PME et les ETI représentent en effet plus de 99 % de la population d'entreprises, plus de 70 % des emplois et environ 65 % de la valeur ajoutée.

Aussi, en réponse aux déstabilisations qu'ont représentées la crise économique et financière, la perte de compétitivité et la nouvelle architecture prudentielle (Bâle III, Solvabilité II), il est impératif d'agir pour garantir aux PME et aux ETI un accès compétitif au financement de haut et de bas de bilan auquel le paradigme de financement d'avant-crise ne répond qu'imparfaitement.

Il s'agit d'améliorer la capacité du secteur financier à allouer l'épargne vers le financement des PME et des ETI, en assurant la transition d'un modèle de financement d'avant-crise – caractérisé par une offre « bipolaire » avec, d'une part, un financement bancaire « classique » au couple rendement/risque faible, et d'autre part, un financement en fonds propres au couple rendement/risque élevé – vers un modèle de financement plus diversifié, répondant à la chaîne de besoins de financement des PME et des ETI (niveau de risque, maturité) et mobilisant un spectre plus large d'investisseurs et d'appétences au risque.

Dans cette perspective, cet article dresse un état des lieux des conditions et des enjeux du financement de l'investissement des PME et des ETI, avant de présenter et d'analyser les mécanismes qui y répondent.

1 | DES BESOINS DE FINANCEMENT CIBLÉS

1|1 Une demande de financement atone dans un contexte de forte dépendance au financement bancaire

Prédominance du canal bancaire

Contrairement aux États-Unis où le financement des entreprises est dominé par les financements de marché, en France, comme en zone euro, le crédit bancaire est la source principale. Ce constat cache néanmoins des situations disparates selon la taille des entreprises, reflétant des capacités d'accès au marché hétérogènes.

Pour les grandes entreprises, le financement bancaire est minoritaire (34 %²). Elles bénéficient en effet de sources alternatives de financement (obligations et autres titres de créance négociables), leur offrant des avantages complémentaires en matière de coût, de durée, de profil de remboursement et de diversification.

Avec des taux d'intermédiation respectivement de 96 % et 71 % (hors financement en fonds propres), les PME et, dans une moindre mesure, les ETI, recourent très majoritairement au financement bancaire, tant pour leurs besoins de trésorerie que pour leurs besoins de financement à moyen et long terme. Pour les PME et les ETI, ce mode de financement s'avère dans la majorité des cas très compétitif du point de vue du coût, dans l'absolu (en comparaison, notamment, des taux pratiqués en Allemagne), et relativement aux sources alternatives de financement³.

1 Dans le cadre du présent plan d'investissement, les entreprises comptant entre 250 et 3 000 salariés sont considérées comme des *mid caps*.

2 Périmètre : entreprises non financières au sens de la LME, avec bilan dans FIBEN. Source : Banque de France – base FIBEN (juillet 2014).

3 Pour les banques, ce coût bas reflète la bonne tenue historique du coût du risque, le faible coût d'analyse des dossiers dans le cadre d'une relation client suivie, la bonne prise en compte de l'effet de diversification dans les portefeuilles de créances PME et une tendance à l'utilisation du crédit comme un « produit d'appel » leur permettant d'ancrer la relation client et de développer une relation bancaire globale.

En matière de dynamique, on observe pour les instruments de marché et notamment pour les end dettements obligataires des rythmes de croissance plus soutenus que pour le crédit bancaire. Cette tendance est renforcée pour les ETI pour lesquelles le financement obligataire est passé de 6,5 % en 2008 à 13 % en 2013, ce qui constitue une mutation significative dans leur mode de financement.

Un financement globalement assuré durant la crise mais une demande actuelle atone

À l'inverse d'autres pays européens, le financement bancaire des PME et des ETI françaises semble avoir été bien assuré durant la crise avec des encours de crédit aux PME restés globalement en croissance sur la période et avec le maintien d'un taux d'investissement, mesuré en pourcentage de la valeur ajoutée, relativement stable⁴.

Cette bonne tenue a été facilitée par des conditions de crédit particulièrement favorables. Ainsi, en 2012, le coût du crédit aux entreprises à moyen et long terme servant à financer l'investissement était inférieur de près de 200 points de base à son niveau de 2000⁵.

Les PME et les ETI françaises ont de plus bénéficié de la mobilisation conjointe des acteurs de la place financière de Paris et des pouvoirs publics pour garantir un niveau adéquat de financement par les banques. Cette mobilisation s'est traduite par de multiples dispositifs de soutien développés dans le cadre du Plan de relance de l'économie française de 2008, comme par exemple la mise en place du dispositif de Médiation du crédit aux entreprises et le

renforcement des moyens de Bpifrance Financement (à l'époque Oséo) à travers le Plan PME.

Si la demande de crédit semble avoir été correctement servie depuis 2008 – et notamment sur le financement d'investissement « classique », immobilier et équipement – la production de crédits nouveaux aux PME et aux ETI se maintient à des niveaux faibles, encore largement inférieurs aux pics atteints les années précédant la crise⁶. Les différentes enquêtes et études menées sur le sujet accrédisent davantage la thèse d'une atonie de la demande de crédit d'investissement des entreprises que celle d'un fléchissement du côté de l'offre⁷.

Pour autant, si ce constat est partagé dans une approche macroéconomique, les études menées par la Banque centrale européenne (BCE) suggèrent également, au niveau microéconomique, l'existence d'un phénomène d'autocensure des dirigeants d'entreprises qui auraient, pour partie, intégré les contraintes d'accès aux financements bancaires, provoquant de fait une diminution de la demande. Une telle interprétation est toujours délicate car cette autocensure peut autant traduire la perception d'une trop grande exigence des banques dans leurs critères d'octroi, qu'une anticipation pessimiste de l'évolution de la conjoncture et des perspectives d'activité et donc, *de facto*, d'un moindre besoin d'investissement. Néanmoins, elle vient souligner que malgré des conditions globalement favorables au financement actuellement en France (taux bas, liquidités abondantes, secteur bancaire en bonne santé et concurrentiel), l'aversion au risque des agents économiques (entreprises et banques) constitue un frein puissant à la reprise de l'investissement.

4 Autour de 19 % pour les PME et de 26 % pour les ETI. Cf. *Observatoire du financement des entreprises* (2014).

5 La baisse tendancielle des taux auxquels se financent les entreprises, observée depuis vingt ans, s'est en effet poursuivie malgré la crise grâce aux mesures d'assouplissement monétaire engagées par la BCE depuis 2008. En comparaison internationale, il ressort également que les PME françaises bénéficient d'un environnement particulièrement favorable. Le taux des crédits aux PME observé en novembre 2013 (2,92 %) était ainsi plus faible que celui pratiqué en Allemagne (3,04 %) et inférieur de 90 points de base à la moyenne observée en zone euro. Source : *Observatoire du financement des entreprises* (2014) d'après BCE, Banque de France.

6 En données corrigées des variations saisonnières, la production de crédit aux PME (approximée par les crédits de moins de 1 million d'euros), s'est inscrite à 5,4 milliards d'euros en moyenne par mois début 2014, soit un niveau environ 35 % inférieur au plus haut atteint les années précédant la crise (8,3 milliards par mois en moyenne sur 2006-2007). Source : Bpifrance d'après Banque de France.

7 Seules les très petites entreprises, les entreprises nouvellement créées et les entreprises en situation financière précaire ont pu rencontrer des difficultés d'accès au crédit bancaire, assez comparables à celles qu'elles auraient rencontrées avant-crise. Enquêtes : la Banque de France conduit sur ce sujet deux types d'enquêtes. D'une part, auprès des banques, une enquête sur la distribution du crédit (Bank lending survey) et d'autre part, auprès des entreprises, une enquête sur leur accès au crédit. La première enquête suggère, hormis un resserrement des conditions d'octroi épisodique au plus fort de la crise, une contraction de la demande de crédit des entreprises, tandis que la seconde, réalisée depuis le deuxième trimestre 2012, fait ressortir un taux d'obtention des crédits élevé pour les PME (obtention d'un montant de plus de 75 % de la demande initiale), de l'ordre de 90 % pour l'investissement et de l'ordre de 70 % pour la trésorerie. Études : cf., notamment, Banque de France (2013a) et Insee (2014).

1|2 Les besoins des PME et des ETI et les contraintes des investisseurs poussent à une évolution du modèle de financement

Du côté de la demande, de nouveaux besoins de financement et des segments insuffisamment couverts pour les PME et les ETI

Si le financement des PME et des ETI a été globalement assuré à un niveau macroéconomique, on constate par ailleurs, au niveau microéconomique, une évolution des besoins de financement et des segments insuffisamment couverts. Ces segments sont pourtant déterminants pour accompagner les stratégies de croissance, de compétitivité et d'innovation.

Il s'agit premièrement du financement de l'innovation pénalisé structurellement par deux imperfections de marché. D'une part, l'asymétrie d'informations entre le financeur (les banques) et l'entreprise porteuse du projet innovant⁸, en raison de l'incertitude liée au projet, de l'absence ou de la faiblesse de collatéral et, souvent, de la « jeunesse » de l'entreprise qui innove. D'autre part, les innovations sont porteuses d'externalités positives dans la mesure où leurs rendements sociaux (pour l'ensemble de l'économie) sont supérieurs à leur rendement privé (au niveau de l'entreprise). Ces deux imperfections peuvent brider les efforts des entreprises en matière d'innovation et justifient traditionnellement les mécanismes d'intervention publique, comme ceux portés par Bpifrance.

Cela concerne, deuxièmement, le financement des actifs immatériels et du besoin en fonds de roulement, peu adapté à des solutions bancaires classiques en raison de l'absence de garantie réelle. Ce besoin est habituellement couvert *via* l'autofinancement mais

la bonne tenue du taux d'investissement et la baisse du taux d'épargne – qui a accompagné celle du taux de marge observée depuis 2008⁹ – ont conduit les PME à diminuer fortement leur autofinancement au cours de la dernière décennie¹⁰.

Le troisième besoin identifié est celui du financement en fonds propres, outil majeur de la croissance des PME et des ETI, qui consolide leur structure financière, renforce leur gouvernance et leur offre les moyens de s'internationaliser et de croître par acquisition. Malgré des signes tangibles de reprise, confirmés au premier semestre 2014, le marché français du capital investissement n'a pas encore retrouvé son niveau d'avant-crise : les montants annuels moyens des capitaux levés et des investissements sur la période 2009-2013 ont diminué respectivement de 46 % et 35 % par rapport aux montants moyens d'avant-crise (2005-2008)¹¹.

Le segment spécifique du financement de l'export reste ensuite un sujet délicat pour les entreprises françaises, en particulier pour les PME et les ETI. La crise financière de 2008 a modifié profondément le financement du crédit export¹² (en particulier les petites opérations¹³), et les entreprises exportatrices ont alors été confrontées, soit à un renchérissement des financements, soit même à une impossibilité de se voir fournir des crédits. Cette carence de marché pénalise les PME et les ETI françaises dans la compétition internationale par leur difficulté à proposer à leurs clients étrangers des offres globales intégrant leur propre prestation industrielle ou commerciale et une solution financière.

Cinquième besoin saillant, celui d'une plus grande diversification des sources de financement afin de diminuer la dépendance au secteur bancaire et de sécuriser ainsi le refinancement auprès d'une base élargie d'investisseurs. En effet, si le crédit bancaire

8 Cf. Stiglitz et Weiss (1981).

9 Pendant la période d'avant-crise (2000-2007), les entreprises françaises ont maintenu un taux de marge stable, autour de 23 % pour les PME et de 27 % pour les ETI. La crise a entraîné une dégradation de la situation et on observe depuis 2008 un net décrochage du taux de marge moyen des entreprises françaises ; ce taux a atteint en 2013 son plus bas niveau depuis le milieu des années quatre-vingt, en baisse de 11 % par rapport à 2007. Cf. Observatoire du financement des entreprises (2014).

10 Le taux d'autofinancement des PME a baissé de 16 points entre 2000 et 2012 passant de 82 % à 66 %. Source : Banque de France.

11 La moyenne annuelle des capitaux levés sur la période 2005-2008 est de 10,5 milliards d'euros contre 5,7 milliards sur la période 2009-2013. Pour les investissements ces moyennes sont respectivement de 10,2 milliards d'euros et 6,6 milliards. Source : Bpifrance d'après AFIC.

12 En premier lieu, les évolutions réglementaires issues de Bâle III, notamment le ratio de levier, et les fortes contraintes rencontrées par les banques françaises sur le refinancement en dollars en 2011, ont dégradé significativement les conditions de rentabilité dans lesquelles elles accordent des crédits exports. Le coût de financement des crédits exports par les banques s'était ainsi accru de 90 points de base en moyenne pour un financement sur cinq ans entre le premier semestre 2007 et l'année 2013. En second lieu, plusieurs pays, notamment en Europe, ont mis en place des dispositifs financiers publics de soutien à l'exportation. Source : rapport IGF.

13 Le nombre moyen de nouveaux crédits acheteurs inférieurs à 5 millions d'euros et bénéficiant de l'assurance Coface DGP a chuté de 78 % entre la période 2005-2008 (53 nouveaux crédits acheteurs en moyenne) et la période 2008-2013 (12 en moyenne). Source : Bpifrance d'après Coface.

est habituellement avantageux en matière de coût, il implique, le plus souvent, une seniorité élevée et une exigence de collatéral ; d'où le besoin de financements offrant un meilleur appétit pour le risque.

Enfin, l'offre bancaire pour les PME et les ETI étant principalement concentrée aujourd'hui sur des maturités de un à sept ans, celles-ci ont besoin de trouver des financements d'investissement à maturités plus longues, parfois non amortissables, afin de diminuer le risque de refinancement.

Du côté de l'offre, une opportunité de rééquilibrage entre le financement par dette bancaire et les formes complémentaires de financement

L'offre de financement aux PME et aux ETI est remodelée par deux tendances structurelles et complémentaires : des contraintes croissantes pesant sur les acteurs bancaires et l'évolution de l'intérêt des investisseurs institutionnels.

En réponse à la crise financière, les nouvelles normes réglementaires (Bâle III) imposent aux banques des contraintes beaucoup plus fortes en matière d'exigence de fonds propres (en quantité comme en qualité), de levier et de liquidité. Ces nouvelles exigences sont globalement pénalisantes pour le financement des PME et des ETI car elles incitent les banques à une plus grande sélectivité (priorité aux contreparties bien notées et pouvant apporter une base de dépôts stables), à réduire la maturité des crédits (afin d'améliorer leurs ratios de liquidité) et à se désengager du financement en fonds propres¹⁴. En outre, d'après le travail de synthèse réalisé par Paris Europlace sur les différentes études d'impacts existantes, la réforme bâloise pourrait entraîner, à moyen terme (étalé sur plusieurs années), un renchérissement significatif du coût d'intermédiation, dans une fourchette de 100 à 200 points de base¹⁵.

À cette aune, il apparaît nécessaire de diversifier l'offre de financement aux entreprises par des marchés de capitaux développés et d'une profondeur suffisante. C'est le sens de l'initiative portée par la Commission européenne, visant à créer une Union des marchés de capitaux¹⁶ (*Capital Markets Union*). L'objectif est double : à court terme, stimuler l'offre de financement, en particulier à destination des PME, et à long terme, renforcer l'efficacité et la compétitivité du système financier européen en le rendant plus stable et plus résilient grâce à une diversification accrue, et plus à même de répondre aux besoins de financement propres à une économie de l'innovation.

Le développement de la désintermédiation bancaire va de pair avec l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels pour le financement des entreprises. En effet, la persistance d'un contexte de taux d'intérêt bas les incite à investir dans des actifs à maturité plus longue susceptibles de générer un rendement satisfaisant. Au cours des cinq dernières années, dans le contexte de la crise de la zone euro et des dettes souveraines, leurs portefeuilles se sont dans un premier temps concentrés sur les émetteurs obligataires souverains et *corporate* jugés les plus sûrs ; ce mouvement conduisant alors à un renforcement de la dilution des rendements obligataires et à une concentration des portefeuilles. D'où, ensuite, un appétit grandissant de la part des investisseurs institutionnels pour des classes d'actifs élargies qui leur permettraient de diversifier leurs investissements tout en améliorant le rendement de leurs portefeuilles.

Parmi les investisseurs institutionnels, les assureurs apparaissent au cœur des enjeux liés au développement de financements désintermédiais à destination des PME et des ETI. Par leur rôle clef dans la gestion de l'épargne financière des ménages et dans le financement de l'économie tout d'abord : l'assurance-vie est en effet le premier vecteur d'épargne financière en France¹⁷ et l'ensemble des placements des sociétés

14 À ce titre, l'accélération depuis 2008 du mouvement de désengagement des acteurs bancaires de l'activité de capital investissement (à travers la cession de leurs sociétés de gestion et de certains portefeuilles) est exemplaire.

15 Cf. Paris Europlace (2013).

16 Les marchés de capitaux désignent les flux financiers transitant par des canaux non bancaires. Actions, obligations, introductions en bourse, placements privés, titrisation sont des instruments financiers concernés par l'initiative. Les entreprises sont les principaux bénéficiaires de ces instruments. Les marchés boursiers, les assureurs, les sociétés de gestion (d'actifs, de capital investissement, hedge funds) sont des financeurs. Les chambres de compensation, les cabinets d'audits ou les sociétés de conseil sont des « intermédiaires » financiers également concernés. Cf, notamment, Véron (2014).

17 Fin 2013, le patrimoine des ménages en France, composé pour les deux tiers par des actifs non financiers (immobilier, terrains bâti, or, objets de valeur, etc.) et pour un tiers par des actifs financiers est estimé à 11 700 milliards d'euros. Dans ce total, la part de l'assurance s'élève à 14 %. L'épargne longue qui regroupe les placements à moyen et long terme tels l'assurance-vie, l'épargne contractuelle (PEL, Pep bancaires) et les autres produits d'épargne longue (actions, obligations, épargne salariale, etc.) s'est établie à 2 900 milliards d'euros à la fin de l'année 2013. Dans ce total, la part de l'assurance s'élève à 54 %. Source : FFSA.

d'assurance s'élève à 1 940 milliards d'euros (en valeur de marché), dont 1 125 milliards investis dans les entreprises¹⁸, avec notamment un doublement du financement apporté aux PME et aux ETI depuis 2009 (46,6 milliards en 2013¹⁹). Par l'évolution du contexte réglementaire issu de Solvabilité II ensuite, qui incite les assureurs à investir dans des actifs à moyen et long terme susceptibles de générer un rendement satisfaisant leurs exigences en matière d'adossement actif passif.

Outre le contexte prudentiel, deux réformes récentes, qui portent à la fois à l'actif et au passif des assureurs, visent à réorienter les placements d'assurance-vie vers le financement des entreprises. À l'actif, le décret n° 2013-717 du 2 août 2013 modifiant le *Code des assurances* permet désormais aux assureurs d'investir jusqu'à 5 % de l'épargne des assurés, environ 90 milliards d'euros, dans des prêts aux entreprises, soit directement, soit dans des fonds de prêts à l'économie (FPE) qui émettent des titres de créance adossés à des prêts aux PME et aux ETI. Au passif, les contrats d'assurance-vie dits « euro-croissance » et « vie-génération » ont été introduits en 2014 pour permettre aux assureurs de s'exposer plus significativement aux risques PME et ETI.

Le canal bancaire est et restera la pierre angulaire du financement des PME et des ETI françaises. Néanmoins, sous l'impulsion d'un ensemble de facteurs conjoncturels et structurels, d'offre et de demande, le contexte est aujourd'hui propice à l'émergence de canaux de financement plus diversifiés et plus adaptés *via* un rééquilibrage entre financements intermédiaires et désintermédiaires.

2| ASSURER UNE CHAÎNE DE FINANCEMENT COMPLÈTE ET DIVERSIFIÉE

Le Conseil d'analyse économique²⁰ estime que le système bancaire français serait en mesure de répondre à un redressement de la demande de crédit, évaluée à 10-15 milliards d'euros par point

de croissance supplémentaire du PIB nominal, soit seulement 0,1 % à 0,2 % du bilan agrégé des banques françaises. Si la question de la capacité « quantitative » à financer un redémarrage de l'investissement est certes importante, celle des conditions « qualitatives » l'est tout autant. La priorité est en effet d'apporter des solutions de financement répondant à l'ensemble des besoins des PME et des ETI et de les diversifier pour accompagner une reprise de l'investissement par un financement adéquat.

2|1 Offrir un continuum de financement adapté aux besoins des PME et des ETI

Bpifrance est un acteur de place développant une offre globale de financement pour les entreprises

Bpifrance offre un continuum de financement pour couvrir les besoins spécifiques de financement des entreprises, en haut de bilan comme en bas de bilan, à chaque étape clé de leur développement. Aujourd'hui, Bpifrance peut financer les entreprises en crédit et en fonds propres, ou garantir leur banque, de l'amorçage jusqu'à la cotation en bourse en passant par la transmission. Il les accompagne aussi à l'export, en partenariat avec Business France (Ubifrance) et Coface, et dans leurs projets d'innovation. Acteur de place neutre, Bpifrance cherche de manière systématique à fédérer les interventions privées, au premier plan desquelles celles des banques, au bénéfice des entreprises.

Fort de sa connaissance profonde du segment PME/ETI et de son expertise financière et sectorielle, Bpifrance joue un rôle de vigie pour anticiper les évolutions des besoins de financement des PME et des ETI et pallier d'éventuelles carences de marché auxquelles elles sont confrontées. Bpifrance développe et teste alors de nouveaux outils de financement pour combler ces besoins ponctuels ou structurels identifiés²¹. Ce rôle d'acteur de place constitue le fil directeur de l'action de Bpifrance, qu'il s'agisse de ses interventions en dettes ou en fonds propres.

18 Soit 58 % de l'ensemble des placements (à fin 2013), dont 37 % en obligations d'entreprises, 18 % en actions et 3 % en immobilier d'entreprises. Source : FFSA.

19 En 2013, cette contribution se répartit de la manière suivante : 37,2 milliards d'euros de financement en capital, 6,4 milliards de financements par la dette et 3 milliards concernent enfin des émissions de titres Bpifrance. Source : FFSA.

20 Cf. CAE (2014a).

21 À partir du début des années quatre-vingt, Bpifrance (Sofaris) a ainsi développé l'activité de garantie création sur la base du constat de l'insuffisance des mécanismes de soutien à la création d'entreprise. Au titre de la création, Bpifrance garantit ainsi les financements bancaires et les interventions des organismes de fonds propres. Cette activité a connu une très forte accélération à partir du milieu des années quatre-vingt-dix puisque les encours garantis sont passés de environ 250 000 euros en 1995 à 6,5 milliards en 2014 pour une quotité des risques couverts d'environ 50 %.

Bpifrance, trois priorités pour compléter l'offre de financement à destination des PME et des ETI

À l'aune des nouveaux besoins de financement évoqués précédemment, l'action de Bpifrance s'articule autour de trois priorités : le financement de l'innovation, le financement des actifs immatériels et le financement de l'export.

Financement de l'innovation

La création de Bpifrance a constitué une occasion unique d'assurer un *continuum* de financement des entreprises innovantes. En bas de bilan, *via* ses différents dispositifs d'aide à l'innovation (subvention, avance remboursable, prêts à taux zéro) et de prêts de développement innovation (prêt d'amorçage pour préparer une levée de fonds, prêt innovation pour lancer des produits et services innovants). En haut de bilan, *via* des investissements en fonds propres, principalement en tant que fonds de fonds (souscripteur de fonds de capital risque privés) ou en direct. Le segment spécifique du capital innovation est celui qui présentait jusqu'en 2013, comme partout en Europe, les failles de marché les plus notables. Aussi, la création en janvier 2014 du fonds Large Venture a été l'une des initiatives phares portées par Bpifrance pour répondre à cet enjeu. Doté de 600 millions d'euros, ce fonds généraliste cible les sociétés innovantes, établies sur leur marché mais encore en phase de capital risque, dont les levées de fonds sont importantes. Ce type d'investissement était jusqu'ici souvent difficile à réaliser dans l'environnement français, alors même que la capacité d'investir de manière précoce et significative pour se positionner à l'international est un facteur clé de succès pour ces entreprises innovantes évoluant dans des marchés d'embrée mondiaux (comme par exemple, dans le secteur des biotechnologies).

Financement de l'immatériel

Avec les prêts de développement, Bpifrance déploie une offre originale et complémentaire à l'action du marché pour financer l'immatériel et les besoins en fonds de roulement des PME et des ETI²². D'une durée de sept ans et comportant un différé de deux ans, ces prêts sont accordés aux entreprises sans sûretés de leur part. Cet outil d'intervention présente de nombreux atouts. Il est systématiquement jumelé à un crédit bancaire ou à une intervention en fonds propres

complémentaires. Il permet, de plus, d'alléger le poids du remboursement durant la période de montée en puissance du projet et de disposer d'une ressource patiente. Ces prêts de développement sont également mobilisés pour accompagner la mise en œuvre de priorités de politiques publiques nationales et régionales telles que la conversion numérique ou énergétique des entreprises. Après un développement soutenu en 2013 (hausse de 6 % pour atteindre 1,3 milliard d'euros d'engagements), Bpifrance anticipe un doublement de sa production de prêts de développement pour attendre 2,5 milliards de prêts distribués par an à l'horizon 2017.

Financement de l'export

À l'instar de mécanismes similaires mis en place dans les grandes économies mondiales et européennes, Bpifrance expérimentera en 2015 une offre de crédit export pour compléter la gamme déjà existante des instruments financiers de soutien public aux exportations. Cette offre permettra aux entreprises exportatrices de sécuriser leurs paiements, de ne pas alourdir leur besoin en fonds de roulement et de travailler avec des clients étrangers n'ayant pas accès à une offre bancaire développée. L'offre de crédit export de Bpifrance ciblera prioritairement les contrats exports de petite et moyenne taille et consistera en un prêt octroyé à l'acheteur d'un bien ou d'un service par son fournisseur (crédit fournisseur) ou par sa banque (crédit acheteur). Il sera consenti à l'abri d'une couverture Coface DGP (Direction des garanties publiques) couvrant le risque de contrepartie de l'acheteur à 95 % minimum et sera régulé dans le cadre de l'« Arrangement » OCDE, cadre multilatéral de bonnes pratiques destiné à éviter des risques de *dumping* financier entre pays. En cohérence avec sa position d'acteur de place, Bpifrance a la volonté d'associer les banques commerciales au dispositif.

2|2 Renforcer et développer des sources de financement alternatives

Il existe aujourd'hui de nombreuses initiatives pour améliorer et diversifier l'accès des PME et des ETI au financement. Nous apportons ici un éclairage sur trois d'entre eux : le financement en fonds propres, le financement par endettement de marché et le financement participatif qui recouvre les deux dimensions précédentes.

22 La gamme actuelle est constituée d'une quinzaine de prêts, notamment, le prêt croissance, le prêt d'avenir, le prêt numérique, le prêt robotique et le prêt export.

Le financement en fonds propres

Le secteur du capital investissement hexagonal, après être passé par plusieurs phases, notamment par des années d'ancrage et de stabilisation après la crise de 2001, a atteint un niveau de maturité certain²³. Cette maturité se lit, en particulier, dans la composition des souscripteurs : les fonds gérés par des sociétés de gestions « autonomes » sont aujourd'hui la majorité, par distinction avec des fonds ou des sociétés « captifs », dépendant d'institutions financières (banques ou assurances) voire d'entités industrielles, encore majoritaires jusqu'au milieu des années deux mille. Malgré cette maturité, certains segments de marché nécessitent d'être renforcés et développés : le segment *venture*, évoqué plus haut, ainsi que les segments du capital développement et du capital transmission pour les petites capitalisations.

En complément de son action directe à travers les fonds qu'il détient et gère (cf. fonds Large Venture), Bpifrance intervient sur le marché du capital investissement par son activité de fonds de fonds qui consiste à souscrire dans des fonds d'investissement gérés par des sociétés de gestion privées. Ce mécanisme démultiplie l'accompagnement des entreprises et permet d'agir sur la structuration du marché²⁴. Jusqu'à maintenant, Bpifrance avait favorisé la création et l'émergence de nouvelles équipes. Aujourd'hui, Bpifrance entend utiliser ce levier pour privilégier la croissance et la consolidation du secteur sur les segments prioritaires, et répondre ainsi au triple enjeu de l'augmentation de la taille des tickets (au-delà de 10, 20, voire 50 millions d'euros), d'augmentation de taille critique des sociétés de gestion et, enfin, de professionnalisation des équipes.

Par ailleurs, Bpifrance mobilisera sa palette de compétences pour investir dans des « fonds de dettes » et favoriser ainsi l'orientation de ressources nouvelles en direction des PME et des ETI. Pour cette catégorie de fonds, à la jonction du financement et de l'investissement, une expertise de haut et de bas bilan confère, en effet, des avantages dont jouent de plus en plus d'équipes de gestion.

23 Cf. Bpifrance (2014a).

24 Trois facteurs matérialisent cet effet d'entraînement : (i) l'intervention de Bpifrance permet à la société de gestion d'atteindre une taille de fonds critique indispensable à la mise en œuvre de sa stratégie d'investissement, (ii) la sélection de l'équipe de gestion par Bpifrance est un signal donné aux investisseurs d'une bonne qualité de gestion et de professionnalisme, (iii) le poids minoritaire de Bpifrance dans les véhicules d'investissement oblige les sociétés de gestion à rechercher des capitaux auprès d'autres investisseurs. Ainsi, entre 1998 et 2013, les fonds partenaires de Bpifrance ont levé 2,7 milliards d'euros auprès de Bpifrance, dont 462 millions en 2013, et 12 milliards auprès de souscripteurs tiers. Autrement dit, pour un euro investi par Bpifrance dans des fonds d'investissement, plus de quatre euros sont investis par des investisseurs tiers.

25 Cf. FSB (2013).

Le financement par endettement de marché : quatre modèles

Le Financial Stability Board (FSB) identifie quatre modèles principaux²⁵.

Les placements privés

À cheval entre une dette obligataire classique et un emprunt bancaire, les placements privés sont des placements d'obligations à un nombre limité d'investisseurs institutionnels (« investisseurs qualifiés »). Le compartiment des placements privés s'est d'abord développé aux États-Unis (*US Private Placement* – USPP) au cours des deux dernières décennies et en Europe dans le marché allemand (les *Schuldschein*). Inspiré par le succès des marchés USPP et *Shuldschein*, la place de Paris a développé en 2012 sa propre offre, dite Euro Placement Privé (Euro PP), ainsi qu'une Charte des bonnes pratiques en 2014 pour structurer une offre compétitive.

Ce marché s'est bien développé avec 3 à 4 milliards d'euros de levés annuellement depuis 2012 pour atteindre environ 12 milliards d'encours fin 2014. Les placements privés sont devenus une alternative réelle de financement pour les ETI et les « grosses » PME qui y trouvent une source de financement sur le marché, sans contrainte de cotation. Les opérations consistent généralement en un prêt à taux fixe, en euros, d'une maturité comprise entre cinq et sept ans et pour un montant compris entre 15 et 250 millions d'euros (le ticket moyen en 2014 est de 60 millions pour 55 opérations).

Pour les investisseurs français, assureurs notamment, le marché Euro PP représente un véhicule d'investissement offrant un couple rendement/risque très attractif ; le marché est aujourd'hui soutenu par une quinzaine d'acteurs ayant les capacités d'analyse crédit nécessaires. Si le marché Euro PP semble répondre à la demande des investisseurs, il ne touche cependant aujourd'hui que quelques ETI et « grosses » PME, majoritairement cotées et dont le chiffre d'affaires est supérieur à 500 millions

d'euros car, d'une part, les entreprises non cotées ont du mal à satisfaire les obligations d'informations financières, et, d'autre part, les coûts des diligences financières d'un investisseur ne sont amorties qu'autour de 20 millions d'euros, ce qui, *de facto*, rehausse le ticket minimum d'émission et évincé les plus petits acteurs.

Les émissions mutualisées

Dans le cadre d'émissions mutualisées, une société de gestion d'actifs constitue et gère un portefeuille de prêts PME/ETI qu'elle structure et refinace à travers un fonds à destination d'investisseurs institutionnels. Dans la phase de sélection, la société de gestion procède à une analyse crédit poussée des demandes de financement, puis négocie les termes et conditions exactes du prêt avant de prendre une décision finale au travers d'un comité d'investissement. La mutualisation doit apporter des bénéfices liés notamment à l'atteinte d'une taille critique (amortissement des frais d'émissions) et à la diversification des risques (aux niveaux individuel et sectoriel). Plusieurs initiatives aux caractéristiques différentes coexistent actuellement, certaines depuis longtemps, comme le Giac, d'autres plus récentes, comme Micado et Novo. Cette dernière est particulièrement emblématique par son ampleur et car il s'agit du premier fonds de prêts à l'économie dont le cadre est fixé par le décret du 2 août 2013 réformant le *Code des assurances*.

Doté de 1 milliard d'euros, le fonds cible une quarantaine de PME et d'ETI, cotées et non cotées, à qui seront accordés des prêts unitaires de 10 à 50 millions d'euros sous forme d'obligations « senior » pour accompagner des projets de croissance. Ces financements sont longs (cinq à sept ans), à taux fixe et remboursables *in fine*. Des critères de diversification imposent que le portefeuille ne peut être investi à plus de 10 % dans une même entreprise et à plus de 20 % dans un même secteur d'activité. Au passif, le refinancement du fonds est assuré par émission de titres non notés, non cotés, non « tranchés », placés auprès de

vingt-quatre investisseurs institutionnels (assureurs majoritairement), pour des tickets compris entre 10 et 120 millions d'euros. À l'issue d'un premier bilan réalisé au bout de deux ans, les objectifs du fonds pourront être réorientés, si besoin, pour tenir compte des évolutions du marché (besoins des PME/ETI et appétit des investisseurs) ²⁶.

Co-origination avec une banque

Ce modèle s'inscrit dans la continuité du modèle « *originate-to-distribute* » : un acteur bancaire et non bancaire, typiquement un assureur, signent un partenariat dans le cadre duquel la banque sélectionne les entreprises, origine les prêts et les distribue ensuite à l'acteur non bancaire qui ainsi les refinace. Le plus souvent, l'acteur bancaire conserve la relation client ainsi que la gestion du prêt et la structuration de l'opération prévoit des mécanismes destinés à garantir l'alignement des intérêts entre les deux parties.

Le programme « prêts d'avenir », mis en place par Bpifrance et l'assureur AG2R La Mondiale en mars 2013, relève de ce modèle. À travers un fonds dédié, type fonds de prêt à l'économie, les deux groupes vont cofinancer, *via* les « prêts d'avenir ²⁷ » originés par Bpifrance, jusqu'à une centaine d'investissements liés à des projets de croissance de PME et d'ETI. La taille cible du fonds est de 200 millions d'euros, souscrit *pari passu* à hauteur de 80 % par AG2R La Mondiale et de 20 % par Bpifrance, afin d'assurer l'alignement des intérêts. Bpifrance continue, en outre, à assurer la gestion des prêts auprès des entreprises, une fois que ceux-ci ont été cédés au fonds.

Les deux modèles présentés ci-dessus (« émissions mutualisées » et « co-origination avec une banque ») sont volontairement normatifs et sont des formes de « fonds de dettes » dont il n'existe pas à proprement parler de définition unique. Les « fonds de dettes » recouvrent ainsi des formes variées et, au-delà de la distinction que nous avons introduite – basée sur la nature du *sponsor* de l'opération (société de gestion *versus* banque) – une autre source de différenciation

²⁶ À fin septembre 2014, le fonds Novo avait accordé 461 millions d'euros de prêts obligataires, d'un montant moyen de 29 millions, d'un taux d'intérêt compris entre 4 % et 6 % et d'une maturité moyenne de 6,5 ans à seize entreprises françaises de taille intermédiaire. Source : CDC.

²⁷ Les « prêts d'avenir » sont un type particulier de prêt appartenant à la catégorie des prêts de développement présentée précédemment. Les « prêts d'avenir » financent des programmes d'investissement (immobilier, matériel, immatériel) ou de croissance externe, sur une maturité longue (huit à dix ans), avec un différé d'amortissement de un à trois ans et sont octroyés pour des montants unitaires de 1 à 5 millions d'euros sans aucune garantie sur les actifs de l'entreprise ni sur le patrimoine du dirigeant.

tient à la granularité du portefeuille sous-jacent avec, d'une part, des « fonds sélectifs » (*selective funds*) qui se caractérisent par une diversification moyenne (de dix à trente entreprises dans le portefeuille) et, d'autre part, des « fonds diversifiés » (*diversified funds*) qui présentent une forte granularité (de cent à cinq cents entreprises dans le portefeuille) ²⁸.

Malgré une efficacité éprouvée comme mécanisme de désintermédiation, les « fonds de dette » sont aujourd'hui encore très restrictifs en ce qui concerne les entreprises financées (essentiellement des ETI et des « grosses » PME qui ont déjà la capacité à lever des fonds par d'autres canaux). Ils ne peuvent donc pas constituer une solution industrialisable (temps d'analyse des dossiers, coûts de montage et de structure) pour un financement plus large des PME et des ETI.

Titrisation de créances bancaires

La titrisation est un mécanisme financier de réorganisation de l'actif économique qui vise à transformer des actifs peu liquides en titres. Pour ce faire, les actifs titrisés sont cédés à un véhicule *ad hoc* (véhicule de titrisation) qui émet en contrepartie des titres pour en financer l'acquisition. Le marché européen des titres adossés à des actifs (*asset-backed security* – ABS) a nettement fléchi avec la crise financière ²⁹ : les émissions sont passées de 1 200 milliards de dollars en 2008 au niveau plancher de 239 milliards en 2013 selon le *think tank* Bruegel ³⁰.

La redynamisation de ce marché ³¹ fait partie des pistes portées par les autorités européennes comme outil de relance de l'économie. Leur objectif est de relancer la titrisation de « qualité », sans répéter les erreurs commises avant la crise. Il s'agit en effet de retrouver la confiance des investisseurs en émettant des titres simples, transparents et standardisés qui pourront être utilisés comme garanties pour d'autres transactions financières ou permettre de fluidifier directement les circuits du crédit, notamment PME. La BCE a ainsi lancé, en novembre 2014, un vaste

programme d'achat d'ABS simples et transparents pour faciliter le financement des PME en Europe. Dans ce contexte, des initiatives complémentaires sont développées pour stimuler le développement des titrisations de créances bancaires aux PME et aux ETI.

La Banque de France a soutenu et conduit la création en avril 2014 d'un véhicule de titrisation de place baptisé ESNI (*euro secured notes issuer*), visant à donner une valeur de liquidité aux financements accordés aux PME et aux ETI et à créer des instruments financiers de très haute qualité (selon des standards élevés de transparence, de simplicité et de sécurité) pouvant être utilisés comme collatéral entre intervenants des marchés de capitaux et comme support pour des investisseurs. Le véhicule, non déconsolidant aujourd'hui, est porté par de grands établissements de la place ³² qui disposent chacun d'un compartiment propre indépendant au sein de la structure. Les premières émissions, pour un montant total de 2,65 milliards d'euros, ont mobilisé en collatéral des crédits aux entreprises d'une maturité allant jusqu'à trois ans.

De manière complémentaire, Bpifrance travaille actuellement, conjointement avec des acteurs bancaires, à des mécanismes permettant de réorienter l'épargne gérée par les assureurs vers le financement des PME et des ETI. L'ambition de Bpifrance est de mobiliser son expertise de la garantie de portefeuille de crédit PME/ETI au profit des acteurs bancaires, pour faciliter des opérations de transfert de risques déconsolidantes à destination d'investisseurs institutionnels. Les schémas envisagés reposent sur une garantie octroyée par Bpifrance, sur son bilan, à un portefeuille granulaire de créances PME/ETI.

Les solutions actuellement étudiées visent à concilier les objectifs et les contraintes clés des différentes parties prenantes et à assurer un équilibre financier satisfaisant pour tous :

- pour les banques : déconsolider les créances (avec rétention d'une partie du risque) afin de transférer

28 Nous reprenons ici l'analyse du Fonds européen d'investissement qui distingue les « fonds sélectifs » (*selective funds*) et les « fonds diversifiés » (*diversified funds*). Cf. EIF (2014).

29 Sur le rôle qu'a joué la titrisation dans le déclenchement et la diffusion de la crise des subprime en 2007, cf., notamment, Banque de France (2014), Banque de France (2013b), Altomonte et Bussoli (2014) et EBA (2014).

30 Cf. Altomonte et Bussoli (2014).

31 Il est à noter que le marché de la titrisation recouvre des situations et formats très variés selon les géographies (par exemple Europe versus États-Unis), le type de cession (par exemple cession « parfaite » versus titrisation « synthétique »), la nature des actifs sous-jacents (par exemple créances hypothécaires versus prêts aux entreprises), la nature juridique du véhicule (par exemple fonds commun de titrisation versus société de titrisation), etc.

32 BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, HSBC France et Société Générale. Le véhicule est ouvert à l'ensemble des banques françaises et européennes.

du risque et d'optimiser leurs ratios de solvabilité, de levier et de liquidité (dans l'optique, notamment, d'accompagner une reprise soutenue du marché du crédit) ; maintenir la relation commerciale avec les entreprises ; diversifier leurs sources de refinancement ;

- pour Bpifrance (émetteur de la garantie) : assurer un alignement d'intérêt avec les banques (en évitant, *ex ante*, tout risque d'anti-sélection et, *ex post*, tout risque d'aléa moral) ; réaliser une opération selon des standards élevés *via* une structuration simple et transparente ; assurer à la garantie émise une rentabilité normale pour ce type d'activité ;
- pour les investisseurs institutionnels : diversifier leur portefeuille en accédant à la classe d'actifs des créances PME/ETI ; assurer un alignement d'intérêt avec les banques ; obtenir un rendement adéquat compte tenu du niveau de risque des titres émis et du traitement prudentiel associé au schéma.

Ainsi, l'initiative de Bpifrance est complémentaire de celle de la Banque de France (ESNI) dans la mesure où elle sera déconsolidante et qu'elle permettra de faire de la place dans le bilan des banques pour prendre de nouveaux risques. En outre, l'apport d'une garantie permettra au dispositif de Bpifrance d'avoir un appétit au risque potentiellement plus important – la tarification de celle-ci étant ajustée en fonction de la qualité du portefeuille – et de répondre au mieux aux besoins des assureurs *via* sa structuration. Ces deux actions s'enrichissent mutuellement donc, si bien que leur convergence est envisageable à moyen terme.

Le financement participatif

Le *crowdfunding* ou financement participatif est un mécanisme de collecte de fonds (généralement de petits montants) auprès d'un large public en vue de financer un projet créatif ou entrepreneurial.

Il fonctionne le plus souvent *via* une plate-forme internet. Si le financement participatif n'est pas une nouveauté en soi³³, il connaît aujourd'hui en France une forte dynamique de développement et s'ouvre au financement des entreprises. Les montants collectés auprès du grand public font ainsi plus que doubler chaque année, passant de moins de 10 millions d'euros de fonds collectés en 2011 à 27 millions en 2012 et à 78 millions en 2013, cette dynamique se confirmant en 2014³⁴. On recense actuellement environ soixante acteurs qui se répartissent en trois segments principaux :

- le prêt, à titre gratuit (prêt à taux zéro) ou rémunéré (*lending-based crowdfunding*). Premier segment avec 48 millions d'euros collectés en 2013 ;
- le don, sans ou, plus fréquemment, avec contrepartie (*donation-based/reward-based crowdfunding*). Deuxième segment avec 20 millions d'euros collectés en 2013 ;
- l'investissement en fonds propres (*equity-based crowdfunding*). Troisième segment avec 10 millions d'euros collectés en 2013.

Les acteurs se différencient également par leurs cibles selon que les porteurs de projet à la recherche de financement sont des entreprises, des particuliers ou des associations. Sans surprise, le financement participatif des entreprises recouvre principalement les segments du prêt avec intérêt et de l'investissement en capitaux propres et concerne essentiellement les *start-up* et les PME pour des petits tickets³⁵.

Compte tenu de l'ampleur prise par le financement participatif et du potentiel de croissance très important qu'il recèle (1 606 millions de dollars de fonds collectés en 2012 aux États-Unis et au Canada³⁶, les marchés les plus matures), un cadre juridique dédié a été établi pour en faciliter l'essor (ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 et son décret

33 Notamment pour le modèle du don. La statue de la liberté, offerte aux États-Unis en 1875 par le peuple français afin de symboliser l'amitié entre les deux pays, a pu être construite par appel au financement participatif. 100 000 souscripteurs avaient ainsi contribué pour un total avoisinant près de 400 000 francs français de l'époque.

34 Les fonds collectés atteignent 66,4 millions au 1^{er} semestre 2014 soit le double du montant atteint au 1^{er} semestre 2013 (33 millions d'euros). Source : Compinnov / Association Financement Participatif France.

35 Au 1^{er} semestre 2014, les modèles de crowdfunding présentent la répartition par porteur de projet suivante : (i) investissement en fonds propres : 97 % entreprises, 3 % particuliers ; (ii) prêt : 65 % entreprises, 35 % particuliers, 0,01 % associations ; (iii) don avec récompense : 58 % particuliers, 31 % associations, 11 % entreprises. Le montant de la collecte moyenne pour le modèle investissements en fonds propres est de environ 185 000 euros et pour le modèle de prêt rémunéré de environ 10 000 euros. (source : Compinnov / Association Financement Participatif France).

36 Source : Massolution (2013).

d'application n° 2014-1053 du 16 septembre 2014). Ce cadre réglementaire vise, au premier chef, les modèles de financement du prêt rémunéré et de l'investissement en fonds propres à destination des entreprises, pour lesquels des statuts spécifiques, délivrés et contrôlés respectivement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF), ont été créés³⁷. Bpifrance joue un rôle de catalyseur pour accompagner ce développement ; à travers sa participation active à l'« écosystème » du crowdfunding et à travers son offre de produits et services (*via*, notamment, sa plate-forme *TousNosProjets.fr*)³⁸.

Malgré des montants en jeu aujourd'hui encore très modestes, la finance participative représente une solution innovante de désintermédiation bancaire permettant aux épargnants de financer directement les PME et d'accéder à des investissements présentant un couple rendement/risque spécifique et offrant aux entreprises des poches complémentaires de financement.

Outre l'intérêt financier, la finance participative fait écho, du côté des particuliers, à l'émergence de nouveaux comportements répondant à une logique d'économie collaborative et donne la possibilité aux entreprises de nourrir une relation plus directe avec leurs clients et de tester l'intérêt de nouveaux projets.

Enfin, malgré un encadrement juridique spécifique, l'essor de la finance participative représente également un enjeu en matière de suivi des risques au niveau macroéconomique (risque systémique) et de protection des particuliers investisseurs³⁹. Le développement pérenne de la finance participative dépendra ainsi d'une appréciation adaptée des risques spécifiques qui lui sont associés.

3| CONCLUSION

Dans l'environnement actuel de liquidités abondantes, l'information est la ressource rare pour faciliter l'émergence de mécanismes d'évaluation du risque puis d'allocation des capitaux plus diversifiés et plus efficaces. La capacité à mesurer de manière adéquate le risque associé à un projet et donc, *in fine*, à prendre le « risque » de le financer, dépendra toujours, en premier lieu, du degré d'asymétrie d'information entre les acteurs. Aussi, il est primordial d'encourager les mesures visant à accroître la transparence sur le marché du crédit aux PME et aux ETI afin d'en améliorer l'offre, en s'appuyant, par exemple, sur les données FIBEN produites par la Banque de France⁴⁰.

³⁷ Pour le modèle de prêt rémunéré, le monopole bancaire est supprimé et les particuliers peuvent désormais prêter avec intérêt à d'autres particuliers et à des entreprises. Côté emprunteur, un plafond de 1 million d'euros par projet est appliqué. Côté prêteur, les prêts avec intérêt ne peuvent pas dépasser 1 000 euros par prêteur et par projet et la durée du crédit est limitée à sept ans. Pour les plates-formes proposant ce service, un statut spécifique d'intermédiaire en financement participatif (IFP) est créé, délivré et contrôlé par l'ACPR. Les plates-formes ont une obligation d'information des prêteurs à propos des risques et doivent leur proposer une « aide à la décision ». Elles doivent en outre être transparentes en matière de frais et de rémunération. Pour le modèle de prise de participations dans les entreprises (actions, obligations), un statut spécifique de conseil en investissement participatif est créé (CIP), délivré et contrôlé par l'AMF. Les plates-formes ont des obligations de transparence sur les frais et leur rémunération et d'information équilibrée et non biaisée des investisseurs à propos des risques. Une information simplifiée est communiquée pour les projets, qui peuvent lever jusqu'à 1 million d'euros sans être soumis à l'appel public à l'épargne. Un label a aussi été créé pour identifier les plates-formes qui respectent ces nouvelles règles.

³⁸ Dans le cadre de son activité de cofinancement, Bpifrance accompagne d'ores et déjà les entreprises ayant financé en crowdfunding une partie de leur projet, en partenariat avec des opérateurs établis. De plus, Bpifrance a créé en 2013 la plate-forme *TousNosProjets.fr*, avec pour objectif de créer la place de marché française de la finance participative. La plate-forme rassemble, dans un espace unique, l'ensemble des projets en cours de collecte issus des opérateurs français agréés par Bpifrance. Il donne ainsi accès au grand public à l'ensemble de l'offre, via un moteur de recherche, et offre aussi un module d'orientation pour les porteurs de projet. Le site intègre également un « observatoire », véritable outil d'analyse et de transparence qui étudie l'historique des projets, dans l'objectif de diffuser une information objective de la réalité du crowdfunding. Sont ainsi communiqués pour chaque mode de financement (le don, le prêt, l'investissement en capital), le nombre de projets concernés et le montant collecté, le taux de succès ainsi que le délai moyen. L'« observatoire » permet également d'accéder à des informations relatives à l'impact économique, culturel, environnemental ou social et à la typologie des porteurs (entreprise, particulier, association, etc.). Antérieurement au lancement de la plate-forme *TousNosProjets.fr*, Bpifrance avait lancé en 2008 la plate-forme *Euroquity*, un service de mise en relation online d'entreprises à la recherche de financement et d'investisseurs (professionnels, business angels ou particuliers). Cette plate-forme est également opérée en Allemagne par KfW Bankengruppe. Depuis le lancement du service en 2008, les entreprises utilisatrices ont déclaré avoir levé plus de 200 millions d'euros. Euroquity sera prochainement connecté avec plusieurs plates-formes de financement participatif. En outre, la contribution de Bpifrance à l'« écosystème » du crowdfunding s'illustre par l'organisation d'événements de mobilisation comme : le Tour de France de la finance participative organisée en lien avec l'association Finance Participative France, les CrowdTuesday et Crowdfunding Convention organisés en lien avec l'European Crowdfunding Network, les Assises de la finance participative organisées en lien avec le ministère de l'Économie, de l'Industrie et du Numérique.

³⁹ Cf., notamment, OICV-JOSCO (2014) et ACPR/AMF (2013).

⁴⁰ La banque de données FIBEN (Fichier bancaire des entreprises) est un fichier de référence pour l'ensemble de la profession bancaire. Les entreprises qui y sont recensées font l'objet d'une cotation qui fournit des éléments d'appréciation de leur capacité à honorer leurs engagements financiers à un horizon de trois ans.

Car l'offre de financement des PME et des ETI doit évoluer, en réponse à des changements conjoncturels et structurels multiples :

- mise en place progressive d'un nouvel environnement réglementaire ;
- émergence de besoins de financement spécifiques insuffisamment couverts par le marché ;
- environnement de taux bas qui oriente les investisseurs vers de nouvelles classes d'actifs aux couples rendement/risque plus attractifs ;
- volonté des entreprises de diversifier leurs canaux de financement et d'optimiser leurs coûts de financement.

Cette évolution appelle le développement d'une palette complète et diversifiée d'instruments de financement, en soutien ou en complément du crédit bancaire qui doit rester prépondérant du fait des avantages qu'il procure (efficacité coût, maillage du territoire, connaissance intime des entreprises). Bpifrance, dans son rôle d'acteur de place, accompagne et stimule cette évolution vers un système laissant plus de place au financement direct par les marchés de capitaux, à l'engagement des investisseurs institutionnels et aux financements alternatifs. Mais il convient de souligner qu'il n'existe pas de solution simple et unique. Les modèles de financements désintermédiaires sont en effet multiples et complémentaires.

Enjeu majeur pour la compétitivité et la croissance, l'investissement des PME et des ETI reste à un point bas en 2014. Si globalement, son financement a été correctement assuré au cours de la dernière décennie, son insuffisance, tant en volume qu'en productivité, pèse sur la compétitivité des entreprises et sur leur capacité de rebond, en obérant leur niveau de croissance potentielle et leur capacité d'innovation⁴¹.

Dans un contexte de demande atone, au-delà du levier du financement et des initiatives engagées pour restaurer les marges des entreprises, il est nécessaire de rappeler que la reprise de l'investissement des PME et des ETI est désormais, d'abord, une question de confiance. Aujourd'hui, un environnement incertain et les perspectives de croissance limitées dans la zone euro peuvent avoir un effet stérilisant sur les investissements et entretenir l'aversion au risque des acteurs financiers.

L'environnement actuel est pourtant propice à l'investissement. Du point de vue conjoncturel tout d'abord, grâce aux prémisses d'un renforcement de la croissance mondiale, au niveau historiquement bas des taux d'intérêt, au repli du cours du pétrole et à la baisse de l'euro face au dollar. Du point de vue de l'offre de financement ensuite, caractérisée par un système bancaire sain et apte à accompagner la reprise, par un regain d'appétit pour le risque des investisseurs en capital et en dette, par la multitude des initiatives de financement alternatif et par la structuration et le renforcement des équipes d'investissement. Ces facteurs sont favorables à l'activité économique et à même de stimuler le potentiel d'investissement des entrepreneurs et des dirigeants d'entreprises.

⁴¹ Sur la question de la compétitivité, cf., notamment, Coe-Rexicode (2011), DG Trésor (2014) et Gallois (2012). Sur la question de l'investissement, cf., notamment, Bpifrance (2014b), CAE (2014b), France Stratégie (2014), Observatoire du financement des entreprises (2014).

BIBLIOGRAPHIE

Altomonte (C.) et Bussoli (P.) (2014)

« Asset-backed securities : the key to unlocking Europe's credit markets? », Bruegel Policy Contribution, juillet.

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution/ Autorité des marchés financiers (2013)

« Guide du financement participatif (*crowdfunding*) à destination du grand public », mai.

Banque de France (2013a)

« Accès au crédit des PME et ETI : fléchissement de l'offre ou moindre demande ? », Bulletin de la Banque de France, n° 192, 2^e trimestre.

Banque de France (2013b)

« La titrisation en France : évolutions récentes », Bulletin de la Banque de France, n° 194, 4^e trimestre.

Banque de France (2014)

« Le marché de la titrisation en Europe : caractéristiques et perspectives », Analyses et Synthèses, n° 31, juin.

Bpifrance (2014a)

« 20 ans de capital investissement en France 1994-2014 », novembre.

Bpifrance (2014b)

« Assises de l'investissement. Diagnostic », septembre.

Coe-Rexecode (2011)

« Mettre un terme à la divergence de compétitivité entre la France et l'Allemagne », La documentation française, janvier.

Conseil d'analyse économique (2014a)

« Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées », Les notes du CAE, n° 18, décembre.

Conseil d'analyse économique (2014b)

« Redresser la croissance potentielle de la France », Les notes du CAE, n° 16, septembre.

Direction générale du Trésor (2014)

« Quel positionnement « hors-prix » de la France parmi les économies avancées ? », Trésor-Éco, n° 122, janvier.

European Banking Authority (2014)

« EBA Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations », EBA/DP/2014/02, octobre.

European Investment Fund (2014)

« Institutional non-banking lending and the role of Debt Funds », EIF Research & Market Analysis, Working Paper n° 25, octobre.

Financial Stability Board (2013)

« Global Shadow Banking Monitoring Report 2013 », novembre.

France Stratégie (2014)

« Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ? », La note d'analyse, n° 16, septembre.

Gallois (L.) (2012)

« Pacte pour la compétitivité de l'industrie française », La documentation française, novembre.

Insee (2014)

« Le crédit bancaire aux PME en France : d'abord la persistance d'une faible demande », Les entreprises en France, Insee Références, Édition 2014.

Observatoire du financement des entreprises (2014)

« Rapport sur la situation économique et financière des PME », Ministère de l'Économie et des Finances, janvier.

OICV-IOSCO (2014)

« Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast », Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, février.

Paris Europlace (2013)

« Financement des entreprises et de l'économie française : pour un retour vers une croissance durable », février.

Stiglitz (J.E.) et Weiss (A.) (1981)

« Credit rationing in markets with imperfect information », American Economic Review, Vol. 71, n° 3, p 393-410.

Véron (N.) (2014)

« Defining Europe's Capital Markets Union », Bruegel Policy Contribution, novembre.

La relance de la titrisation

MIGUEL SEGOVIANO, BRADLEY JONES, PETER LINDNER ET JOHANNES BLANKENHEIM
Département des marchés monétaires et de capitaux
Fonds monétaire international

La titrisation constitue un instrument utile pour mobiliser efficacement les ressources économiques et financières. Même si une relance de l'activité de titrisation n'est pas, en elle-même et par elle-même, la panacée pour rétablir la croissance en Europe, un marché régional robuste de la titrisation peut présenter deux avantages importants. En premier lieu, il pourrait contribuer à atténuer les contraintes pesant sur les conditions de financement des entreprises en réduisant les coûts de financement des banques et en allégeant leur bilan, ce qui leur permettra d'accorder de nouveaux prêts. En second lieu, il pourrait jouer un rôle dans l'objectif de plus long terme de réduire la dépendance de l'économie européenne au financement bancaire pour l'orienter vers un modèle d'intermédiation plus équilibré, centré sur les marchés de capitaux. Toute une panoplie de réformes (visant à la fois les inefficacités du côté de l'offre et de la demande) seront nécessaires pour permettre à la titrisation de soutenir efficacement la croissance économique et la stabilité financière en Europe. Parmi ces mesures, les plus importantes sont le renforcement de chaque élément de la chaîne d'intermédiation financière et le développement d'une base dédiée d'investisseurs institutionnels non bancaires.

La revitalisation des marchés de la titrisation s'est imposée comme un thème prioritaire pour les autorités. D'une manière générale, un marché dynamique de la titrisation peut favoriser la croissance économique et la stabilité financière en permettant aux émetteurs et aux investisseurs de diversifier les risques. Aspect le plus important pour l'Europe à l'heure actuelle, il peut également contribuer à faciliter la circulation du crédit lorsque les conditions d'octroi des crédits des banques traditionnelles sont restrictives. Cependant, la crise financière mondiale a révélé que la chaîne d'intermédiation de la titrisation pouvait également receler des risques graves pour la stabilité financière, particulièrement lorsque des prêts faiblement couverts et des incitations inadaptées dans la chaîne d'intermédiation financière se conjuguent à une base d'investisseurs fragile et fortement endettée. Dans un contexte de croissance encore faible en Europe et de signes de fragmentation entre différents segments du marché du crédit (prise de risque agressive dans certains compartiments, activité moribonde dans d'autres), il est important de parvenir àachever la réforme des marchés de la titrisation.

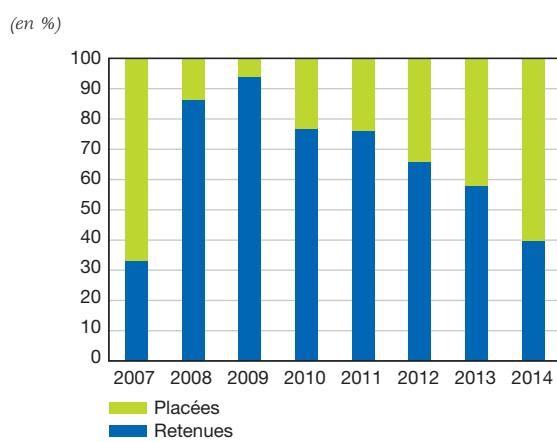
La relance des marchés de la titrisation nécessite un ensemble exhaustif de mesures visant à garantir leur contribution à la croissance économique et à la stabilité

financière dans les années à venir. Nous proposons ici¹ un ensemble de mesures replacées dans le cadre d'une chaîne d'intermédiation financière multi-dimensionnelle, dont la titrisation constitue une composante. En tirant les enseignements de la crise financière mondiale, nous présentons un ensemble de principes généraux s'appliquant aux initiateurs de prêts, aux intermédiaires de la titrisation, aux agences de notation de crédit et aux investisseurs finaux. Après avoir identifié les domaines où les autorités ont déjà largement progressé, nous proposons des mesures permettant de lever les obstacles qui subsistent à chacune des étapes de l'intermédiation financière. Enfin, nous étudions un certain nombre d'initiatives qui pourraient contribuer, à moyen terme, à favoriser le développement d'une base diversifiée d'investisseurs non bancaires de la titrisation en Europe.

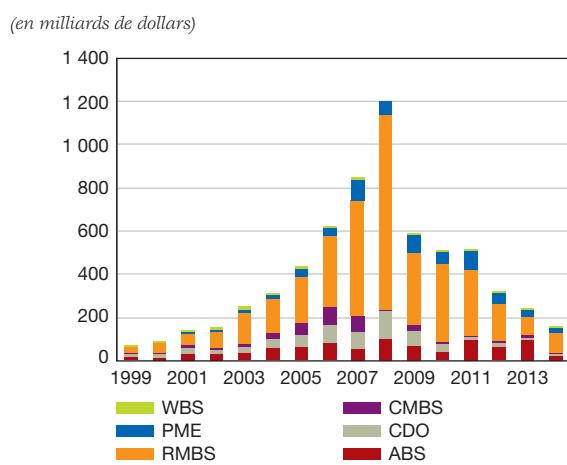
1| ÉTAT DES LIEUX DE LA TITRISATION : OÙ EN SOMMES-NOUS ?

Le montant total des émissions de titrisation en Europe a diminué pour atteindre en 2014 le point le plus bas depuis dix ans, inférieur de plus de 40 % à la moyenne observée depuis 1999. Cette baisse

Graphique 1
a) Émissions de titrisation placées et retenues en Europe



b) Total des émissions de titrisation en Europe



Notes : Les chiffres relatifs aux émissions de titrisation placées et retenues en Europe pour 2014 sont basées sur les données de juin. Les chiffres relatifs au total des émissions de titrisation en Europe pour 2014 sont annualisés à partir des données allant jusqu'en septembre. WBS = whole business securitisations (titrisations portant sur l'ensemble d'une activité d'une entreprise) ; PME = titrisation de créances de petites et moyennes entreprises ; RMBS = residential mortgage backed securities (titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles) ; CMBS = commercial mortgage backed securities (titres adossés à des créances hypothécaires commerciales) ; CDO = collateralised debt obligation (obligations structurées adossées à des actifs ; les tranches synthétiques non financées ne sont pas prises en compte dans cette analyse) ; ABS = asset-backed securities (titres adossés à des actifs).

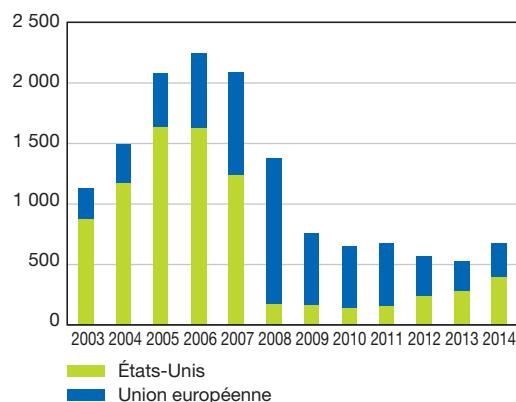
Sources : SIFMA et services du FMI.

1 Cet article s'appuie largement sur l'analyse de Segoviano et al. (2013 et 2015). Pour les aspects spécifiquement européens, cf. Aiyar et al. (2015).

marquée s'étant produite à un moment où le système bancaire régional subissait des pressions considérables pour se désendetter, le durcissement des conditions d'accès au crédit a freiné la reprise de l'économie européenne, affectant particulièrement les petites et moyennes entreprises (PME). Depuis le début de la crise, les banques européennes ont conservé à leur bilan une grande partie des titres qu'elles ont émis dans le cadre d'une titrisation, avec pour objectif premier de les utiliser comme collatéral auprès de la Banque centrale européenne et de la Banque d'Angleterre (cf. graphique 1a). Les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles et commerciales (RMBS et CMBS), les obligations structurées adossées à des actifs (CDO) et les titrisations de créances de PME ont enregistré des baisses prononcées. En revanche, les volumes des titres adossés à des actifs (ABS) et des titrisations portant sur l'ensemble d'une activité d'une entreprise (WBS) ont retrouvé des niveaux équivalents ou supérieurs à leurs moyennes de long terme, même si ces produits ne représentaient historiquement qu'un cinquième des émissions de titres en Europe (cf. graphique 1b)². Cependant, même si les émissions cumulées de titres en Europe et aux États-Unis

Graphique 2
Total des émissions de titrisation privées en Europe et aux États-Unis

(en milliards de dollars)



Notes : Les chiffres pour 2014 sont annualisés à partir des données allant jusqu'en septembre.

1) La titrisation européenne inclut : ABS, CDO, MBS, PME, WBS + PFI.

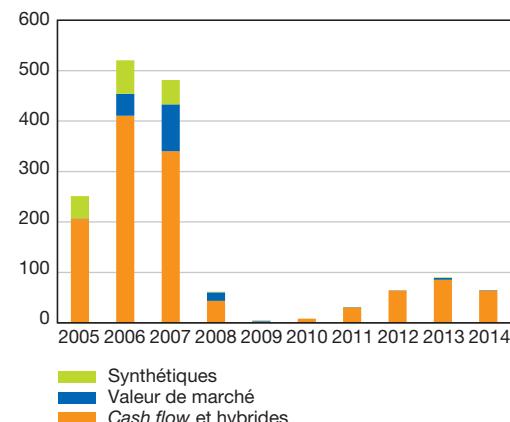
PFI = Public finance initiatives (partenariats public-privé).

2) La titrisation pour les États-Unis inclut les ABS, les CMBS et les RMBS.

Sources : SIFMA, AFME, Bloomberg et services du FMI.

Graphique 3
Émissions de CDO au niveau mondial

(en milliards de dollars)



Notes : Les chiffres pour 2014 sont annualisés à partir des données allant jusqu'en septembre. Les tranches synthétiques non financées ne sont pas prises en compte dans cette analyse.

Sources : SIFMA et services du FMI.

atteignent actuellement moins de la moitié des niveaux observés en 2003 (cf. graphique 2), la « recherche de rendement » généralisée et la reprise récente des émissions de certains types de produits, tels que les CDO (cf. graphique 3), méritent peut-être d'être surveillés de manière à s'assurer que les émissions de titres ne traduisent pas le retour de certains excès qui ont joué un rôle important dans la crise financière mondiale.

2| RECONSTITUER UN CADRE ROBUSTE POUR LA TITRISATION

La variation sensible des performances des actifs titrisés pendant et après la crise suggère que la titrisation constitue une classe d'actifs fortement différenciés en termes de structure et de caractéristiques des risques sous-jacents. En effet, les performances des titrisations européennes ont souvent avantageusement soutenu la comparaison avec celles des autres juridictions. En identifiant les caractéristiques communes aux actifs titrisés ayant un historique de bonnes performances³ et en tirant les enseignements de la crise financière mondiale à cet égard, il est possible de distinguer les

2 Depuis 1999, la répartition des émissions européennes de titrisations par type de produits a été la suivante : RMBS (54 %), ABS (17 %), CDO (10 %), PME (9 %), CMBS (7 %) et WBS (3 %).

3 Définis par des historiques de défaillances relativement faibles et par des marchés secondaires caractérisés par un écosystème robuste et diversifié d'emprunteurs, de prêteurs, d'intermédiaires et de prestataires de services.

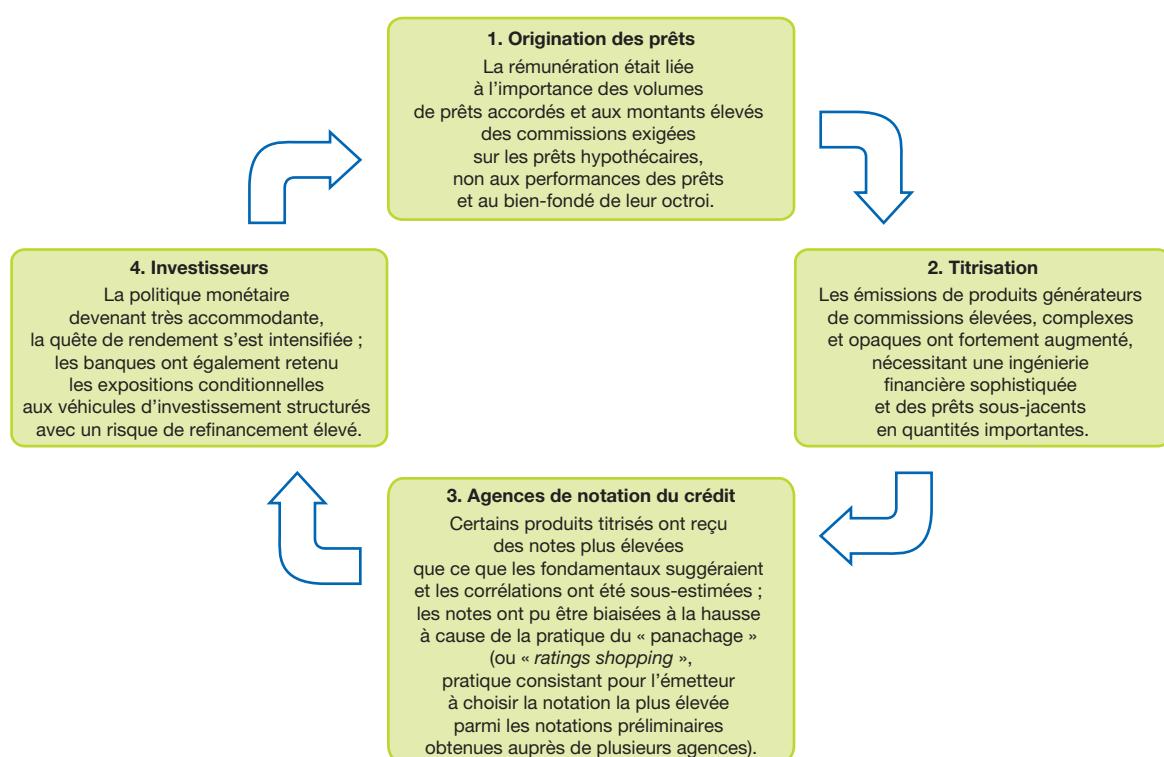
« meilleures pratiques » sur l'ensemble de la chaîne d'intermédiation financière.

Une titrisation robuste nécessite un fonctionnement solide de l'ensemble des éléments de la chaîne d'intermédiation financière. Au cours des années précédant la crise financière mondiale, cette chaîne se caractérisait par : (i) de mauvaises pratiques d'octroi des prêts sous-jacents ; (ii) l'émission sans précédent de produits titrisés complexes et opaques (tels que les CDO synthétiques et les retitrisations) ; (iii) les conflits d'intérêts et les problèmes de partage de compétences entre les agences de notation, les émetteurs et les prêteurs et (iv) le recours massif des investisseurs en quête de rendement aux notations de crédit conventionnelles, ainsi que l'exploitation des asymétries des échéances et de la liquidité par les conduits à levier financier et les véhicules d'investissement liés (cf. graphique 4). Dans le contexte plus large de politiques monétaires accommodantes et d'une réglementation lacunaire, ce système qui s'auto-renforçait a finalement dégénéré en une source de risque systémique. En tenant compte de ces éléments,

un cadre global pour la titrisation (en Europe et ailleurs) doit régler les problèmes suivants :

- **Pratiques d'octroi des prêts:** la détérioration des pratiques d'octroi des prêts a constitué un facteur central de contribution à la crise financière. Un cadre réglementaire et prudentiel exhaustif peut contribuer à définir des critères d'octroi des prêts robustes tout au long du cycle de crédit. Ce cadre est nécessaire à la fois pour éviter la traditionnelle détérioration de fin de cycle de la qualité des souscriptions et pour limiter le risque que des entités non réglementées (y compris les « banques parallèles ») ne viennent à dominer l'octroi de prêts. Ces mesures doivent garantir que la qualité de l'intermédiation n'est pas compromise par des pratiques de rémunération basées sur le volume (qui attachent peu d'importance aux performances constatées des prêts). L'adoption en Europe de la directive sur le crédit hypothécaire (qui vient s'ajouter à la loi Dodd-Frank et aux règles *qualified mortgage* et *ability-to-repay* aux États-Unis), exigeant que les émetteurs des prêts évaluent la solvabilité des emprunteurs sur la base d'informations vérifiées et documentées, constitue une initiative réglementaire

Graphique 4
Processus d'auto-renforcement de l'intermédiation financière durant le cycle 2000-2007



Source : Services du FMI.

encourageante en vue de renforcer les pratiques d'octroi des prêts. Des politiques prudentielles supplémentaires pourraient encore renforcer l'octroi de prêts (notamment des dispositifs prudentiels fondés sur le risque pour définir les exigences réglementaires en provisions et en fonds propres) et la réglementation pour assurer que les garanties acceptées comme base à l'octroi de nouveaux prêts privilégient la trésorerie et les revenus par rapport aux plus-values latentes dans les prix des actifs⁴.

- **Intermédiaires de la titrisation:** les titrisations relativement simples et standardisées, donnant lieu à un transfert de flux de trésorerie direct et transparent des emprunteurs vers les prêteurs, ont bien fonctionné en Europe et aux États-Unis pendant des décennies avant la crise financière mondiale. En revanche, une grande partie des problèmes qui sont apparus sur les marchés de la titrisation au cours de la crise étaient liés: (i) aux retitrisations (où la garantie pour une titrisation se compose d'autres titrisations, comme dans les CDO et les CDO de CDO); (ii) aux titrisations synthétiques (où l'actif sous-jacent est un contrat sur instruments dérivés) et (iii) aux autres types de titrisations ou produits assimilables à des titrisations, comme les CDO non financés, les CDO à tranche unique ou les CPDO (*constant proportion debt obligation*)⁵. Par conséquent, le Comité de Bâle a pris des initiatives pour décourager les titrisations de nature idiosyncrasique ou complexe (ne représentant pas un transfert transparent des flux de trésorerie réels des emprunteurs vers les prêteurs). Les actifs titrisés doivent comporter des caractéristiques améliorant la capacité des investisseurs à prévoir leurs performances dans différents environnements économiques, ce qui doit ensuite favoriser leur demande (Banque d'Angleterre/Banque centrale européenne, 2014). De plus, en s'assurant que les originateurs conservent un intérêt économique (exposition aux pertes) dans les performances des prêts sous-jacents, les régulateurs ont largement œuvré à résoudre l'incompatibilité des intérêts entre les originateurs de prêts/titrisations, d'une part, et les investisseurs, d'autre part (en Europe, directive sur

les exigences de fonds propres – *Capital Requirements Directive IV*, CRD IV – et réglementation sur les exigences de fonds propres – *Capital Requirements Regulation*, CRR, article 405 ; aux États-Unis, « *Final Rule* », adoptée par les régulateurs américains). Les régulateurs doivent fournir des indications relatives à la communication en temps opportun, de la part des prestataires de services vers les investisseurs, les régulateurs et les autres parties concernées, de données actualisées sur les performances des prêts sous-jacents (ces données doivent être suffisamment granulaires pour permettre une évaluation pertinente et indépendante de l'opportunité d'un investissement et des risques associés). De plus, le marché de la titrisation est susceptible d'être renforcé grâce à la communication aux investisseurs d'informations sur les variations de la qualité et de la composition du gisement de garanties (afin de réduire l'incertitude en période de tensions sur les marchés), d'une part, et lorsque la garantie sous-jacente consiste en une créance sur des actifs réels (et non sur un autre titre financier), est évaluée sur la base de taux de recouvrement prudents et offre les avantages de la fongibilité (la garantie peut être reprise et vendue avec des coûts frictionnels relativement faibles) d'autre part. La question de la fongibilité transfrontière des garanties revêt une importance particulière dans une région comme l'Europe qui se caractérise par des régimes d'insolvabilité différents selon les pays.

- **Agences de notation du crédit:** éliminer les références aux notations de crédit dans les textes réglementaires a été une priorité du Conseil de stabilité financière et des régulateurs suite à la crise. Les législateurs européens exigent désormais des institutions financières qu'elles effectuent leur propre évaluation du risque de crédit (plutôt que de se reposer uniquement et de façon mécanique sur les notations de crédit, article 5a CRA3). Ils exigent également que les banques n'utilisent les notations que si des critères stricts de qualité sont respectés et qu'elles appliquent les évaluations de crédit de façon cohérente (CRR, articles 268, 269)⁶. De plus, les réglementations européenne et américaine

4 Les mesures concernées doivent mettre l'accent sur la quotité de financement maximum des emprunteurs et sur leur endettement maximum par rapport à leur revenu, en plus des limites fixées aux montants des prêts de second rang accordés.

5 Les CDO non financés ne nécessitaient aucun paiement initial de la part de l'acheteur de CDO. Dans le cas d'un CDO à tranche unique, une seule tranche était vendue aux investisseurs, le reste du CDO étant couvert dans le portefeuille de négociation en corrélation de la banque d'investissement émettrice. Les CPDO étaient des portefeuilles, à fort effet de levier, de swaps de défaut (credit default swaps – CDS) sur des entreprises de haute qualité, à travers lesquels les investisseurs étaient vendeurs de protection. Ces produits étaient conçus pour atteindre un effet de levier important ou proposer des expositions personnalisées au risque, les instruments servant en général des objectifs purement spéculatifs.

6 Le règlement de l'UE relatif aux agences de notation de crédit exige que la Commission européenne réexamine toutes les références aux notations de crédit, ce qui pourrait assurer l'élimination progressive du recours mécanique aux notations de crédit d'ici à 2020 (CRA3 article 5c).

comptiennent désormais des mesures permettant : (i) d'assurer une meilleure transparence de la relation commerciale entre les émetteurs et les agences de notation (celles qui fonctionnent selon un modèle dans lequel l'émetteur est également celui qui paie pour la délivrance de la notation étant vulnérables à des conflits d'intérêt susceptibles d'entraîner des notations biaisées à la hausse⁷) et (ii) de fournir aux investisseurs l'accès aux résultats des tests de résistance, aux analyses des scénarios de risque et aux hypothèses de modélisation utilisés par les agences de notation pour évaluer la solvabilité. Des définitions standardisées de chacune des caractéristiques sous-jacentes des titrisations (à savoir simplicité structurelle, transparence, durée, qualité de l'actif sous-jacent et autres caractéristiques de la garantie), plutôt qu'un classement agrégé simple, pourraient également inciter les participants à parvenir à leur propre évaluation globale du risque total du produit, contribuant ainsi à éliminer la déresponsabilisation des investisseurs face aux exigences de *due diligence* (ces derniers s'appuyant uniquement, à travers le recours aux notation d'agences, sur un label global d'évaluation des risques).

• **Investisseurs :** les régulateurs et les autorités de surveillance prennent des mesures visant à dissuader les investisseurs d'avoir excessivement recours aux notations de crédit des agences de notation. Les réglementations européennes exigent désormais des investisseurs qu'ils fassent preuve d'une compréhension détaillée des caractéristiques de risque et des aspects structurels des titrisations, qu'ils suivent le risque en permanence (informations sur les rendements des expositions sous-jacentes et tests de résistance réguliers) et qu'ils vérifient que l'émetteur conserve le risque⁸. Cette évolution est encourageante, la crise financière mondiale ayant

démontré que la référence mécanique aux notations de crédit peut entraîner un comportement gréginaire des investisseurs et la fuite face aux responsabilités de *due diligence*. Des normes homogènes de *reporting* pour les véhicules d'investissement structurés et les entités associées (avec une attention particulière à la publication des asymétries de liquidité et aux dispositifs de lignes de financement contingentes) pourraient également s'avérer utiles pour améliorer la transparence du secteur.

Des progrès significatifs ont été accomplis pour reconstituer un cadre dans lequel la titrisation peut contribuer durablement à la croissance économique, à l'intérieur de l'Europe comme à l'extérieur, et les efforts se poursuivent⁹. Cependant, certains obstacles subsistent :

- **Les incitations à l'arbitrage du capital et les effets de seuil ont été réduits mais n'ont pas été complètement éliminés.** L'arbitrage du capital peut se produire dans les trois approches des exigences en fonds propres fondées sur la pondération des risques proposées par le Comité de Bâle (2014a) puisque la pondération des risques peut être minimisée indépendamment du risque sous-jacent de la structure : (i) en optimisant certains paramètres des formules réglementaires (par exemple, en manipulant le montant de la tranche ou en aménageant les transferts de risques au-delà de la durée maximum de cinq ans prise en compte par les formules réglementaires)¹⁰ ou (ii) en exploitant les différences existant entre les formules réglementaires et les jurisdictions¹¹. Les effets de seuil sont problématiques essentiellement avec la méthode *external ratings-based approach* (ERBA), qui repose sur les notations externes pour l'estimation des exigences en fonds propres¹².

7 Ce modèle, dit « acheteur-payer », incite à la pratique du « panachage » : l'émetteur contacte un certain nombre d'agences de notation avant de conclure avec celle qui lui offre la notation la plus élevée de ses titres. La révélation de ces pratiques serait évidemment d'un grand intérêt pour les investisseurs.

8 CRR article 406, Solvabilité II article 135, AIFMD article 17, directive OPCVM article 50.

9 Le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) réexaminent actuellement les marchés de la titrisation afin d'identifier les facteurs susceptibles de freiner leur développement (Comité de Bâle, 2014b). Le Comité de Bâle et l'OICV ont développé des critères permettant d'identifier des structures de titrisation simples, transparentes et comparables et d'aider à leur développement. Ces travaux constituent une avancée très prometteuse.

10 L'arbitrage du capital commence à poser problème lorsque les exigences de fonds propres appliquées à la tranche présentant le niveau de seniorité le plus faible (tranche à première perte – equity – ou non notée) sont équivalentes à plusieurs fois celles appliquées à la tranche la mieux notée. Tandis que les approches précédemment mentionnées du Comité de Bâle (2014b) imposent une exigence d'une pondération de risque de 1,25 % sur une proportion déterminée des tranches junior (le niveau exact de cette proportion dépendant de l'approche spécifique utilisée et des pondérations de risque s'appliquant aux actifs titrisés sous-jacents), les émetteurs gardent la possibilité d'optimiser la taille des tranches par rapport à la structure des capitaux (avec des pondérations de risque inférieures à 1,25 %) afin de minimiser les exigences en fonds propres, tout en vendant les tranches junior à des investisseurs non bancaires.

11 Dans une transaction à fort effet de levier, les pondérations de risque et les exigences en fonds propres dans les trois tranches supérieures peuvent être très différentes selon les méthodes IRBA, SA et SSFA (simplified standardised formula approach). La pondération de risques augmente rapidement et de façon importante à mesure que l'épaisseur de la tranche diminue.

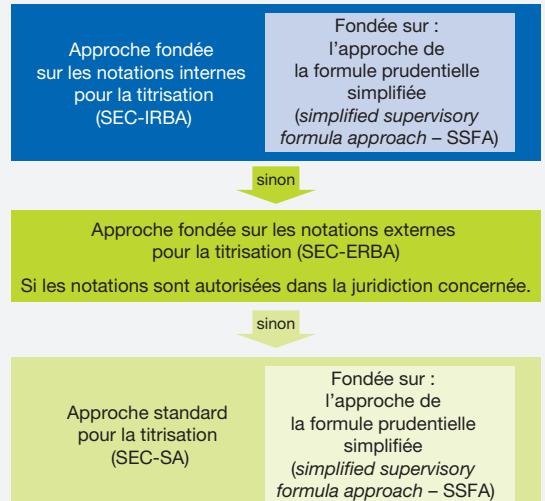
12 Les effets de seuil concernent la possibilité d'observer des variations significatives et brutales des exigences en fonds propres alors que les notations ne sont que légèrement modifiées.

Encadré 1

Cadre relatif aux charges en capital du Comité de Bâle

Le Comité de Bâle a publié en décembre 2014 un rapport intitulé « Revisions to the securitisation framework » (Révision du cadre réglementaire de la titrisation), avec pour objectif de rendre les exigences en fonds propres plus prudentes et plus sensibles au risque, de réduire la dépendance mécanique du secteur à l'égard des notations externes et de diminuer les « effets de seuil » (cliff effects). Les méthodologies de pondération des risques prévues dans Bâle II pour les opérations de titrisations, à savoir l'approche standard (standardised approach – SA) et l'approche fondée sur les notations internes (internal ratings-based approach – IRB) doivent être remplacées par une hiérarchisation simple des approches pondérées des risques. Les banques qui en ont la capacité et qui ont l'approbation de l'autorité de surveillance peuvent utiliser l'approche fondée sur les notations internes pour la titrisation (securitisation-IRB approach – SEC-IRBA) pour déterminer les exigences en fonds propres. Dans les cas où les banques ne peuvent pas employer l'approche SEC-IRBA et où la juridiction concernée autorise l'utilisation des notations, l'approche fondée sur les notations externes pour la titrisation (securitisation-external ratings-based approach – SEC-ERBA) doit être appliquée. Si aucune de ces deux approches ne peut être utilisée, il convient d'appliquer l'approche standardisée pour la titrisation (securitisation standardised approach – SEC-SA). Toutes ces approches prévoient un plancher de pondération du risque égal à 15 % pour chaque tranche de titrisation.

La nouvelle hiérarchie des approches établie en 2014 par le Comité de Bâle



L'approche SEC-IRBA et l'approche SEC-SA s'appuient toutes deux sur l'approche de la formule prudentielle simplifiée (simplified supervisory formula approach – SSFA), qui a déjà été introduite aux États-Unis¹. La SSFA ne dépend pas des notations externes, mais est fondée sur quatre éléments principaux: i) la charge en capital du portefeuille sous-jacent; ii) l'épaisseur de la tranche; iii) le rehaussement du crédit; et iv) un facteur d'ajustement prudentiel p déterminant le niveau des fonds propres requis pour une titrisation par rapport aux charges en capital qui découleraient des expositions sous-jacentes. La nouvelle approche SEC-ERBA s'appuie sur les notations externes pour les expositions de titrisation. Cette approche établit également une distinction entre les tranches senior et les autres tranches et reflète la maturité et l'épaisseur des tranches. Les données relatives au gisement de prêts ne sont pas utilisées pour calculer les exigences en fonds propres, contrairement aux deux approches fondées sur des formules, la SEC-IRBA et la SEC-SA.

¹ Proposée en juin 2012 et publiée en juin 2013 par le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (2013), le Service du contrôle de la monnaie (Office of the Comptroller of the Currency – OCC) et l'agence fédérale de garantie des dépôts bancaires (Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC) sous la forme d'un ensemble de règles finalisées destiné à mettre en application les normes de fonds propres de Bâle III aux États-Unis.

- **Un traitement réglementaire asymétrique:** un traitement défavorable des titrisations par rapport à des titres présentant globalement les mêmes caractéristiques de risques pourrait entraîner des conséquences indésirables, notamment la concentration du risque dans de nouveaux domaines et l'arbitrage réglementaire. Il existe, par exemple, un traitement réglementaire asymétrique entre les produits titrisés et les obligations sécurisées

en Europe et les mesures prises récemment par les autorités pour réexaminer ce problème sont les bienvenues.

- **Complexité et incertitude réglementaires:** les intervenants de marché continuent de citer la complexité réglementaire (notamment lorsqu'il existe des chevauchements entre les exigences établies) et l'incertitude réglementaire comme des

obstacles essentiels à un fonctionnement efficace des marchés de la titrisation. Les questions en suspens comprennent la mise en œuvre de la directive Solvabilité II (pour les assureurs européens) et l'examen du traitement de la « maturité de la tranche » dans le dispositif du Comité de Bâle¹³.

3| LE DÉVELOPPEMENT D'UNE BASE D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS NON BANCAIRES

Pour que la titrisation contribue à l'approfondissement financier et à la croissance économique en Europe, le développement d'une base d'investisseurs non bancaires adéquate sera probablement nécessaire. Si la structure de l'économie et le stade de développement auquel elle se situe seront toujours des déterminants essentiels de la taille et du profil de la base d'investisseurs, un écosystème diversifié d'investisseurs ainsi que des sources de financement stables à long terme sont les éléments clés d'une croissance financière équilibrée. C'est ce que permet d'illustrer la comparaison des systèmes financiers en Europe et aux États-Unis.

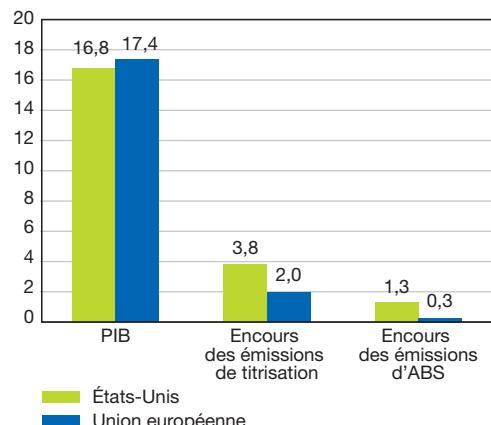
Parmi les différences les plus frappantes entre les marchés de la titrisation en Europe et aux États-Unis, deux ont trait à la taille et à la composition de la base d'investisseurs. En dépit de la taille légèrement plus grande de l'économie de l'Union européenne (UE) par rapport à celle des États-Unis, l'encours d'ABS et d'autres produits de titrisation est cinq fois plus important aux États-Unis qu'en Europe (cf. graphique 5).

L'encours des émissions de titrisation représente 59 % du PIB aux États-Unis, contre seulement 11 % en Europe. En outre, sur ce marché européen considérablement plus petit, les banques jouent un rôle prépondérant en

Graphique 5

PIB comparé aux encours des émissions de titrisation et d'ABS aux États-Unis et en Europe, 2013

(en milliers de milliards de dollars)



Notes: Les émissions de titrisation européennes recouvrent les ABS, les CDO, les RMBS et les CMBS, les PME, et les WBS ; Pour les États-Unis, les titrisations recouvrent ABS, CDO, les Agency MBS et CMO, les private label RMBS et les CMBS. Sources: SIFMA, FRB et services du FMI.

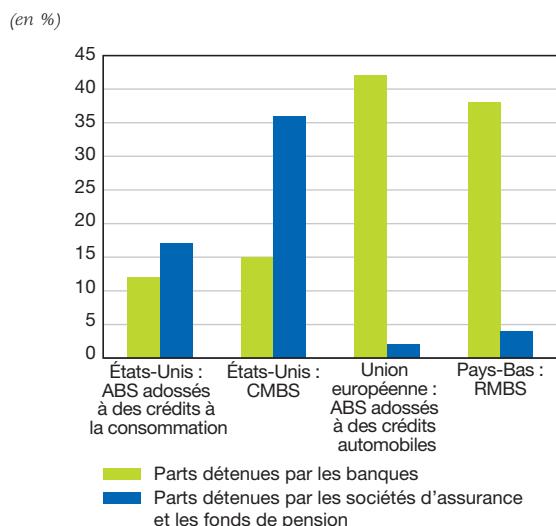
matière d'investissement: les fonds de pension et les sociétés d'assurance représentent une part relativement faible de la demande portant sur une catégorie restreinte d'actifs issus de la titrisation en Europe, alors que l'on observe la situation inverse aux États-Unis (cf. graphique 6). Des mesures permettant de mettre en place une base solide d'investisseurs institutionnels pour la titrisation en Europe pourraient jouer un rôle important non seulement afin de relancer l'activité de titrisation mais aussi, plus globalement, de réduire la dépendance excessive de la région au financement bancaire. La diversification des sources de financement en faveur du financement par les marchés de capitaux présenterait probablement des avantages à la fois à court terme (en améliorant la disponibilité du crédit alors même que les banques européennes procèdent à des cessions d'actifs) et à long terme (Commission européenne, 2014)^{14,15}.

13 Le traitement de la « maturité de la tranche » par le Comité de Bâle (2014) se fonde sur le concept de « maturité juridique finale », qui considère que la maturité est spécifiée dans le contrat de dette sous-jacent. Cependant, en raison des caractéristiques « payables par anticipation » de nombreux types de dette, l'utilisation de la « maturité juridique finale » risque de dévier de façon significative des maturités réelles; cela rendrait donc la « maturité de la tranche » non conforme avec les caractéristiques réelles des instruments de dette sous-jacents. Afin de lisser l'incidence de la maturité sur les exigences en fonds propres lorsque la « maturité juridique » est utilisée, le dispositif du Comité de Bâle (2014) applique désormais une décote.

14 Dans le cadre de son initiative destinée à améliorer le financement à long terme de l'économie européenne, la Commission européenne a recensé parmi les priorités les plus urgentes l'investissement dans l'énergie, les transports et les infrastructures de communication, ainsi que dans les PME, l'éducation et la recherche et développement. L'Europe doit faire face à d'importants besoins d'investissement à long terme, qui sont essentiels pour favoriser une croissance durable. Les besoins d'investissement dans les transports, dans l'énergie et les réseaux de télécommunication sont estimés à 1 000 milliards d'euros pour l'UE à elle seule, sur la période s'achevant en 2020 (Commission européenne, 2014).

15 Globalement, une base d'investisseurs plus diversifiée et présentant des objectifs et contraintes diversifiés permettrait de diminuer la probabilité de ventes forcées. Une plus grande part d'investisseurs sans effet de levier serait également bénéfique. Une plus grande diversité de types d'investisseurs accroîtrait également la négociation de ces obligations, aboutissant à une plus grande liquidité.

Graphique 6
**Détention d'une sélection d'actifs de titrisation :
États-Unis et Europe, 2013**



Sources: Citi Research ; Concept ABS et services du FMI.

Certains obstacles empêchent les assureurs européens de jouer un rôle plus important dans la titrisation, l'ampleur précise de leur incidence étant toutefois difficile à cerner. Le dispositif Solvabilité II a pour objectif de renforcer la réglementation et la surveillance du secteur européen de l'assurance, d'améliorer sa contribution à la croissance économique dans l'Union, et de renforcer la protection des assurés. Toutefois, les exigences en fonds propres proposées pour la répartition des risques dans certaines opérations de titrisation sont plus élevées que pour d'autres instruments à revenu fixe (obligations émises par les sociétés et obligations sécurisées) assortis d'une notation de crédit et d'une durée comparables. Dans certains cas, les prêts globaux (*whole loans*) font également l'objet d'un traitement beaucoup plus favorable qu'une tranche de titrisation notée AAA pour le même gisement de prêts sous-jacents (Standard & Poor's, 2014). Il est donc devenu moins rentable pour les assureurs de détenir des actifs titrisés que des obligations du

secteur privé et des obligations sécurisées ou des prêts globaux. Il est encourageant de constater que la Commission européenne a adopté, en octobre 2014, sur la base des recommandations formulées par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP), un acte délégué ayant pour objectif d'aboutir à un traitement relativement moins pénalisant de certains types de titrisations de haute qualité précédemment définis¹⁶. Les exigences en capital effectives dans le cadre de Solvabilité II pourraient également être moins élevées qu'envisagé initialement, en fonction de l'utilisation de modèles internes, d'asymétries entre les actifs et les passifs et *via* de possibles ajustements visant à égaliser les situations. Hormis les considérations liées à Solvabilité II, les assureurs pourraient avoir des difficultés à gérer l'appariement de l'actif et du passif pour les actifs titrisés qu'ils détiennent, dans la mesure où le risque de remboursement anticipé raccourcit la durée des actifs tandis que la durée des passifs est allongée dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt. Un problème analogue se pose pour les fonds de pension (pour de plus amples détails, cf. *infra*).

Tout comme les sociétés d'assurance, les fonds de pension ont également joué un rôle marginal du côté de la demande sur le marché européen de la titrisation en raison de la structure des systèmes de retraite de la région. Avec une forte proportion d'actifs liés aux retraites dans les régimes à prestations définies¹⁷, les fonds de pension européens ont un besoin permanent d'actifs assortis de longues durées (afin d'éviter le non-appariement des durées) assortis d'un faible risque de remboursement anticipé¹⁸. Actuellement, cependant, les titres adossés à des actifs placés sur le marché tendent à être assortis d'échéances courtes, sont amortis en deux à cinq ans environ avec le remboursement des actifs sous-jacents, tandis que les titrisations d'une durée plus longue, telles que les RMBS, comportent souvent un risque élevé de remboursement anticipé. Un obstacle supplémentaire est lié au fait que l'épargne retraite transite par le secteur de l'assurance en Europe

16 L'acte délégué entrera en vigueur uniquement lorsqu'il aura été approuvé à la fois par le Parlement et le Conseil européens.

17 Le Royaume-Uni et les Pays-Bas représentent environ 85 % des actifs des fonds de pension européens, avec dans une large mesure des systèmes à prestations définies (72 % et 95 %, respectivement, d'après les données de l'AEAPP, 2014). Rapportés au PIB, les actifs des fonds de pension s'établissent à 160 % pour les Pays-Bas et à 95 % pour le Royaume-Uni (OCDE, 2013). En revanche, ce ratio est inférieur à 15 % dans le cas des économies relativement grandes comme l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Pour une analyse des différences observées dans les régimes de retraite des pays de l'UE, cf. Parlement européen (2011).

18 Le risque de remboursement anticipé correspond au risque de récupérer tout ou partie de la dette sous-jacente avant l'échéance. Pour certains types d'actifs, tels que les prêts hypothécaires résidentiels, l'accroissement des remboursements anticipés est lié à la baisse des taux d'intérêt du marché; le principal peut être restitué de façon anticipée, et doit donc être réinvesti à des taux inférieurs à ceux qui prévalaient au moment de l'investissement initial.

continentale¹⁹, et entre ainsi dans le champ de la réglementation Solvabilité II. Comme cela a été évoqué précédemment, la titrisation perd alors de son attrait en tant que classe d'actifs en raison des exigences de capital qu'elle induit.

Face aux difficultés décrites plus haut, les mesures suivantes pourraient contribuer au développement, à moyen terme, d'une base d'investisseurs institutionnels non bancaires spécifiquement dédiée à la titrisation en Europe.

- En collaboration avec les régulateurs et les autorités compétentes, les participants du secteur souhaitant obtenir une plus grande participation des fonds de pension à prestations définies devront porter leurs efforts sur la création de flux de trésorerie assortis d'une longue durée et d'un faible risque de crédit, en tenant compte des cadres réglementaire et comptable existants. L'allongement de la durée des ABS et le fait de permettre aux investisseurs de mieux se couvrir contre le risque de remboursement anticipé des actifs assortis de longues durées, tels que les prêts hypothécaires, peuvent jouer un rôle très utile à cet égard²⁰.

- Le développement de plates-formes et d'échanges d'information centralisés. Les centrales de crédits et autres bases de données publiques pourraient améliorer la disponibilité et la qualité des prêts sous-jacents et traiter des informations susceptibles, en principe, de bénéficier aux marchés de la titrisation en fournissant aux investisseurs une plate-forme plus solide pour effectuer leur propre analyse de *due diligence*²¹.

- Les exigences en matière d'information prêt par prêt et les normes de documentation doivent être harmonisées²². Cela pourrait remédier aux problèmes de manque d'informations cohérentes au

sujet de la titrisation et d'exigences opérationnelles à l'égard des investisseurs, ces derniers ayant des difficultés à évaluer correctement le risque de crédit en raison de la complexité de l'information et des différences entre les pays du point de vue des obligations de déclaration, ce qui tend à favoriser un biais domestique. Une plus grande cohérence et transparence dans la déclaration des historiques de crédit pourrait être particulièrement utile pour les véhicules de prêts directs dont le financement est indispensable pour les PME et les infrastructures (Commission européenne, 2014).

- Outre l'harmonisation des régimes d'insolvabilité nationaux (afin de réduire au minimum l'incertitude quant à la valeur de recouvrement des garanties), les éventuelles révisions du droit européen des sociétés pourraient s'inspirer plus largement de la législation américaine en matière d'insolvabilité, qui permet aux chefs d'entreprise de déclarer l'insolvabilité à titre préventif, de manière à permettre aux entités viables de disposer d'un délai suffisant pour se réorganiser.

- L'harmonisation du traitement fiscal des véhicules de titrisation est également souhaitable. En l'absence d'un régime fiscal suffisamment uniforme et harmonisé, le coût et la complexité des opérations transfrontières peuvent freiner le recours à la titrisation par rapport à d'autres instruments de financement.

- Des techniques de rehaussement de crédit sur les opérations de titrisation (y compris des garanties limitées du secteur public), telles que celles proposées par le Fonds européen d'investissement (FEI) et par les entités de titrisation pour les PME en Allemagne et en Espagne, ont été introduites mais n'ont pas été suffisamment développées jusqu'à présent, sont idiosyncratiques ou trop étroitement concentrées pour avoir un impact large (FMI, 2014).

19 Le principe de la répartition qui prévaut en Europe continentale, dans lesquels les cotisations des salariés financent de façon concomitante les pensions des retraités actuels, a également abouti à une insuffisance de placements au titre des fonds de pension disponibles pour l'investissement à long terme sur les marchés de capitaux régionaux, notamment sur les marchés de la titrisation.

20 De même, les régulateurs ont un rôle à jouer en favorisant un environnement de marché qui permette aux établissements de se prémunir contre ce type de risques.

21 Le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé la mise en place d'obligations d'information prêt par prêt pour les actifs admis en garantie des opérations d'escompte. À l'initiative du secteur privé a ainsi été créé et approuvé par l'Eurosystème l'entrepot de données européen pour les ABS (European Datawarehouse for ABS), qui fournit des informations prêt par prêt et opération par opération pour tout type d'intervenants de marché; la Banque d'Angleterre a publié des modèles de collecte de données analogues à ceux de la BCE pour les ABS.

22 En termes de disponibilité des données et d'harmonisation de leur publication, les exigences de transparence prêt par prêt (qui recouvrent l'obligation d'information prêt par prêt pour les ABS, notamment les titrisations de PME) de la BCE et de la Banque d'Angleterre constituent déjà une avancée importante par rapport au passé (Banque d'Angleterre/Banque centrale européenne, 2014). De nouvelles améliorations dans la publication de la documentation relative aux opérations et des informations relatives aux performances sont envisagées par l'Autorité européenne des marchés financiers – AEMF). Il existe probablement aussi une marge de manœuvre pour une normalisation plus poussée des prospectus et des rapports d'investisseurs.

Elles doivent également être évaluées avec soin au regard des risques d'aléa moral.

- Afin que les investisseurs aient une plus grande visibilité et une meilleure compréhension de l'incidence sur la notation des ABS des plafonds de notation de la dette souveraine et de la dette au titre des facilités auxiliaires, les agences de notation de crédit pourraient publier des informations supplémentaires afin de compléter leur note globale (Banque d'Angleterre/Banque centrale européenne, 2014). Il pourrait s'agir notamment d'une matrice indiquant la notation implicite des différentes tranches si les plafonds de notation de la dette souveraine et de la dette au titre des facilités auxiliaires devaient être relevés. Le fait d'imposer aux ABS les plafonds de notation de crédit relatifs aux produits financiers structurés a eu une incidence négative sur le marché de la titrisation dans certains pays de l'UE, dans lesquels la note AAA ne peut plus être attribuée indépendamment de l'ampleur du soutien au crédit contenu dans la structure. Cela résulte de l'imposition d'un plafond absolu de notation par rapport à la dette souveraine, qui pourrait dissuader d'autres investisseurs potentiels (c'est-à-dire ceux disposant d'un mandat strict fondé sur la notation) et également nuire à la transparence entourant la qualité de crédit inhérente aux opérations de titrisation.
- Une plus grande égalité de traitement en matière d'exigences de capital (comme ce qui a été récemment proposé par la Commission européenne) contribuerait à éviter que les assureurs européens n'en viennent à procéder à des ventes forcées et se détournent de la titrisation, faisant de ce secteur une source primordiale de demande²³.
- Les autorités européennes devraient poursuivre leurs efforts en vue de développer les deuxième et troisième piliers du secteur des fonds de pension, ce qui pourrait à terme accroître la demande institutionnelle de catégories d'actifs telles que la titrisation.

4| CONCLUSION

Le dynamisme du marché de la titrisation en Europe pourrait comporter deux avantages principaux. En premier lieu, il pourrait contribuer à atténuer les contraintes de financement qui pèsent sur les entreprises en réduisant les coûts de financement des banques et en allégeant le bilan des banques, ce qui leur permettra d'accorder de nouveaux prêts. En second lieu, il pourrait jouer un rôle dans l'objectif de plus long terme de réduire la dépendance de l'économie européenne au financement bancaire pour l'orienter vers un modèle de financement plus diversifié. Pour atteindre ces objectifs, nous préconisons des actions sur deux fronts. Afin de remédier aux problèmes qui entravent le fonctionnement efficace, du côté de l'offre, des marchés de la titrisation, la réglementation doit être axée sur le renforcement de chaque élément de la chaîne d'intermédiation financière, ainsi que sur les obstacles qui subsistent comme les problèmes d'incitation, le traitement asymétrique des véhicules de titrisation en matière de capital, et l'incertitude réglementaire (en particulier dans le cas de Solvabilité II). Du côté de la demande, les obstacles devront également être surmontés pour susciter une plus grande implication des sociétés d'assurance et des fonds de pension européens, étant donné la sous-utilisation de ces deux sources potentielles de capital à long terme. Les échanges d'information centralisés et, notamment, l'harmonisation à l'échelle européenne des exigences en matière d'information prêt par prêt, des normes de documentation, des régimes d'insolvabilité ainsi que du traitement fiscal des opérations de titrisation favoriseraient dans une large mesure la mise en place d'un véritable marché unique d'investisseurs institutionnels non bancaires sur les marchés européens de la titrisation. Même s'il s'agit d'un travail de longue haleine, qui ne remédiera très certainement pas à l'ensemble des défis auxquels l'Europe doit faire face en matière de croissance, d'importants progrès ont déjà été accomplis pour réduire les inefficiences du côté de l'offre et de la demande sur les marchés européens de la titrisation, et d'autres sont à venir.

²³ Outre les exigences en capital, d'autres facteurs sont pris en compte par les assureurs pour décider de modifier ou non leur exposition à la titrisation : le rendement corrigé du risque, la transparence, l'appartement des durées et les gains en termes de diversification.

BIBLIOGRAPHIE

Aiyar (S.), Al-Eyd (A.), Barkbu (B.) et Jobst (A. A.) (2015)

« Revitalising SME securitisation in Europe », Fonds monétaire international, FMI Staff, *Discussion Note*.

Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (2014)

« Financial Stability Report », mai. Disponible sur internet à l'adresse suivante : https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/fin-stability/Reports/may_2014/EIOPA_Financial_Stability_Report_-_May_2014.pdf

Banque d'Angleterre et Banque centrale européenne (2014)

« The case for a better functioning securitisation market in the European Union », *Discussion Paper*, mai.

Comité de Bâle (2014a)

« Revisions to the securitisation framework », Banque des règlements internationaux, décembre.

Comité de Bâle (2014b)

Document consultatif « Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations » Banque des règlements internationaux, décembre.

Commission européenne (2014)

« Communication from the Commission to the European Parliament and the Council: on long-term financing of the European economy », mars. Disponible sur internet à l'adresse suivante : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/financing-growth/long-term/140327-communication_en.pdf

Fonds monétaire international (2014)

« Euro area policies: selected issues from Article IV consultation », Fonds monétaire international, *Country Report*, n° 14/199.

OCDE (2013)

« Pension markets in focus », juin. Disponible sur internet à l'adresse suivante : <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm>

Parlement européen (2011)

« Pension systems in the EU – contingent liabilities and assets in the public and private sector », octobre. Disponible sur internet à l'adresse suivante : <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201111/20111121ATT32055/20111121ATT32055EN.pdf>

Segoviano (M.), Jones (B.), Lindner (P.) et Blankenheim (J.) (2013)

« Securitisation: the road ahead », Fonds monétaire international, FMI Staff, *Discussion Note*, n° 15/01.

Segoviano (M.), Jones (B.), Lindner (P.) et Blankenheim (J.) (2015)

« Securitisation: lessons learned and the road ahead », Fonds monétaire international, *document de travail*, n° 13/255.

Standard & Poor's (2014)

« EIOPA's revised Solvency II calibration still risks turning european insurers away from securitisations », *Structured Finance Research*, mars.

Le rôle des systèmes bancaires dans le soutien apporté à la croissance

Soutenir une croissance durable : le rôle des systèmes bancaires sûrs et stables

STEFAN INGVES

*Gouverneur, Banque de Suède
Président, Comité de Bâle sur le contrôle bancaire*

Les banques jouent un rôle essentiel dans l'intermédiation financière en facilitant une allocation efficiente du capital et la transformation des échéances. Néanmoins, il peut en découler une prise de risques excessive qui, si elle n'est pas correctement prise en compte, est susceptible d'accroître la vulnérabilité aux chocs financiers. Ces dernières années, nous avons constaté que les crises bancaires pouvaient avoir une incidence négative de grande ampleur et persistante sur la stabilité du système financier et la croissance économique. De surcroît, ces effets négatifs touchent un large éventail de secteurs, ainsi que le marché de l'emploi, et ils propagent même les difficultés financières au-delà des frontières nationales. Les analyses empiriques montrent que la réglementation, notamment le nouveau cadre de Bâle III, améliore la stabilité du système financier en réduisant la probabilité de crises. Les éventuels coûts à court terme sont supportés par ceux qui prennent les risques et, point fondamental, ils sont largement compensés par les bienfaits qu'en retire l'ensemble de la société. Ainsi, la réglementation bancaire, et Bâle III en particulier, contribue largement à soutenir une croissance vigoureuse et durable.

Les banques jouent un rôle essentiel dans le système financier. Elles doivent notamment faciliter l'allocation efficiente du capital, qui est cruciale pour la croissance économique. Bien que la prise de risques soit au cœur de l'intermédiation financière, il importe que ces risques ne deviennent pas excessifs car, dans ce cas, ils sont susceptibles de créer des déséquilibres systémiques, d'alimenter les crises financières et d'engendrer des périodes de croissance faible ou négative.

Il est largement admis que les politiques monétaire et budgétaire peuvent être ajustées dans l'objectif d'accélérer l'activité, ou au contraire de la ralentir. Malheureusement, on n'a rien pour rien. Si, en général, des dépenses budgétaires en hausse et une politique monétaire souple sont en mesure de stimuler la croissance économique, elles ne peuvent pas exercer cet effet indéfiniment sans mettre en péril la stabilité financière et l'économie réelle. De façon analogue, une réglementation laxiste peut déboucher sur une croissance plus vigoureuse à court terme, mais, là aussi, il y a toujours un coût.

La crise financière mondiale a coûté cher au système financier et à l'ensemble de l'économie. D'importants montants d'argent public ont été employés à enrayer la spirale négative et restaurer le système financier, et, dans certains pays, la croissance et l'emploi ne renouent que depuis peu de temps avec leur niveau d'avant la crise. Certes les réformes réglementaires devraient alourdir les coûts pour les banques, mais ce renchérissement est uniquement proportionnel au niveau de risque pris par ces entités.

La stabilité financière mondiale constitue un bien collectif, et l'arbitrage entre efficience et stabilité ne relève pas d'un choix tranché. L'approfondissement des réformes du cadre réglementaire réduira les épisodes de volatilité de l'offre de crédit à l'économie réelle. Ainsi, les agents pourront prendre des décisions de consommation et d'investissement mieux éclairées à moyen et long terme, l'incertitude diminuera et la croissance économique en sera fortifiée. Alors que l'économie mondiale continue de s'adapter aux retombées de la crise financière survenue il y a plus de sept ans, les coûts des perturbations qui l'ont accompagnée sont de plus en plus manifestes et ne cessent d'augmenter. Une réglementation et une supervision prudentes apparaissent donc plus que jamais nécessaires.

1 | L'IMPACT DES CRISES BANCAIRES SUR LA CROISSANCE

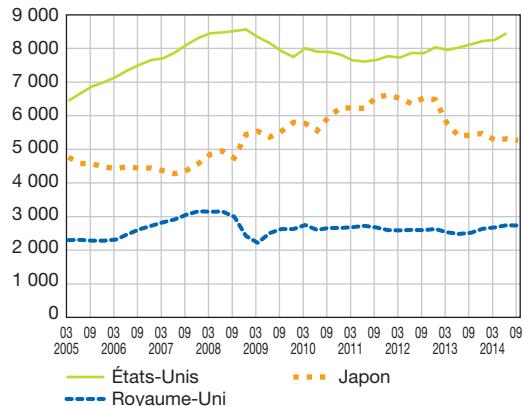
Même si les études consacrées à la relation précise entre financement et croissance ne tirent pas de conclusions définitives, il ne fait guère de doutes que ce lien est direct et positif. Les analyses donnent aussi des indications essentielles sur la nature de cette relation. D'une part, tant l'offre de crédit à l'économie que la transformation des échéances doivent être solides et stables, afin que les agents économiques puissent lisser leur consommation et leurs investissements, ainsi que planifier à un horizon plus lointain. Cela limite les fluctuations de la production globale et favorise une croissance plus durable à long terme, car les consommateurs et les investisseurs peuvent se projeter dans l'avenir. Dans les économies dont le système financier est moins bien établi, la fiabilité du financement externe encourage la croissance. D'autre part, les banques doivent exercer une fonction de surveillance en facilitant l'allocation efficiente du capital par l'abaissement des coûts d'information et de transaction. La surveillance privée entre emprunteurs et prêteurs est onéreuse, à la fois *ex ante* et *ex post*, surtout en présence d'une information asymétrique (Diamond, 1984).

Cependant, nombre de ces effets bénéfiques disparaissent lors d'une crise. Les chocs négatifs sur les prix des actifs compriment la valeur nette du patrimoine des ménages et des entreprises ainsi que leur capacité de remboursement. Dans de nombreux cas, la multiplication des pertes peut menacer la capitalisation des banques, les obligeant à restreindre leur offre de crédit. Une montée de l'aversion des investisseurs pour le risque provoque une hausse des primes de risque, ce qui accroît les coûts de financement et pèse encore plus sur les bénéfices et la capacité des banques à reconstituer leurs fonds propres par le biais de bénéfices réinvestis ou d'une augmentation de capital. Ces coûts plus élevés renchérissent l'intermédiation financière. Ils sont souvent répercutés sur les emprunteurs, qui seront alors moins à même d'assurer le service de leur dette, surtout s'ils sont surendettés. L'alourdissement du fardeau de la dette comprime la consommation et, en l'absence de mesures d'atténuation, les chocs au niveau de la demande globale dans l'économie pèsent sur la croissance, dont la profondeur et la durabilité dépendent de la gravité du choc et de

Graphique 1

a) Les prêts bancaires au secteur privé ont diminué durant la crise...

(en milliards de dollars)



Source : DBSOnline.

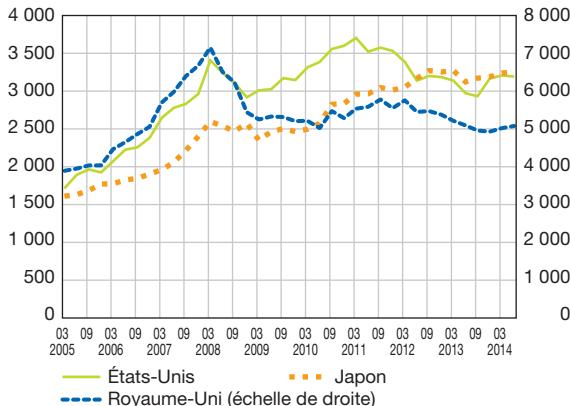
l'action publique destinée à y remédier. Il importe de noter que, plus les autorités tardent à intervenir, plus ces mesures sont onéreuses.

C'est aussi ce que l'on a constaté au cours de la crise financière mondiale qui a éclaté en 2007. Avant cette crise, les bilans des banques enregistraient une expansion rapide et significative. De 1993 à 2008, le total des actifs d'un échantillon de banques internationales a été multiplié par près de douze, passant de 2 600 milliards de dollars à plus de 30 000 milliards. En revanche, leur capitalisation totale n'a pas égalé cette expansion : elle n'a été multipliée que par sept sur la période considérée, se traduisant par un endettement accru du système bancaire. La progression des dépôts des particuliers n'a pas non plus égalé celle des actifs bancaires, et, les coûts de financement diminuant, les banques ont recouru au refinancement interbancaire pour combler l'écart.

Pendant la crise, l'offre de crédit bancaire a reculé dans les pays touchés par la crise. Comme le montre le graphique 1, le crédit au secteur privé dans certaines économies avancées a commencé à se tasser en 2007 et en 2008, au début de la crise. De surcroit, les prêts transfrontières ont eux aussi baissé quand les banques internationales se sont repliées sur leurs marchés d'origine. En raison de l'interconnexion financière croissante, la contagion s'est même propagée à des systèmes bancaires par ailleurs sains, *via* un déclin des prêts transfrontières (Takats, 2010).

b) ...de même que les prêts transfrontières, avec des reprises inégales depuis lors.

(en milliards de dollars)



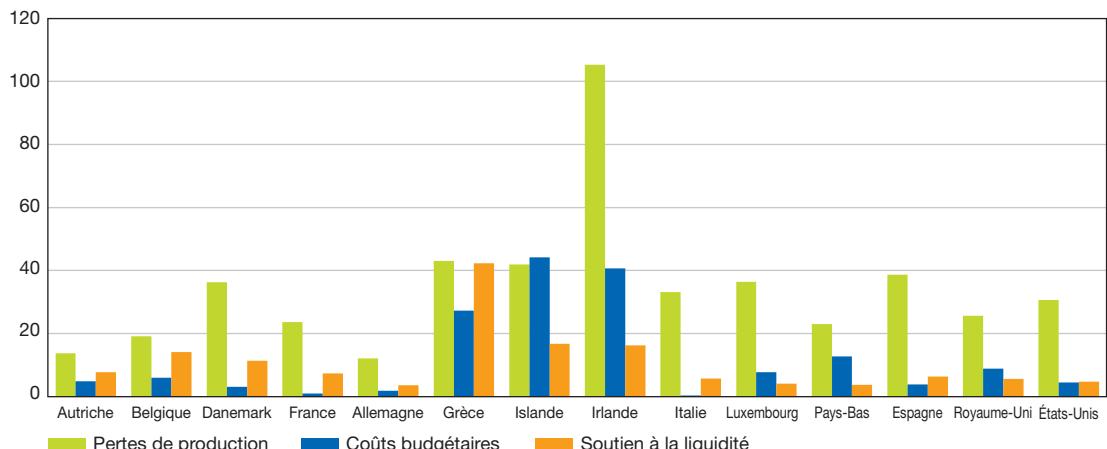
Source : Banque des règlements internationaux.

et des distorsions sur les marchés de financement internationaux. L'absence de transparence a accentué le manque criant de confiance dans le système bancaire mondial, empêchant les opérateurs de déterminer précisément l'état de santé des différentes banques. Il en a résulté une montée inconsidérée de l'aversion pour le risque, ce qui a exacerbé les difficultés financières.

Selon la période et selon la profondeur et la gravité des chocs, les crises bancaires induisent des pertes de production plus ou moins élevées, pendant un temps plus ou moins long. En général, les crises financières associées à un effondrement des prix des actifs sont profondes et prolongées (Reinhart et Rogoff, 2009). Sur un échantillon de quarante crises financières, Cecchetti *et al.* (2009) constatent qu'un quart de ces épisodes ont provoqué des pertes de production cumulées, qui correspondent à plus de 25 % du PIB antérieur à la crise. De plus, un tiers de ces contractions ont duré au moins trois ans. Récemment, Laeven et Valencia (2013) ont estimé que, pour les pays les plus durement touchés par les crises financières de 2007-2011, les pertes de production cumulées ont représenté entre 12,1 % et plus de 105 % du PIB, avec une médiane de 32 % (graphique 2). En outre, les autorités ont dû intervenir et apporter de la liquidité lors de l'effondrement. Le coût budgétaire moyen des interventions directes est ressorti à 12 % du PIB, et le soutien à la liquidité du système financier à 11 % en moyenne. Les achats d'actifs et les garanties ont fait considérablement augmenter les coûts directs de la

Graphique 2

Les coûts de la crise augmentent sensiblement si l'on prend en compte le soutien total fourni par le secteur public



Note : On calcule les pertes de production comme la somme cumulée des différences entre le PIB effectif et le PIB réel en tendance sur la période $[T, T+3]$, en pourcentage du PIB réel en tendance, T étant la première année de survenue de la crise.

On définit les coûts budgétaires comme la composante des dépenses budgétaires brutes liées à la restructuration du secteur financier, en pourcentage du PIB. Sont inclus les coûts budgétaires associés aux recapitalisations bancaires, mais pas les acquisitions d'actifs ni le soutien direct du Trésor à la liquidité.

On mesure la liquidité comme le ratio des créances de la banque centrale sur les banques de dépôts additionnées du soutien à la liquidité apporté par le Trésor sur le total des dépôts et engagements constituant une dette envers les non-résidents.

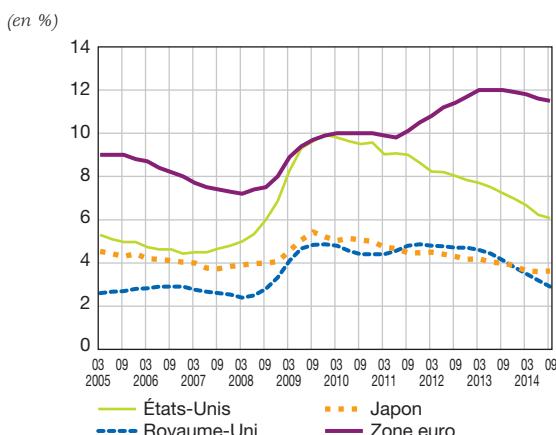
Source : Laeven et Valencia (2013).

crise. Bien que difficile à chiffrer, la « facture » totale de la crise s'alourdit encore si l'on inclut les dépenses publiques visant à stimuler la demande globale.

Le plus souvent, les crises bancaires s'accompagnent également d'une forte décrue de l'emploi et de la richesse des ménages. Il ressort du graphique 3

Graphique 3

Le chômage a fortement augmenté en liaison avec le ralentissement de la croissance économique et certaines régions continuent de ressentir les effets de la crise



Sources : Datastream, DBSOnline, Eurostat.

que, dans certains pays, le taux de chômage a été multiplié par 1,5, voire a doublé, entre 2006 et 2009 et, alors que, dans certains cas, il est aujourd'hui revenu à son niveau d'avant la crise, il reste élevé dans d'autres pays. Sous l'effet de l'effondrement des prix de l'immobilier résidentiel, le patrimoine net des ménages s'est sensiblement réduit. Ainsi, aux États-Unis, la richesse nette médiane des ménages a reculé de près de 39 % entre 2007 et 2010 (GAO, 2013). Couplé à la montée du chômage, ce repli a comprimé plus encore la consommation, provoquant une baisse de la demande globale et l'aggravation de la récession.

2| LE CADRE DE BÂLE III

2|1 Mettre en place Bâle III : les leçons de la crise

Que faut-il retenir de la crise ? Premièrement, même si les chocs initiaux trouvent leur origine dans le secteur de l'immobilier résidentiel, les tensions financières apparues ensuite ont mis à jour d'autres poches de risques jusqu'ici cachées. Il faut donc que les banques deviennent résilientes face à des chocs très divers, ce qui plaide en faveur d'un élargissement

des exigences de fonds propres. Et, plus la faillite d'une banque peut avoir un impact substantiel, plus elle doit être résiliente.

Deuxièmement, la liquidité des actifs et du financement peut s'assécher rapidement, ce qui non seulement affecte les banques qui empruntent largement sur ces marchés, mais propage aussi la contagion, car, en période de tensions, les banques thésaurisent la liquidité. Les banques centrales ont été sollicitées pour apporter des volumes de liquidité sans précédent et jouer un rôle de teneurs de marché pour que le marché continue de fonctionner. En période de tensions, l'injection de liquidité constitue une fonction essentielle d'une banque centrale. Cependant, le recours massif à la liquidité du secteur public ayant nettement accentué l'aléa moral *ex post*, il convient d'adopter des profils de financement plus équilibrés, en termes de répartition au niveau du teneur comme de la contrepartie, et de constituer des volants de liquidité privés qui pourront être mis en œuvre en cas de difficultés.

Troisièmement, les superviseurs n'ont pas été assez vigilants dans leur évaluation de l'état de santé des différentes banques, ainsi que du risque systémique. Le manque d'outils et de pouvoirs prudentiels a contribué à l'inaction, empêchant les superviseurs de prendre des mesures précoce qui auraient pu atténuer les vulnérabilités naissantes *ex ante*, et le risque *ex post*.

Quatrièmement, l'accroissement général de l'aversion pour le risque a résulté, du moins en partie, d'un déficit de communication financière claire et comparable. Les opérateurs n'étaient pas les seuls concernés : même les superviseurs ne disposaient pas toujours d'une information suffisante. Plusieurs réformes vont à l'avenir répondre à cette préoccupation. Le Comité de Bâle, par exemple, a défini des orientations pour la gestion des banques ou les données sur le risque, ainsi que pour l'amélioration de la communication financière.

2|2 Les exigences de fonds propres et de liquidité dans Bâle III

On peut considérer Bâle III comme un cadre pluridimensionnel reposant sur quatre piliers. En premier lieu, Bâle III a renforcé les exigences

minimales de fonds propres réglementaires, *via* un relèvement de la quantité des fonds propres, de leur qualité et de la couverture du risque. En deuxième lieu, ces mesures ont été complétées par un ratio de levier (*leverage ratio*) plus simple, qui sert de filet de sécurité (*backstop*) pour les exigences pondérées en fonction du risque. En troisième lieu, le ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*, LCR) impose aux banques de disposer d'un coussin suffisant d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une crise de liquidité qui durerait 30 jours, compte tenu du profil de risque de leurs engagements. Le dernier pilier a été mis en place en novembre 2014 avec la finalisation du ratio de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*, NSFR), qui vise à accroître la résilience structurelle des profils de financement des banques.

Outre le fait qu'il améliore la résilience des différentes banques, le dispositif Bâle III inclut des éléments macroprudentiels, davantage axés sur la stabilité systémique. Ainsi, il comporte des volants contracycliques, prend en compte les externalités négatives associées aux grandes banques d'importance systémique et s'attache à réduire les interconnexions découlant des larges expositions aux contreparties. En temps voulu, une augmentation supplémentaire de la capacité totale d'absorption des pertes dans les banques d'importance systémique mondiale (G-SIB) réduira encore le problème du « *too-big-to-fail* » (trop importante pour faire faillite). Chacun de ces dispositifs rendra les banques plus résilientes en situation de crise, ce qui renforcera une boucle de rétroaction vertueuse et, par là-même, la stabilité du système financier.

2|3 Compléter le programme des réformes

Les piliers de Bâle III ont pour objectif d'accroître la résilience globale des banques face aux chocs de toutes origines. Cependant, la mise en place des exigences globales de fonds propres et de liquidité ne constitue pas à elle seule la panacée : la réglementation doit aussi traiter des domaines de risque précis. Les autorités de contrôle mondiales ont par conséquent institué des exigences plus ciblées sur des failles spécifiques de la gestion du risque observées durant la crise, comme le risque de contrepartie, le risque de marché et la sous-capitalisation des expositions de titrisation.

Mais des exigences réglementaires renforcées ne suffisent pas à garantir la stabilité financière, tout particulièrement à cause du risque d'arbitrage et de fuites de liquidité. C'est pourquoi, en 2012, le Comité de Bâle a aussi publié les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, qui visent à renforcer les pratiques prudentielles et à doter les superviseurs d'un meilleur ensemble d'outils. Ces principes sont complétés par plusieurs autres initiatives destinées à améliorer le contrôle, telles que les lignes directrices pour la réalisation des *stress tests*, les éléments fondamentaux pour une saine planification des fonds propres et les réflexions sur les pratiques de contrôle interne. Conscient de la nécessité de remédier au défaut de coordination, le Comité de Bâle a précisé ce qu'il attendait de la coopération transfrontière et de l'échange d'informations.

Enfin, pour accroître la transparence, le Comité de Bâle insiste sur l'amélioration de la communication financière, du côté des banques comme des superviseurs. La réalisation de cet objectif repose sur l'introduction d'exigences standardisées de communication pour toutes les grandes normes de Bâle III, parallèlement à une analyse plus large des exigences de communication définies par le Pilier 3. Des initiatives volontaires, telles que le groupe de travail EDTF (*enhanced disclosure task force*) du secteur bancaire, montrent clairement que l'importance de cet aspect est reconnue à la fois par les émetteurs et par les utilisateurs de ce type d'information. D'autres efforts internationaux visant à homogénéiser les définitions des ratios déclarés et à recueillir des données plus détaillées et robustes permettront aux créanciers de mieux surveiller la prise de risques.

2|4 Faciliter la mise en œuvre : le rôle du Comité de Bâle

Les travaux du Comité de Bâle ne sont plus centrés sur l'élaboration de normes destinées à combler les lacunes apparues pendant la crise, mais sur la mise en œuvre rapide et homogène de ces normes à l'échelle mondiale. Il reste beaucoup à faire pour remédier au problème de la variabilité excessive des actifs pondérés du risque et, plus généralement, pour répondre aux préoccupations soulevées par la complexité du cadre réglementaire. Quoi qu'il en soit, il est primordial que les autorités et les banques déploient les réformes sans tarder et uniformément.

En 2012, le Comité de Bâle a introduit le programme d'évaluation de l'application de son référentiel (*regulatory consistency assessment programme*, RCAP) en vue de faciliter la mise en œuvre de ces réformes. Premièrement, le RCAP a notamment pour vocation de s'assurer que les normes Bâle III sont adoptées en temps voulu. Par ailleurs, le Comité de Bâle produit des rapports de suivi bi-annuels, qui montrent que les banques progressent également à grands pas dans l'instauration des normes de fonds propres et de liquidité. Ainsi, à la fin de 2013, le ratio correspondant au noyau dur des fonds propres de base (*common equity Tier 1*, CET 1) ressortait, en moyenne, à 10,2 % pour les plus grandes banques opérant à l'international (tableau 1). C'est une avancée considérable car, lorsque la première étude quantitative a été menée sur la base des données à juin 2011, cette moyenne n'était que de 7,1 %. De plus, en décembre 2013, il ne manquait plus que 15,1 milliards d'euros pour atteindre la cible de 7 %, contre 115 milliards

Tableau 1
Les ratios réglementaires affichés illustrent les avancées des banques dans l'application de Bâle III

(en pourcentage, échantillon homogène)

	Groupe 1		Dont G-SIB		Groupe 2	
	S2 2013	S2 2012	S2 2013	S2 2012	S2 2013	S2 2012
CET 1	10,2	9,2	10,0	8,6	10,0	8,6
Ratio de fonds propres total	11,9	10,6	11,8	10,2	12,3	11,1
Ratio de levier	4,4	3,7	4,2	3,4	5,1	4,3
Ratio de liquidité à court terme (LCR) ^{a)}	119,2	119,0	121,9	n/a	131,8	126,0
Ratio de liquidité à long terme (NSFR) ^{a)}	111,1	100,0	107,6	n/a	111,7	99,0

a) Moyenne pondérée. L'échantillon inclut un groupe de banques opérant à l'international. Les banques du groupe 1 sont définies comme des banques présentes dans le monde entier, dont le CET 1 est supérieur à 3 milliards d'euros. Les banques du groupe 2 sont les autres banques de l'échantillon.

Source : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2014), Tableau A.5, A.18 et A.20 ; CBCB (2013b).

en décembre 2012. Les banques ont aussi largement progressé en direction du respect des règles de liquidité, dont l'introduction commence cette année. À la fin de 2013, les plus grandes affichaient un LCR moyen pondéré de 119 %, et plus de 92 % des banques évaluées étaient d'un LCR supérieur à 60 %, soit le minimum requis dans un premier temps. De même, les banques se dotent de profils de financement plus stables. Près de 80 % ont déclaré un NSFR égal ou supérieur à 100 %.

Deuxièmement, le RCAP évalue la cohérence et l'exhaustivité des normes adoptées à l'échelon national. En février 2015, le Comité de Bâle avait publié des évaluations de la mise en pratique du cadre de fonds propres en fonction du risque pour dix-sept des vingt-sept pays membres. Le RCAP a été étendu à l'évaluation de l'application du LCR, et une évaluation des règles applicables aux banques d'importance systémique est prévue en 2015.

Troisièmement, le RCAP a également vocation à veiller à ce que les banques engagent les réformes de façon cohérente. Dans ce cadre, le Comité de Bâle a publié des études examinant les causes des différences entre banques au niveau des actifs pondérés du risque déclarés (cf., par exemple, CBCB, 2013). Ces études révèlent de grandes disparités dans les actifs pondérés du risque déclarés, et ces disparités ne peuvent pas s'expliquer par des écarts de risque sous-jacent. Ces constats ont amené le Comité de Bâle à prendre des initiatives pour améliorer la comparabilité des ratios de fonds propres déclarés, ainsi que la communication financière et la transparence.

3| COÛTS ET EFFETS BÉNÉFIQUES DES RÉFORMES FINANCIÈRES

3|1 Les coûts de la réglementation

La série de réformes de la réglementation qui vient d'être évoquée va renchérir, dans une certaine mesure, les activités. Cependant, ces coûts seront largement compensés par les bienfaits sociaux de l'atténuation des crises financières. Dès lors, d'une

certaine manière, les réformes permettent d'améliorer l'arbitrage risque/rémunération que doivent opérer la direction des banques et les créanciers, de sorte que ceux qui prennent les risques soient aussi ceux qui supportent les coûts.

Les coûts de la mise en œuvre de Bâle III ne devraient pas être très élevés, étant donné les effets positifs du renforcement des systèmes bancaires. D'après le Comité de Bâle (2010), chaque relèvement d'un point de pourcentage du ratio de fonds propres accroît les marges sur les prêts de 13 points de base (pb), et le surcoût associé au LCR élargit ces marges de 14 pb¹. En prenant d'autres hypothèses, Slovik et Cournde (2011) estiment ce coût à 16 pb. En outre, l'étude du Comité de Bâle a conclu que pour chaque augmentation d'un point de pourcentage du ratio de fonds propres cible mis en œuvre sur un horizon de quatre ans, le niveau de PIB par rapport au profil de référence décroît d'un maximum de 0,19 % environ. Les éléments dont on dispose à ce jour tendent à indiquer que même cette limitation pourrait avoir surestimé les coûts.

3|2 Les bienfaits de la réglementation

On peut tabler sur certains coûts à court terme, mais l'amélioration de la réglementation produira nombre d'effets positifs – pour les banques, les actionnaires et l'ensemble de l'économie. Si beaucoup de ces effets sont difficilement quantifiables, il est toutefois possible de se faire une idée de la manière dont ils pourront être exploités à long terme. Globalement, des systèmes bancaires plus solides et plus résilients réduiront la probabilité de crise et atténueront l'impact des chocs financiers. Comme indiqué à la section 1, l'offre de crédit devrait ainsi devenir plus stable, permettant aux ménages et aux entreprises de lisser leur consommation et leurs investissements, et faciliter une allocation efficiente du capital.

Premièrement, les banques devraient bénéficier d'un financement moins onéreux. Grâce à Bâle III, les investisseurs auront davantage confiance dans la solvabilité et la liquidité des banques, à la fois en temps normal et en période de tensions, ce qui, sur la durée, devrait réduire les coûts de financement

¹ Après prise en compte des baisses des actifs pondérés du risque (en raison de l'accroissement des actifs liquides de qualité) et de la diminution correspondante des besoins en fonds propres réglementaires.

via une contraction de la prime de risque que, sinon, les banques devraient payer. De surcroît, plus une banque sera solide, plus elle pourra facilement attirer le capital de façon rentable. Les créanciers de long terme seront en quête de rendements stables et fiables. En outre, les réformes amélioreront l'efficience. Par exemple, le renforcement des exigences relatives à l'agrégation des données et à l'information sur le risque allègera les besoins en ressources nécessaires pour déceler et gérer le risque.

Deuxièmement, l'actionnariat des banques profitera, lui aussi, des efficiences que nous venons de mentionner. En outre, les efforts destinés à accroître la transparence et la comparabilité grâce, notamment, au relèvement des exigences de communication financière, simplifieront la surveillance. Les créanciers et autres opérateurs auront par conséquent moins de besoins en ressources, et ils seront mieux à même de discipliner la direction des banques.

Troisièmement, la résilience plus grande du système bancaire fera diminuer la probabilité et l'ampleur des crises financières à venir. Le Comité de Bâle (2010) estime que chaque recul d'un point de pourcentage de la probabilité annuelle de survenue d'une crise s'accompagnera d'une hausse de la production de 0,6 %, étant donné l'effet durable des crises sur l'activité réelle. Certes, la probabilité de crise ne peut être ramenée à zéro, mais la nouvelle réglementation amoindrira l'impact des chocs financiers, avec, à la clé, des exigences réglementaires correspondant mieux aux intérêts publics et privés. Cet effet proviendra, en partie, d'une diminution de la demande potentielle de liquidité exceptionnelle de banque centrale, ainsi que de l'aide apportée sous forme de programmes de soutien financés par le contribuable.

Quatrièmement, il est largement avéré que des banques mieux capitalisées peuvent réduire la volatilité de l'offre de crédit car elles sont plus résilientes face aux chocs. Comme le montrent Gambacorta et Mistrulli (2003), il peut en découler une moindre procyclicité des prêts. De fait, à long terme, le relèvement des niveaux de fonds propres obligatoires peut même dynamiser la croissance des prêts. Ainsi, pour un échantillon de banques allemandes, Buch et Prieto (2012) constatent qu'une augmentation de 1 % des fonds propres accroît le volume des prêts bancaires de 0,22 %. En d'autres termes, les banques

à fort levier ne disposent pas d'une capacité de bilan suffisante pour prêter. Tant Cecchetti (2014) que Cohen et Scatigna (2014) indiquent que les banques dont le ratio de fonds propres était élevé juste avant la crise ont continué d'afficher une forte progression de leurs prêts dans les années suivantes.

Enfin, tout surcoût supplémentaire généré par la réglementation n'a pas à être répercuté sur les emprunteurs. Les consommateurs ont, eux aussi, tout à y gagner. En imposant aux banques d'importance systémique des fonds propres plus substantiels, la réglementation fera diminuer la subvention implicite que cette catégorie de banques reçoit. Toutes choses égales par ailleurs, cela pourrait encourager la concurrence, tout particulièrement pour des prêts à la consommation simples et transparents. Cette situation devrait comprimer les marges sur les prêts, ce dont bénéficieront les consommateurs. Qui plus est, l'opportunité de mettre à profit ces gains favorisera l'essor du système financier dans les pays en développement, et, par là-même, contribuera à la croissance mondiale.

4| LES PROCHAINES ÉTAPES

Tout au long de ses discussions, le Comité de Bâle s'est attaché à permettre aux banques d'être suffisamment capitalisées et liquides pour couvrir leurs risques, sans pour autant compromettre leur fonction d'intermédiaires financiers. En d'autres termes, la prise de risques par les banques devrait être contrebalancée par un renforcement de leur bilan, de la surveillance prudentielle et de la transparence. Toutes les grandes normes ont fait l'objet d'une consultation publique, et le Comité de Bâle a procédé à des ajustements quand ceux-ci se justifiaient.

Sachant que l'introduction progressive des normes se poursuivra jusqu'en 2019, le Comité de Bâle continue de surveiller la mise en œuvre au niveau des autorités de contrôle et des banques, et se penche sur les effets de ces normes. Il veille en continu à l'équilibre entre sensibilité au risque, simplicité et comparabilité. Il va poursuivre ses travaux sur les évaluations selon une approche descendante (*top down*), afin d'examiner les interactions et la cohérence globale du cadre réglementaire.

Bâle III marque l'entrée dans une ère nouvelle, où les banques sont plus résilientes face aux chocs et où les superviseurs disposent de meilleurs outils pour contrôler la gestion des risques. Il convient de se méfier des arguments selon lesquels la réglementation est allée trop loin ou les coûts sont trop élevés. En réalité, le risque était sous-valorisé avant la crise, et, désormais, l'augmentation des coûts de réglementation le reflète plus précisément. De surcroît, les coûts de la prise de risque seront

supportés par ceux qui prennent ce risque. Il est de plus en plus admis que la stabilité financière procure des bienfaits considérables à la fois aux économies avancées et aux économies en développement. Contrairement à ce que croient certains, la réglementation ne consiste pas seulement à empêcher les banques de prendre des risques : elle a pour objectif ultime de promouvoir la stabilité et le bon fonctionnement des systèmes financiers, ainsi qu'une croissance économique durable.

BIBLIOGRAPHIE

Buch (C. M.) et Prieto (E.) (2012)

« Do better capitalized banks lend less? Long-run panel evidence from Germany », Université de Tübingen, *Working Papers in Economics and Finance*, n° 37.

Cecchetti (S. G.) (2014)

« The jury is in », *CEPR Policy Insight*, n° 76, décembre.

Cecchetti (S. G.), Kohler (M.) et Upper (C.) (2009)

« Financial crisis and economic activity », *NBER, document de travail*, n° 15379, septembre.

Cohen (B. H.) et Scatigna (M.) (2014)

« Banks and capital requirements: channels of adjustment », *BRI, document de travail*, n° 443, mars.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) (2010)

« An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements », août.

CBCB (2013a)

« Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book » (Programme d'évaluation de la concordance des réglementations – Second rapport du Comité de Bâle sur la concordance des réglementations s'agissant des actifs pondérés des risques dans le portefeuille de négociation), décembre.

CBCB (2013b)

« Basel III monitoring report », septembre.

CBCB (2014)

« Basel III monitoring report », septembre.

Diamond (D.) (1984)

« Financial intermediation and delegated monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, p. 393-414.

Gambacorta (L.) et Mistrulli (P. E.) (2003)

« Bank capital and lending behaviour: empirical evidence for Italy », *Banque d'Italie, Temi di discussione del Servizio Studi*, n° 486, Rome.

Government Accountability Office (GAO) (2013)

« Financial regulatory reform: financial crisis losses and potential impacts of the Dodd-Frank Act », février.

Laeven (L.) et Valencia (F.) (2013)

« Systemic banking crises database », *FMI, Economic Review*, vol. 61, n° 2.

Reinhart (C. M.) et Rogoff (K. S.) (2009)

« The aftermath of financial crises », *NBER, document de travail*, n° 14656, janvier.

Slovík (P.) et Cournède (B.) (2011)

« Macroeconomic Impact of Basel III », *Département des Affaires économiques de l'OCDE, document de travail*, n° 844.

Takats (E.) (2010)

« Cross-border bank lending to emerging market economies », *BRI background paper* dans « The global crisis and financial intermediation in emerging markets economies », *document*, n° 54.

En quoi un ratio de levier complémentaire peut-il améliorer la stabilité financière, les activités de prêt traditionnelles et la croissance économique ?

SHEILA C. BAIR

Présidente

Conseil du risque systémique

Stabilité financière et croissance économique sont complémentaires et ne s'excluent pas mutuellement. Un système financier stable favorise la prospérité et la croissance. Ainsi que la crise financière mondiale l'a montré, un système instable détruit de la valeur et dissuade les banques de prêter et de prendre des risques de manière prudente.

Cependant, comme l'a souligné l'économiste américain Hyman Minsky il y a plusieurs décennies, une phase prolongée de stabilité peut aussi devenir déstabilisante car l'optimisme du marché engendre davantage d'optimisme, l'emprunt appelle l'emprunt et, in fine, aboutit à une correction des prix et à l'effondrement du marché. Les cycles du crédit nous rappellent le risque de perte inhérent à l'activité financière et, partant, peuvent infléchir les décisions d'investissement et de prêt avec une bonne dose de vigilance et de prudence. Par conséquent, les pouvoirs publics devraient privilégier des systèmes financiers suffisamment résilients et qui puissent s'adapter pour fonctionner tout au long du cycle. Ces systèmes devraient recourir à des procédés simples et de bon sens pour tempérer l'excès d'optimisme lorsque la conjoncture est favorable, tout en veillant à ce qu'une solide capacité d'absorption des pertes et de prêt existe pendant les phases de ralentissement économique. Un ratio de levier complémentaire constituerait peut-être l'outil de stabilité financière le plus important à cet égard. Il s'agirait d'une simple exigence de levier appliquée en parallèle d'exigences de fonds propres fondées sur les risques afin d'améliorer la résilience, de renforcer la capacité d'absorption des pertes et de remédier aux lacunes du dispositif actuel fondé sur les risques.

Cette contribution montrera comment, s'il est conjugué à une approche fondée sur les risques, un ratio d'endettement supplémentaire, comme celui que viennent de finaliser les instances de réglementation financières aux États-Unis, peut soutenir les activités de prêt traditionnelles et apporter une capacité significative d'absorption des pertes et de prêt de sorte que le système financier puisse continuer de fonctionner pendant les phases de ralentissement.

1| LE RATIO DE LEVIER, UN OUTIL IMPORTANT POUR AMÉLIORER LA STABILITÉ DU SYSTÈME

Bien que l'instabilité financière puisse avoir de multiples origines (bulles et réévaluation des prix des actifs, risque géopolitique, défaillances opérationnelles), le levier est presque toujours en cause. Il affecte directement la propension, la rapidité et le degré de l'instabilité financière. Il amplifie également le choc causé par la faillite d'une institution financière. Si les investisseurs et les créanciers de cette dernière sont, eux aussi, fortement endettés, une seule faillite peut très rapidement déstabiliser le système. Comme l'a dit un jour Alan Greenspan, ancien président de la Réserve fédérale, « Tant qu'il y a de la dette, il y a un risque de faillite et de contagion »¹.

1|1 L'effet de levier est un élément essentiel du risque institutionnel et de la contagion financière

Non seulement il occupe une place primordiale dans la capacité d'une organisation à prendre des risques et à absorber des pertes, mais c'est aussi un vecteur déterminant de transmission du risque à d'autres institutions et sur les marchés financiers. Les pertes sont un aspect inévitable de l'intermédiation financière, mais leur impact varie fortement en fonction du levier de l'institution concernée. Face à des pertes équivalentes, non seulement une entreprise très endettée fera faillite plus rapidement qu'une entreprise peu endettée, mais sa faillite ou son risque de défaillance aura un impact systémique plus important car les pertes pourront

se transmettre à ses contreparties (y compris celles qui fournissent l'endettement). Si les contreparties recourent également massivement au levier, l'impact se propagera encore plus loin et plus profondément.

1|2 Le ratio de levier et la stabilité du système

Si l'on veut comprendre et atténuer le risque institutionnel et systémique, il est essentiel de mesurer et de limiter le levier. Un ratio de levier complémentaire peut réduire ces risques de plusieurs façons, notamment en compensant les importantes faiblesses inhérentes à l'actuel régime de fonds propres fondé sur les risques.

Les actuelles exigences de fonds propres fondées sur les risques instaurées par les accords de Bâle présentent plusieurs lacunes qui ont été amplement décrites². Les pondérations par les risques sont statiques et imparfaites. Elles ne sont pas impartiales, mais au contraire établies par les régulateurs ou par les institutions elles-mêmes (*via* des modèles internes). Dans les deux cas, elles souffrent de divers biais (notamment le comportement des actifs, comme ce fut le cas récemment), d'informations lacunaires et de l'impossibilité d'établir des prévisions économiques fiables. L'instauration de pondérations spécifiques peut également être influencée par des incitations politiques (destinées, par exemple, à favoriser la dette souveraine locale ou certaines institutions, qualifiées de « champions nationaux »). Il n'est pas surprenant que ce processus débouche souvent sur des règles complexes regorgeant d'exceptions et de niches qui peuvent avoir pour effet pervers d'inciter à acheter certains actifs privilégiés et conférer une illusion de sécurité parce que les régulateurs les ont qualifiés de « peu risqués ». Ces problèmes sont amplifiés dans les

1 Financial Times, entretien avec Alan Greenspan, 25 octobre 2013.

2 Cf. par exemple « Basel III: A well intentioned illusion », Thomas Hoenig, vice-président de la Federal Deposit Insurance Corporation, 9 avril 2013. <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/spapr0913.html> (« une norme de fonds propres qui fait appel à une pondération par les risques présente un problème intrinsèque : les pondérations reflètent les événements passés, sont statiques et ne tiennent généralement pas compte du jugement collectif que porte quotidiennement le marché sur le risque relatif des actifs. Elle introduit également dans le processus des intérêts politiques et particuliers qui influencent la pondération des risques des différentes classes d'actifs. Par conséquent, une catégorie d'actifs se trouve souvent artificiellement favorisée par rapport à une autre, ce qui réoriente les investissements et encourage le surinvestissement dans les actifs privilégiés. Ce processus a pour effet d'accroître le levier, de relever le profil de risque global de ces institutions et d'augmenter la vulnérabilité des différentes entreprises, du secteur et de l'économie dans son ensemble. Ce n'est pas un hasard si, par exemple, lorsque les standards bâlois ont assigné une pondération des risques d'à peine 7 % aux titres garantis par des créances (CDO) triple A ou une pondération tout aussi faible à d'autres actifs des portefeuilles de négociation des entreprises, les capitaux ont afflué vers ces instruments. Au fil du temps, les groupes financiers ont accumulé une proportion considérable de ces actifs dans leur bilan même lorsque les risques ont augmenté de façon exponentielle pour cette classe d'actifs. De même, l'attribution d'une pondération nulle à la dette souveraine a encouragé les banques à investir plus massivement dans ces titres. Elles ont ainsi à la fois sous-estimé le risque réel qu'ils présentaient et significativement contribué à son augmentation. L'attribution d'une pondération des risques moindre à certains actifs a permis à ces banques d'allouer moins de capital au financement de ces risques et à l'absorption des pertes imprévues, ce qui a gêné leur solvabilité »). Cf. également « A more prominent role for the leverage ratio in the capital framework », Jeremiah Norton, directeur de la Federal Deposit Insurance Corporation, 6 février 2013.

« approches avancées » qui permettent d'utiliser les modèles internes des institutions pour déterminer le niveau des fonds propres réglementaires³.

L'ajout d'un ratio de levier simple et solide peut éviter nombre de ces problèmes. Un ratio de levier est plus facile à comprendre, comparable d'une entreprise à une autre et difficile à « manipuler ». Il améliore considérablement la transparence sur le marché s'agissant du risque que présente une entreprise et permet aux investisseurs et aux contreparties de comparer des éléments effectivement comparables dans le cas d'institutions complexes et de grande taille. Cette approche offre des avantages considérables par rapport aux normes actuelles fondées sur les risques, et en particulier par rapport à l'approche fondée sur les notations internes qui produit, comme le Comité de Bâle le reconnaît lui-même, des évaluations très variables du risque pour des institutions présentant des portefeuilles similaires⁴.

1|3 Des exigences de fonds propres strictes soutiennent l'activité de prêt classique

Pour certains, le durcissement des restrictions relatives au levier fera reculer l'activité de prêt classique. Or, c'est l'inverse qui est le plus probable. Comme le soulignait Mervyn King, à l'époque où il était gouverneur de la Banque d'Angleterre, « *ceux qui pensent qu'un relèvement des niveaux de fonds propres obligatoires restreindra nécessairement l'activité de prêt se trompent. C'est l'inverse : l'insuffisance de fonds propres limite l'activité de prêt. C'est pourquoi certaines de nos*

*banques les plus faibles compriment leur bilan. Les fonds propres soutiennent le prêt et apportent de la résilience. Et, sans système bancaire résilient, il sera difficile d'alimenter la reprise*⁵ ».

Le relèvement des exigences relatives au levier favorise le prêt classique pour plusieurs raisons. Il réduit les effets artificiels (et pervers) créés par les exigences de fonds propres fondées sur les risques qui incitent les entreprises à se lancer dans des financements synthétiques au détriment du prêt classique. Les règles actuelles appliquent déjà une « décote » significative aux activités classiques telles que le prêt commercial et le prêt à la consommation, alors qu'elles prévoient une décote plus faible, voire nulle, pour les activités financières plus exotiques comme les dérivés, le financement sur le marché des pensions ou l'achat de dette souveraine. En bref, le régime actuel fondé sur les risques constraint ces institutions à détenir plus de fonds propres pour des prêts classiques que pour nombre d'instruments exotiques, lesquels s'en trouvent favorisés au détriment du prêt classique. Un ratio de levier robuste ne ferait pas de différence entre ces types d'actifs, ce qui permettrait de rééquilibrer les incitations, et d'accroître le prêt classique en réduisant une partie des avantages pervers qu'entraîne, dans le dispositif actuel, la détention des autres types d'actifs.

Le relèvement du ratio de levier renforcerait la résilience des établissements financiers (et du système) pendant les phases de ralentissement, et leur permettrait de continuer à prêter pendant les périodes de tensions économiques. Limiter le levier joue un rôle encore plus important lors d'une crise. Tandis que les établissements fortement endettés font faillite, ou doivent comprimer

3 Cf. par exemple, la lettre adressée par le Conseil du risque systémique (Systemic Risk Council) au Comité de Bâle concernant la note de discussion sur la simplification de la réglementation, 15 octobre 2013, www.systemicriskcouncil.org. (Le SRC exprime « ses vives inquiétudes à propos de la volonté persistante des régulateurs d'autoriser ces institutions gigantesques à se servir de leurs modèles de risques internes pour abaisser leur minimum de fonds propres réglementaires. Non seulement ces modèles ne fonctionnent généralement pas lors d'une crise (précisément au moment où l'on a le plus besoin du capital social pour absorber les pertes), mais leur utilisation à des fins prudentielles contribue significativement à la complexité et aux incertitudes du marché [...] Par conséquent, nous pensons que les régulateurs devraient arrêter d'utiliser les modèles internes pour pondérer les actifs en fonction du risque aux fins du calcul des fonds propres [...] Les minimums de fonds propres ne doivent être rien d'autre qu'un minimum. Si les modèles internes identifient des risques supplémentaires qui nécessitent davantage de fonds propres, les entreprises devraient être tenues de lever davantage de capital. La direction, les conseils d'administration, les vérificateurs, les investisseurs et les contreparties doivent pouvoir s'appuyer sur une valeur minimale de référence, qui soit objective et claire »).

4 Cf. par exemple, le rapport au G20 sur des mesures visant à atténuer la variabilité excessive des ratios de fonds propres réglementaires d'une banque à l'autre (Reducing excessive variability in banks' regulatory capital ratios), novembre 2014, <http://www.bis.org/bcbs/publ/d298.pdf>

5 « A Governor looks back – and forward », Sir Mervyn King, gouverneur de la Banque d'Angleterre, 13 juin 2013, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech670.pdf>. Cf. également « Monetary policy – many targets, many instruments. Where do we stand? », Mervyn King, 16 avril 2013, <http://www.bis.org/review/r130417c.pdf> (« [...] qu'importe le volume de liquidité qui est injecté dans le système bancaire, l'activité de prêt et l'économie ne se redresseront pas si le système bancaire n'est pas suffisamment capitalisé et souffre d'un levier excessif. C'est pourquoi le Comité de politique financière de la Banque d'Angleterre insiste sur la nécessité que les banques britanniques les plus faibles lèvent des capitaux. Il n'est donc pas surprenant que les banques les mieux capitalisées du Royaume-Uni développent leur activité de prêt, tandis que celles qui sont faiblement capitalisées la contractent »); cf. également « Safe banks need not mean slow economic growth », Thomas Hoenig, vice-président, Federal Deposit Insurance Corporation, Financial Times, 19 août 2013.

considérablement leurs prêts, ce qui alimente la crise, les établissements bien capitalisés/ faiblement endettés peuvent en profiter pour entrer en scène et proposer des crédits, ce qui atténue la crise.

2| UN SOLIDE RATIO DE LEVIER LIMITERA LES INCITATIONS ARTIFICIELLES À L'INTERCONNECTIVITÉ ET LE FINANCEMENT À COURT TERME SUR LE MARCHÉ DES PENSIONS

Deux des aspects les plus problématiques du cadre prudentiel actuel fondé sur les risques résident dans les faibles pondérations assignées, d'une part, aux opérations de pension et, d'autre part, aux prêts entre institutions financières. Par conséquent, la prépondérance des ratios de fonds propres fondés sur les risques a pour effet pervers d'inciter les institutions financières à se prêter les unes aux autres, en particulier à court terme sur le marché des pensions. Or, le recours excessif des institutions financières à ce marché s'est révélé extrêmement déstabilisant pendant la crise. Malheureusement, pour se financer, les grandes institutions financières continuent de recourir à l'excès aux opérations de pension et à d'autres formes de prêts de « gros » à court terme entre elles, et les règles de fonds propres fondées sur les risques les incitent toujours à le faire. Un relèvement des exigences de levier rééquilibrerait les incitations de manière à ce que les institutions choisissent le financement par l'emprunt, à plus long terme et plus stable, auprès de contreparties non financières, au lieu de s'accorder mutuellement des prêts à court terme.

Un financement de long terme auprès d'un éventail plus vaste de créanciers non financiers peut contribuer à éviter que des chocs à court terme ne se transforment en problèmes systémiques beaucoup plus étendus. Ce type de financement ne peut pas donner lieu à une « ruée des investisseurs ». Les créanciers sont bloqués jusqu'à la maturité de leurs investissements, ce qui laisse aux gestionnaires et aux régulateurs une marge de manœuvre plus grande pour réagir face à des perturbations inattendues ou à d'autres « chocs » touchant le système financier.

3| UN SOLIDE RATIO DE LEVIER AMÉLIORERAIT LA CAPACITÉ D'ABSORPTION DES PERTES ET RÉDUIRAIT LE RISQUE DE CRÉDIT

Tandis qu'un relèvement du ratio de levier peut contribuer à accroître le montant total des fonds propres, et la capacité d'absorption des pertes, dans ces grandes institutions complexes (ce qui est une très bonne chose), il peut aussi contribuer à atténuer les corrélations et à améliorer la « diversité » du marché/des actifs. Comme elles privilégièrent certaines classes d'actifs (vers lesquelles les institutions migrent naturellement pour paraître mieux capitalisées), les règles de fonds propres actuelles peuvent entraîner une concentration sur des positions identiques (*crowded-trades*) et la détention d'actifs corrélés. Par conséquent, si une classe d'actifs privilégiée subit un choc, ce dernier risque de toucher simultanément nombre de ces institutions, si ce n'est toutes. De même, si l'une de ces institutions est contrainte de liquider ces actifs, la liquidation aura une incidence sur la valeur des actifs de toutes les autres entreprises, ce qui propagera le choc et réduira la capacité d'absorption des pertes de ces fonds propres.

Nous avons clairement constaté ce phénomène avec les titres adossés à des créances hypothécaires avant et pendant la crise financière. Avant la crise, les règles de fonds propres fondées sur la pondération en risques obligaient les institutions financières à conserver beaucoup plus de fonds propres pour des créances hypothécaires classiques que pour des titres adossés à ces créances. Cette exigence reposait sur l'idée fausse, mais historiquement cohérente, selon laquelle les titres adossés à des créances étaient « sûrs ». Ce type d'incitations a alimenté la croissance du marché de la titrisation, et, en conséquence, de nombreuses méga-institutions et d'autres établissements se sont retrouvés avec d'importants portefeuilles de ce type d'actifs. Lorsque le marché s'est retourné, les institutions en difficulté qui détenaient ces actifs en grande quantité ont été contraintes de les vendre en vue de lever des fonds pour répondre à la demande de liquidité, ce qui a encore accentué les tensions à la baisse sur le prix des actifs. D'autres entreprises, en meilleure santé, ont été touchées, propageant le risque⁶.

⁶ Pour agraver la situation, comme ces actifs traditionnels se trouvaient désormais dans des instruments hors bilan et des fonds fiduciaires complexes, ils étaient devenus encore plus difficiles à isoler lorsque les difficultés sont survenues.

Le ratio de levier permet d'éviter ce problème. Étant donné qu'il traite tous les actifs de la même façon, il atténue certains des avantages artificiels produits par l'acquisition de classes d'actifs privilégiées dans le cadre du dispositif fondé sur les risques. Il fournit, pour ainsi dire, une « protection » (*hedge*) contre les erreurs d'évaluation des risques que peuvent commettre les régulateurs. Si l'Europe avait eu un solide ratio de levier, les banques européennes auraient été bien moins tentées d'investir massivement dans la dette souveraine, ce qui a eu des conséquences désastreuses pour le secteur bancaire européen. De même, si le ratio de levier avait été plus élevé aux États-Unis, les banques auraient moins été incitées à investir dans les titres adossés à des prêts hypothécaires (MBS). Un ratio de levier solide force en effet les institutions à prendre d'elles-mêmes de meilleures décisions (plus adaptées à leur profil) concernant l'arbitrage entre risque et rendement. Il accroît la diversité des actifs entre les entreprises, améliore la capacité d'absorption des pertes et limite les corrélations lorsque des chocs surviennent, et frappent en particulier des classes d'actifs « privilégiées ».

4| LA MEILLEURE SOLUTION CONJUGUE RÈGLES RELATIVES AU LEVIER ET SOLIDES EXIGENCES FONDÉES SUR LES RISQUES

Selon ses détracteurs, un ratio de levier aurait pour effet pervers d'inciter les banques à rechercher des actifs à risque et rendement plus élevés. Or, pour y remédier, il suffit de le compléter par un système standardisé de pondération des risques.

La pondération des risques, qui remplacerait les modèles internes, devrait être déterminée par les régulateurs, et non par les banques, et reposer sur un jugement éclairé ainsi que sur des analyses solides. Elle devrait être à l'abri de toute ingérence politique ou de toute volonté d'un gouvernement d'attirer les capitaux vers certaines classes d'actifs, comme l'immobilier résidentiel ou la dette souveraine. Le processus de détermination d'un minimum de fonds propres fondé sur les risques devrait lui aussi demeurer fluide, et s'inscrire dans un cadre international reconnaissant l'aptitude des régulateurs nationaux à changer la pondération des risques

(c'est-à-dire à relever les exigences de fonds propres) si le jugement et l'expérience le justifient.

Étant donné que chaque approche remédie aux lacunes potentielles de l'autre, le mieux est d'utiliser les deux approches en tandem. En outre, contrairement à ce que certains ont pu suggérer, le fait que les ratios de levier proposés constitueront une règle contraignante pour la plupart des institutions auxquelles ils s'appliquent n'est pas une raison pour les assouplir. Au contraire, c'est une raison de revoir en profondeur les exigences de fonds propres fondées sur le risque et de les renforcer. En effet, celles-ci autorisent actuellement des niveaux de levier excessifs, car elles peuvent être manipulées (ou « optimisées » pour reprendre le jargon du secteur) grâce à l'ajustement des modèles internes ou au basculement de ressources supplémentaires sur des classes d'actifs privilégiées.

5| UN SOLIDE RATIO DE LEVIER SE TRADUIRA PAR UN NIVEAU DE CAPITALISATION ADÉQUAT, QUE LA CONJONCTURE SOIT BONNE OU MAUVAISE

Les régulateurs autorisent toujours les grandes organisations bancaires à utiliser des modèles internes pour pondérer leurs actifs en fonction du risque aux fins du calcul du ratio de fonds propres. Cette pratique a non seulement pour effet pervers d'inciter la direction à manipuler les modèles afin d'améliorer le ratio de fonds propres (alors que ces modèles sont censés servir à gérer les risques), mais elle introduit aussi une forte procyclicité dans les niveaux de fonds propres. Ainsi, lorsque la conjoncture est favorable, le risque affiché est faible (ce qui entraîne un besoin moindre en fonds propres réglementaires) et, en période de difficultés, le risque calculé augmente considérablement lorsque les taux de défaut et d'impayés montent en flèche. Cette situation exige un relèvement du niveau des fonds propres, ce qui contraint les banques à accorder moins de prêts, limite la disponibilité du crédit et exacerbe les tensions dans l'économie réelle. Un ratio de levier atténue cette procyclicité. Il limite les incitations perverses en créant un seuil en-dessous duquel les fonds propres ne peuvent pas tomber, indépendamment de ce que

suggèrent les modèles bancaires. En outre, en évitant que les niveaux de fonds propres ne descendent trop bas lorsque la conjoncture est favorable, le ratio de levier évite aux banques d'avoir à relever fortement leur niveau de fonds propres en période de ralentissement de l'économie.

En 2010, reconnaissant le caractère procyclique des fonds propres calculés en fonction des risques, le Comité de Bâle a adopté des coussins de capital qui s'ajoutent aux exigences de fonds propres fondées sur les risques, en prévoyant que les banques seraient toutefois autorisées à utiliser ces coussins en période difficile (*i.e.* descendre en dessous des niveaux exigés en période non stressée). Cet outil permet aux banques de ne pas avoir à comprimer leurs bilans ou à lever des capitaux dans des conditions de marché défavorables. D'aucuns ont suggéré que les régulateurs devraient également ajouter au ratio de levier une obligation de coussin, qui pourrait être enfreinte en période de tension. Ce coussin est moins impératif pour un ratio de levier, car il ne permet pas aux fonds propres de baisser lorsque la qualité de crédit est élevée. Cependant, le ratio de levier comporte une part de procyclicité dans la mesure où il repose sur des évaluations comptables, et les actifs valorisés au prix du marché ont tendance à se déprécier rapidement en période de turbulences sur les marchés. Ce n'est pas un problème pour les banques commerciales traditionnelles dont les actifs sont essentiellement composés de prêts valorisés à la valeur comptable. C'est notamment ce qui explique que, pendant la crise financière de 2008 aux États-Unis, où le ratio de levier existe depuis longtemps, les prêteurs traditionnels bien gérés étaient nettement mieux à même de prêter que ceux qui effectuaient des activités de marché de grande ampleur. Toutefois, pour les banques détenant d'importants volumes d'actifs à des fins de négociation, il peut être judicieux d'ajouter un coussin au ratio de levier au-delà du minimum réglementaire.

6| ÉLABORER UN RATIO DE LEVIER EFFICACE

Il est toujours difficile de poser des bornes dans la réglementation et de défendre un chiffre plutôt

qu'un autre, proche mais différent. Cela étant, il faut que des bornes soient posées et, *in fine*, tout chiffre retenu doit reposer, dans une certaine mesure, sur un jugement prudent. D'après les recherches approfondies menées sur les banques qui ont connu des difficultés pendant la crise, le ratio de levier est bien plus révélateur de la santé financière d'une institution que son ratio de fonds propres fondé sur les risques⁷.

6|1 Un minimum de 8 %

Afin de se conformer à l'objectif international de relèvement des niveaux de fonds propres pour les institutions financières d'importance systémique, les régulateurs mondiaux devraient envisager, pour les plus grandes institutions complexes, un ratio de levier substantiellement plus élevé que les 3 % prévus par Bâle III. Aux États-Unis, les régulateurs financiers viennent de finaliser un projet de levier complémentaire pour ces entreprises, et il s'agit là d'une amélioration significative. Cependant, dans l'idéal, le levier autorisé pour ces institutions (aux États-Unis et ailleurs) ne devrait pas dépasser 12 contre 1, soit un ratio minimum d'environ 8 %, et, effectivement, le ratio pourrait être fixé à plus du double, en fonction des résultats des recherches disponibles.

De surcroît, afin de protéger les déposants et les contribuables, les holdings devraient servir de « facteur de résistance » pour leurs filiales (et pour les clients et les marchés qu'elles servent). Selon l'approche retenue aux États-Unis, le ratio de levier serait de 6 % pour les filiales des institutions de dépôt, et de 5 % pour la *holding*. C'est là une source de faiblesse. Si le ratio de levier de la *holding* a été établi à un niveau inférieur à celui de la banque, la *holding* sera moins à même de servir de facteur de résistance pour la banque. Lorsque les filiales bancaires couvertes par un conglomérat financier représentent une grande part des actifs de la *holding*, avec un ratio minimum plus faible pour l'entité consolidée, la banque subventionnera un levier excessif dans des filiales non bancaires. Par exemple, si 80 % des actifs consolidés de l'entité se trouvent

⁷ Cf. « Financial crisis highlights need to improve oversight of leverage at financial institutions and across system », GAO-09-739, Washington D.C juillet 2009, « Calibrating regulator minimum capital requirements and capital buffers: a top-down approach », Comité de Bâle, Bâle, Suisse, octobre 2010, et « Is Basel II enough? The benefits of a leverage ratio », discours de Philip M. Hildebrand, Londres, 15 décembre 2008.

dans la banque assurée, et que le ratio minimum de cette dernière est de 6 %, les filiales non bancaires peuvent conserver un ratio de fonds propres d'à peine 2 % sans pour autant compromettre la conformité du groupe à la règle des 5 %. Même lorsque la banque couverte représente un pourcentage plus faible des actifs consolidés, le ratio de fonds propres minimum du groupe devrait être au moins égal à celui de la banque.

Comme nous l'avons observé pendant la crise, les grandes institutions financières présentant la plus faible base de dépôts assurés ont été les plus susceptibles de rencontrer des difficultés. En effet, leurs vastes portefeuilles de négociation de titres et de dérivés se sont retrouvés brusquement et massivement exposés à des pertes et ces établissements dépendaient à l'excès du financement interbancaire à court terme. Pour stabiliser le système, les pouvoirs publics ont été contraints de prendre des risques considérables pour que ces institutions puissent continuer à se financer.

6|2 Une norme indépendante/complémentaire

Pour qu'ils soient efficaces, le ratio de levier et le ratio fondé sur les risques doivent impérativement demeurer indépendants. L'introduction de critères « fondés sur les risques » réduirait l'efficacité du ratio de levier en contrepoint aux règles fondées sur les risques. Ainsi, d'aucuns préconisent d'exclure la dette souveraine du dénominateur du ratio de levier, au motif que ces titres sont exempts de risque de crédit et ne devraient par conséquent pas être inclus. Ce serait une erreur, pour plusieurs raisons.

- Si certaines dettes souveraines sont souvent considérées comme exemptes de risque de crédit, elles n'en comportent pas moins d'autres risques (risque de taux d'intérêt ou risque de liquidité) qui sont importants pour les investisseurs, les contreparties et les régulateurs. Si l'on inclut tous les actifs dans le ratio de levier, les marchés auront une idée bien plus précise de la taille et du profil de risque véritables de l'entreprise. Si l'on n'en tient pas compte, c'est la transparence qui en pâtit.

- Si l'on exclut la dette souveraine, les entreprises sembleront moins endettées qu'elles ne le sont réellement, ce qui abaissera le volume de fonds propres qu'elles seraient tenues de détenir. Ceux qui se fondent sur ce ratio incorrect auront donc un faux sentiment de sécurité, et ceux qui veulent connaître précisément la situation financière de l'entreprise en question se sentiront fondés d'ignorer ce ratio.

- Toute lacune présente dans le ratio de levier ne fera que renforcer les incitations à l'arbitrage qui existent déjà dans l'approche fondée sur les risques. Le but du ratio de levier est de pallier les faiblesses inhérentes au dispositif fondé sur les risques, et non de les amplifier. Les approches fondées sur les risques incitent déjà à investir dans plusieurs classes d'actifs que « préfèrent » les régulateurs (en particulier la dette souveraine). Le ratio de levier devrait permettre de contrer ces incitations grâce à un critère simple et distinct qui s'applique à tous les actifs.

7| CONCLUSION

Le Comité de Bâle a eu le mérite de reconnaître la nécessité d'un ratio de levier et de l'établir à au moins 3 %⁸. Même si elle représente une amélioration significative, la nouvelle norme de Bâle reste nettement inférieure aux exigences instaurées par le nouveau dispositif de ratio de levier complémentaire (*supplementary leverage framework*) aux États-Unis. En conséquence, le régime de fonds propres de Bâle demeure fragile et trop tributaire de la pondération des risques et des modèles internes. Forts de l'expérience de la crise financière de 2008, les régulateurs devraient fixer un ratio d'au moins 8 % pour les institutions recevant des dépôts comme pour leur *holding*. Étant donné qu'il s'agirait là d'une hausse substantielle par rapport aux exigences actuelles, les régulateurs pourraient prévoir une période de transition de plusieurs années. Un ratio de levier solide peut améliorer significativement la stabilité du système et la capacité de prêt des institutions. J'espère que les régulateurs du monde entier adopteront des règles rigoureuses pour atteindre ces objectifs.

⁸ Cf., par exemple, « Bâle III : ratio de levier et exigences de publicité », Comité de Bâle, janvier 2014, http://www.bis.org/publ/bcbs270_fr.pdf.

Comment faciliter l'accès des entreprises européennes au crédit bancaire ?

PHILIPPE DE FONTAINE VIVE

Vice-président

Banque européenne d'investissement

Depuis la crise, les exigences en fonds propres et la forte dégradation de la qualité des actifs au bilan des banques limitent la capacité de nombreux établissements à prêter à des secteurs relativement risqués, comme les petites et moyennes entreprises (PME) et les jeunes entreprises innovantes. L'abondance de liquidité ne peut guère, à elle seule, stimuler l'activité de prêt tant que les questions relatives à la demande et aux bilans bancaires ne seront pas traitées. À plus long terme, avec l'augmentation de la demande, l'offre insuffisante de crédit bancaire pourrait à l'évidence freiner fortement la reprise. Pour améliorer l'accès des entreprises au crédit bancaire, il convient de lancer différentes initiatives qui redonneront aux banques la capacité de prêter et de prendre des risques. D'un côté, il faut déployer des efforts concertés pour faciliter la résolution ou la cession par les banques des actifs en difficulté. De l'autre, il faut mettre en place des mesures qui favorisent une allocation optimale des risques liés à l'activité de prêt aux entreprises, afin d'éviter que les banques ne les supportent en intégralité. Le développement de mécanismes de garantie du crédit (MGC) et les initiatives visant à redynamiser le marché européen de la titrisation permettraient aux banques de libérer du capital réglementaire dont elles pourraient se servir pour prêter à nouveau. Le présent article détaille le rôle actuel du Groupe Banque européenne d'investissement, et celui qu'il pourrait jouer à l'avenir en tant qu'investisseur européen de premier plan en matière de garanties de crédit, de titrisation des prêts aux PME et de capital-investissement dans les PME et les entreprises de taille intermédiaire.

En Europe, le crédit bancaire joue un rôle déterminant dans le financement des entreprises, bien plus que dans d'autres économies avancées, comme les États-Unis. Ce rôle va de pair avec l'importance des petites et moyennes entreprises (PME) dans les économies européennes. Pour la plupart des PME, les banques constituent la seule forme accessible de financement externe.

Toutefois, depuis la crise, les exigences en fonds propres et une profonde dégradation de la qualité des actifs inscrits au bilan des banques limitent la capacité de nombreux établissements à prêter à des secteurs relativement risqués comme les PME. De fait, le crédit bancaire aux sociétés non financières (SNF) stagne dans toute l'Europe, et seule la faiblesse persistante de la demande vient atténuer les effets de cette insuffisance de l'offre de crédit. Il importe donc de comprendre en quoi la situation du secteur bancaire risque de freiner la reprise.

La création de l'Union bancaire constitue une avancée majeure vers la création de secteurs bancaires européens forts, efficents et résilients. Comme nous avons déjà pu le constater, la mise en place de l'Union bancaire a déjà encouragé la recapitalisation, lorsque c'était nécessaire, et atténué les incertitudes sur l'état de santé du secteur. Mais si les banques européennes ne semblent plus constituer une source majeure de risque, leur capacité à prendre des risques en prêtant aux entreprises est compromise, en particulier à cause de la proportion élevée de créances douteuses et du volume de capital réglementaire qu'elles nécessitent.

Un ensemble de stratégies doit être déployé si l'on veut surmonter ce problème. On peut commencer par faciliter l'assainissement des bilans bancaires, pour libérer de l'espace pour de nouveaux prêts, mais cela prendra du temps. Parallèlement, on peut aussi favoriser une allocation plus efficiente des risques dans le secteur financier, afin que les économies européennes ne soient plus autant tributaires de la capacité des banques à prendre des risques. Les mécanismes de garantie du crédit (MGC), qui permettent aux investisseurs publics et privés d'investir dans le risque lié aux PME restent encore sous-employés. Enfin, le développement d'une titrisation de qualité faciliterait, lui aussi, le partage des risques liés à l'activité de prêt aux PME avec les investisseurs opérant sur les marchés de capitaux, et permettrait d'accroître la capacité de prêt des banques.

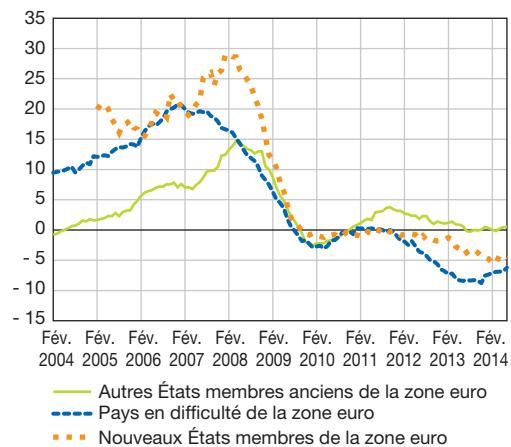
1| STAGNATION DES PRÊTS AUX ENTREPRISES EUROPÉENNES

Dans l'Union européenne (UE), la croissance des prêts bancaires aux SNF a ralenti depuis 2011, jusqu'à devenir nettement négative dans de nombreux pays. La crise financière mondiale a porté un brusque coup d'arrêt à la forte croissance du crédit aux SNF. Ces prêts se sont tassés en 2011, après un léger rebond, et se contractent depuis lors sensiblement dans les pays de la zone euro les plus touchés par la crise, ainsi que dans les nouveaux États membres. Dans le reste de la zone euro, la croissance du crédit est désormais nulle, de même que dans les nouveaux États membres de l'UE hors zone euro (cf. graphique 1). Actuellement, on n'observe guère de signes de reprise du crédit bancaire aux SNF.

L'atonie de la demande est la principale cause de la faible croissance du crédit dans l'UE. Selon les prévisions, dans un avenir proche, l'activité économique devrait rester faible dans la plupart des États membres. Avec des taux d'utilisation des capacités de production déjà bas, les entreprises hésitent, à juste titre, à investir, ce qui pèse sur la demande de crédit. En outre, les niveaux d'endettement élevés dans certains secteurs et pays poussent au désendettement, ce qui comprime encore davantage la demande de crédit.

Graphique 1
Croissance du crédit aux SNF dans l'UE

(en glissement annuel, %)



Note : Les « pays en difficulté de la zone euro » sont Chypre, l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal.

Source : Banque centrale européenne (BCE).

Si la faiblesse de la demande est pour partie responsable de la stagnation du crédit en zone euro, il convient de prendre également en compte l'impact des contraintes qui pèsent sur l'offre. Ces dernières limitent en effet la capacité des banques à répondre à la faible demande observée actuellement et pourraient faire obstacle à la reprise lorsque la demande de crédit repartira à la hausse.

Les résultats de l'examen de la qualité des actifs (*asset quality review* – AQR) mené à l'automne dernier confirment les progrès réalisés ces dernières années par les banques de la zone euro pour assainir et consolider leurs bilans. Sur l'ensemble de l'UE, les banques ont allégé leurs bilans de quelque 5 000 milliards d'euros, soit plus de 10 %, depuis mai 2012 (cf. graphique 2). La diminution des actifs pondérés des risques (*risks-weighted assets* – RWA) a été plus forte encore que celle du total des actifs. Sous l'effet de l'évolution de la structure de la demande de crédit et des efforts qu'elles ont déployés pour sortir certains risques de leurs bilans afin de satisfaire aux nouvelles exigences de fonds propres, les banques sont passées d'activités de prêts aux entreprises, à forte intensité capitalistique, à des activités de prêts souverains moins consommatrices en fonds propres.

La diminution des actifs pondérés des risques conjuguée à des émissions importantes d'actions et d'autres instruments ainsi qu'aux plus-values dégagées sur les cessions d'actifs ont renforcé le capital des banques. De 2010 à fin 2013, le ratio de fonds propres de catégorie 1 (*Tier one*) des banques de l'UE a progressé

de 2,6 points de pourcentage, passant de 11 % à 13,6 % (cf. graphique 3). Les banques de l'UE sont donc désormais à même de satisfaire aux ratios minimums de fonds propres fixés par Bâle III pour 2019. Parallèlement, une politique monétaire accommodante garantit l'accès à une liquidité abondante à l'ensemble du système bancaire de la zone euro.

Les banques de l'UE semblent donc raisonnablement solides. Cependant, des faiblesses et des zones d'incertitude demeurent. Premièrement, la rentabilité reste faible. Même si les banques sont mieux à même d'absorber les chocs grâce à un certain désendettement et à une moindre exposition aux risques, la diminution de la taille de leur bilan et un moindre recours aux effets de levier sont également synonymes de baisse de la rentabilité. Pour renouer avec une rentabilité pérenne, nombre d'entre elles devront relever leurs marges d'intermédiation sur les prêts et revoir leur modèle économique¹. Si elles ne peuvent pas relever leurs tarifs, la croissance du crédit risque d'être entravée et le coût d'emprunt risque d'augmenter pour les SNF.

Deuxièmement, la forte augmentation du ratio des créances douteuses, en particulier dans les pays en difficulté de la zone euro, fait douter de la qualité des actifs, et réduit la capacité des banques à proposer de nouveaux prêts aux entreprises. Selon une analyse récemment effectuée par la Banque européenne

Graphique 2 Total des actifs des IFM, ensemble de l'UE

(en milliers de milliards d'euros)

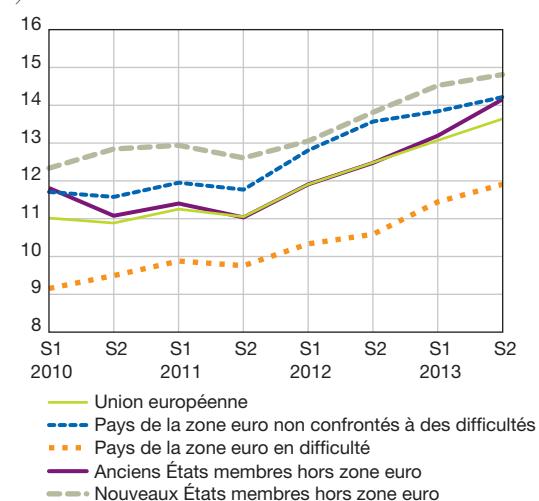


Source : BCE.

¹ Cf. FMI (2014), *Rapport mondial sur la stabilité financière*.

Graphique 3 Ratio de fonds propres de catégorie 1

(en %)



Source : BCE.

d'investissement (BEI), une augmentation d'un point de pourcentage du ratio des créances douteuses comprimerait les prêts nets d'environ 0,8 point. Pour que l'économie réelle bénéficie d'une offre de crédit suffisante, en particulier une fois que l'activité économique aura redémarré, il sera impératif que les banques soient en mesure de comptabiliser et d'engager la résolution ou la cession de leurs créances douteuses.

2| VERS UNE ALLOCATION PLUS EFFICIENTE DU RISQUE : GARANTIES ET TITRISATION

Malgré les efforts incessants déployés pour résoudre le problème des créances douteuses, la capacité de nombreuses banques européennes à prendre des risques et à prêter est susceptible d'être entravée pendant un certain temps encore ; nous devons donc aussi examiner les solutions qui permettent de diversifier les sources de financement et de rendre l'allocation des risques plus efficiente.

Pendant la crise, les marchés de capitaux ont, dans une certaine mesure, offert une alternative au crédit bancaire en atténuant les contraintes pesant sur le crédit, en particulier pour les grandes entreprises. L'émission nette d'actions et d'obligations par les SNF est restée

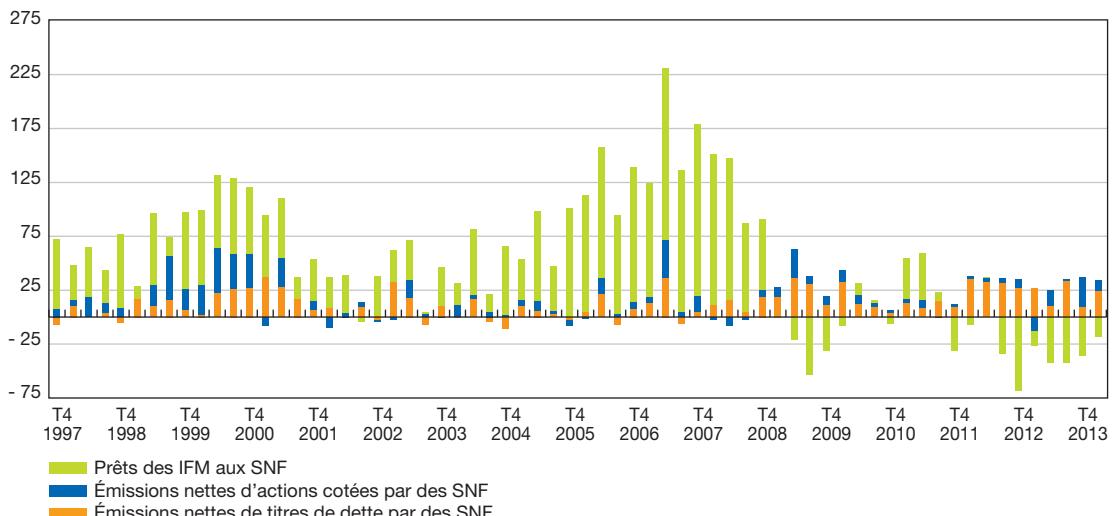
positive pendant la majeure partie de la crise, la part des obligations dans la dette des entreprises passant de 7,5 % en 2008 à 11,5 % à la fin de 2013. Ces sources de financement alternatives n'ont toutefois pas compensé le recul du crédit bancaire (cf. graphique 4). L'effet de substitution s'est produit uniquement dans les pays dont les marchés de capitaux étaient déjà relativement bien développés avant la crise.

Dans une situation où le durcissement des exigences en fonds propres imposées aux banques risque de renchérir le coût du financement bancaire et de comprimer structurellement l'offre de crédit, favoriser le développement de marchés obligataires et d'actions plus actifs, en complément de l'offre bancaire, pourrait apporter des bénéfices considérables en termes de résilience du système et de coûts. Cependant, il importe de souligner les limites de cette source de financement dans le contexte européen. Le grand nombre d'entreprises de petite taille limite la portée des instruments de marché, lesquels prennent généralement mal en compte l'asymétrie de l'information et présentent des coûts fixes significatifs.

Les mécanismes de garantie du crédit comptent aussi parmi les instruments qui permettent une allocation plus efficiente des risques et améliorent la capacité des banques à prendre des risques. Ils apportent une garantie partielle sur les prêts car ils couvrent une part du risque de défaut, contre rémunération. Ils

Graphique 4
Autres sources de financement des SNF

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

servent principalement à faciliter l'accès des PME aux financements. Si les banques hésitent souvent à accorder des crédits non garantis aux PME, y compris assortis de taux d'intérêt élevés, c'est notamment parce qu'il est très coûteux de s'informer sur la véritable qualité de crédit des petites et/ou des jeunes entreprises. Par conséquent, les PME n'obtiennent parfois pas les financements dont elles ont besoin, même pour des projets économiquement et financièrement viables. Les MGC permettent de remédier à ce problème.

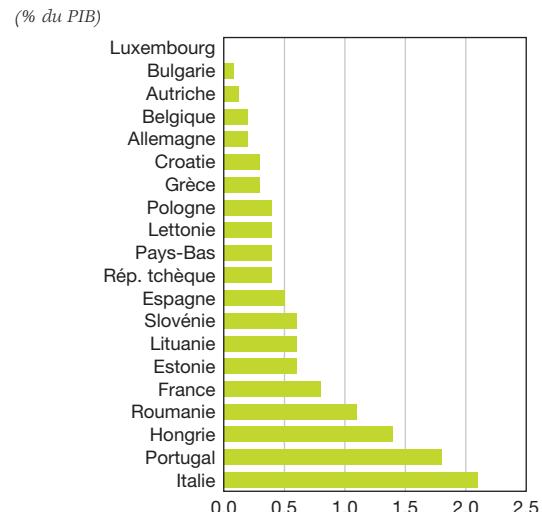
Les MGC peuvent également jouer un rôle important dans le cadre d'une politique contracyclique. En phase de ralentissement économique, les niveaux de fonds propres et de liquidité des banques sont généralement plus faibles, ce qui réduit l'accès au crédit de l'ensemble de l'économie. Parallèlement, la montée des incertitudes amplifie les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse déjà présents dans le crédit aux PME, tandis que le collatéral se déprécie. Tous ces facteurs ne font qu'exacerber le déficit de financement des PME. Par conséquent, l'intervention des pouvoirs publics pourrait permettre d'accroître la prospérité économique.

Le taux de croissance des garanties de crédit a été multiplié par plus de trois, en volume total, en 2008 et en 2009, avoisinant 25 % par an, contre 8 % durant la période qui a précédé la crise². Cette forte augmentation s'explique principalement par les mesures liées à la crise, qui ont représenté environ un tiers du total des activités de garantie en 2009. L'Italie, la France, l'Allemagne et l'Espagne sont les principaux marchés des garanties au sein de l'UE. Ces pays totalisent environ les trois quarts de l'encours de garanties.

La couverture par les MGC (cf. graphique 5) est actuellement comprise entre zéro ou un chiffre proche de zéro (Luxembourg, Bulgarie) et plus de 2 % du produit intérieur brut (Italie). Elle pourrait donc être sensiblement étendue dans de nombreux pays. Selon une enquête récemment menée par la BEI dans les pays de l'est et du sud-est de l'Europe dans le cadre de l'initiative de Vienne, l'offre de garanties de crédit aux PME est globalement inférieure à la demande dans la plupart de ces pays. Un appui au niveau européen permettrait de l'améliorer.

Pour le secteur bancaire européen, la titrisation de prêts constitue, elle aussi, un bon moyen de partager les risques et de renforcer ses capacités de prêt

Graphique 5
Encours des garanties de crédit



Source : Association européenne du cautionnement mutuel.

aux SNF, notamment aux PME. Le développement du marché des titres adossés à des actifs (*asset-backed securities – ABS*) en Europe pourrait améliorer l'efficience du secteur financier de cette région de plusieurs façons, au bénéfice des SNF :

- en partageant les risques, ce qui améliore la capacité à prendre des risques : la titrisation des prêts aux entreprises et aux ménages, qui seraient sinon illiquides, permet aux banques de transférer une partie des risques de leur bilan vers les investisseurs, libérant ainsi du capital réglementaire pour de nouveaux prêts aux SNF ; la titrisation des prêts aux entreprises et des crédits hypothécaires résidentiels contribue donc bien au partage des risques ;
- en réduisant la fragmentation des marchés : les ABS facilitent également les flux financiers transfrontières en direction des SNF ; ils sont ainsi susceptibles d'atténuer la fragmentation actuelle du marché interbancaire de la zone euro, car ils permettent de contourner une partie des risques qui sont associés aux banques en difficulté dans cette zone ;
- en rehaussant l'attrait des prêts aux SNF pour les banques : la titrisation des prêts aux SNF, notamment aux PME, pourrait améliorer l'attrait relatif de ces prêts pour les banques, car elle permet à ces dernières de partager plus spécifiquement les risques y afférents.

² Croissance des portefeuilles des membres de l'Association européenne du cautionnement mutuel (AECM).

En Europe, le marché de la titrisation est relativement étroit et fortement concentré. La titrisation des prêts aux PME est peu pratiquée. Le marché européen d'ABS représente environ un quart de celui des États-Unis. Il est concentré dans une poignée de pays (Allemagne, Pays-Bas ou Royaume-Uni) et dominé par les titres adossés à des crédits immobiliers (*residential mortgage-backed-securities* – RMBS), qui forment 60 % de son encours. Les titres adossés à des prêts aux PME, généralement mal notés, comptent pour 8 % de ce marché. L'Italie et l'Espagne totalisent à elles deux près de 60 % de l'encours de ces titres.

Plusieurs facteurs expliquent la taille plutôt restreinte du marché européen de la titrisation. La récession et la réputation acquise par les ABS après la crise financière mondiale ont pesé sur la demande des investisseurs pour cette catégorie de titres. La BCE fournissant des liquidités bon marché, l'émission d'ABS comme source de financement par le marché a perdu une grande partie de son intérêt à court terme. Des régimes d'insolvabilité nationaux divergents et peu efficents, ainsi que des normes d'information financière et d'évaluation du crédit hétérogènes freinent le développement de ce marché. Si une approche prudente de la titrisation est impérative, les récentes évolutions de la réglementation (Bâle III et Solvabilité II) découragent l'investissement dans les instruments de titrisation car, en les rendant trop coûteux en termes d'exigences de fonds propres par rapport à d'autres instruments, elles en limitent l'utilisation à des fins de liquidité. Dans ces conditions, il est plus intéressant pour les banques, et plus encore pour les compagnies d'assurance, de détenir un portefeuille de prêts aux PME que d'investir dans des titres adossés à ces prêts.

Si l'on veut mieux exploiter le potentiel de la titrisation, il est impératif de poursuivre l'harmonisation de la réglementation et d'adopter une approche plus ciblée en la matière. Parallèlement à l'harmonisation internationale des normes d'information financière, d'insolvabilité et de notation entre les différents pays, une approche réglementaire plus nuancée permettrait de relancer le marché européen de la titrisation. La prudence est de mise, en particulier concernant les ABS complexes qui ont été impliqués dans la crise financière mondiale. Cependant, la réforme de la réglementation, qui impose par exemple aux acteurs du marché de conserver une part du risque (*skin-in-the-game*) de manière à réduire l'aléa moral et l'asymétrie de l'information, permet déjà de remédier aux problèmes de qualité des ABS ; il convient par ailleurs d'éviter une réglementation excessive.

Le cadre réglementaire devrait, en particulier, opérer une distinction claire entre les différents produits de titrisation, selon leur qualité. Pour que ce marché puisse déployer tout son potentiel, il conviendrait de réduire les exigences en fonds propres pour les ABS de qualité, simples et transparents, et d'en autoriser plus largement l'utilisation en tant qu'actifs liquides. La réalisation d'investissements stratégiques par des institutions publiques pourrait également avoir un effet de catalyseur. Les institutions nationales et européennes pourraient servir de garants ou d'investisseurs stratégiques par le biais de structures de financement efficientes en termes de coûts, qui maximisent l'effet de levier des ressources privées et permettent un véritable transfert du risque aux investisseurs privés.

3| INTENSIFIER L'ACTION AU NIVEAU EUROPÉEN

La perspective d'une stagnation prolongée des prêts bancaires devrait susciter de vives inquiétudes. Depuis la crise, les règles relatives aux fonds propres et la profonde dégradation de la qualité des actifs au bilan limitent la capacité de nombreuses banques de prêter à des secteurs relativement risqués comme les PME et les jeunes entreprises innovantes. Si les entreprises européennes restent tributaires des prêts bancaires, et si les banques ne retrouvent pas leur pleine capacité à proposer les financements dont ces entreprises ont besoin, la reprise économique, déjà très fragile en Europe, se trouvera encore davantage menacée.

L'Europe a besoin de secteurs bancaires forts, efficents et résilients, ne fût-ce qu'en raison du nombre et de l'importance économique de ses PME. Si l'Union bancaire constitue une avancée majeure sur la voie de la résilience, il importe aussi d'améliorer la capacité des banques à prendre des risques et à accorder de nouveaux prêts.

Il faut non seulement aider les banques à assainir leur bilan, mais également rendre l'allocation des risques plus efficiente, en permettant aux banques de transférer une partie des risques liés aux prêts aux PME à un éventail plus large d'investisseurs. La solution peut passer par le développement des MGC, mais aussi par une titrisation de qualité en Europe, y compris lorsqu'elle est adossée à des prêts aux PME. Cette dernière donne en effet

aux acteurs des marchés de capitaux la possibilité d'investir directement dans le risque lié aux PME et intensifie le flux de crédits en direction de ce secteur économique vital.

Le Groupe BEI, composé de la BEI et du Fonds européen d'investissement (FEI), a un rôle important à jouer à cet égard. En effet, il figure parmi les premiers fournisseurs européens de fonds aux PME et aux entreprises de taille intermédiaire, ces dernières constituant l'une de ses priorités. Le Groupe BEI répond au besoin d'un accès continu de ces agents à des financements à un coût abordable :

- en proposant des produits spécifiques, dont des prêts, des prises de participation, des investissements mezzanine et des garanties ou contre-garanties ;
- en recourant à des intermédiaires très divers qui sont ses partenaires financiers sur les marchés locaux dans toute l'Europe. Il s'agit de banques classiques, de banques qui ont vocation à promouvoir le développement économique, de banques publiques, d'autres institutions financières, de sociétés de crédit-bail, d'organismes de microcrédit et de fonds de capital-investissement ;
- en apportant les bons financements à tous les stades de développement des entreprises, notamment du capital-risque d'amorçage et de démarrage des activités, des microcrédits, des prêts pour soutenir les investissements liés à la croissance, dans des actifs corporels et incorporels et les fonds de roulement ;
- en augmentant son volume d'activité, en diversifiant sa gamme de produits et en mobilisant des crédits bancaires complémentaires en faveur des PME.

La BEI consacre plus de 20 % de ses prêts à faciliter l'accès aux financements pour les PME et les ETI, ce qui est également l'objectif du FEI. En 2013, les prêts aux PME ont représenté 18,5 milliards d'euros, soit une hausse de 53 % par rapport à 2012. Le FEI, branche du Groupe BEI spécialisée dans le capital-risque, facilite l'accès des PME au crédit par le biais de garanties, d'opérations de titrisation et de prises de participation. En 2013, le FEI a consacré 1,8 milliard d'euros aux garanties et aux opérations de titrisation, ce qui inclut les fonds gérés dans le cadre d'initiatives conjointes avec la Commission européenne : CIP SMEG (mécanisme de garanties pour les PME du Programme-cadre pour la compétitivité

et l'innovation), JEREMIE (*Joint European Resources for Micro to Medium-sized Enterprises* – Ressources européennes conjointes pour les micro-entreprises et les PME) et l'IPR (instrument de partage des risques). Cette même année, il a accordé la somme record de 1,47 milliard d'euros à des fonds de capital d'amorçage, de capital-risque et de capital-développement.

Toutefois, il est également évident que l'ampleur des défis que doivent relever les entreprises européennes appelle une réponse encore plus forte sur de nombreux fronts. Cette réponse passe notamment par une réforme de la réglementation et par l'expansion des financements servant de catalyseurs qui permettront aux PME et aux ETI de surmonter leurs problèmes de financement et le scepticisme actuel des investisseurs s'agissant de leurs perspectives économiques.

C'est pourquoi le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS), créé par la BEI et la Commission européenne, comporte un « Guichet PME » de 5 milliards d'euros qui devrait permettre de soutenir environ 75 milliards d'euros d'investissements au total. Ce financement complète et élargit l'appui financier que le Groupe BEI apporte aux PME. Les produits financiers proposés offrent un volume moindre mais supportent un risque plus élevé, et vont des créances de premier rang à haut risque aux prises de participation. L'objectif est de développer des produits déjà inclus dans les mandats du FEI : ressources sur capitaux à risques, programme COSME (Programme pour la compétitivité des entreprises et des PME) et « InnovFin – Financement européen de l'innovation ». Ce dernier est un dispositif conjoint de la BEI et de la Commission européenne axé sur l'innovation et la recherche, depuis les PME jusqu'aux grands projets. Il englobe l'IPR, lequel fournit aux intermédiaires des garanties sur les prêts accordés à des PME innovantes.

Cette méthode, qui s'appuie sur des produits plus risqués susceptibles d'avoir un effet catalyseur plus important sur les financements et les investissements privés supplémentaires qu'ils stimulent, est capitale dans l'environnement économique actuel. Elle est adaptée aux défis que présente l'environnement de l'investissement, caractérisé par une liquidité abondante, mais aussi par un niveau d'incertitude élevé, par un manque de confiance des investisseurs dans l'avenir des entreprises européennes et par les difficultés du secteur bancaire européen à supporter le risque.

L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie

MARIE-LAURE BARUT
Direction des Opérations de marché
Banque de France

NATHALIE ROUILLET
Direction de la Stabilité financière
Banque de France

MARION SANCHEZ
Direction de la Stabilité financière
Banque de France

La crise financière a mis en évidence les faiblesses et les excès du système bancaire, en particulier sa dépendance au refinancement de marché court terme, son levier excessif et la conduite d'activités de marché risquées combinées à des activités de détail. En réponse à cette crise, un agenda ambitieux de réformes de la réglementation financière a été mis en place en 2009, au niveau international, par les autorités de régulation pour assainir et renforcer le système bancaire et lui permettre de financer l'économie réelle et soutenir la croissance. Si les réformes concernent en très grande partie les banques, des réponses réglementaires ont également été apportées aux dysfonctionnements observés sur les marchés de capitaux.

Dans ce nouveau « paradigme » réglementaire, les banques ont commencé à faire évoluer leur modèle d'activité en tant qu'intervenant direct dans le financement de l'économie. En incitant à une meilleure sélection et à une gestion plus rigoureuse des risques, les réglementations ont pour effet, à terme, de remettre le financement bancaire au service de l'économie. Toutefois, dans les économies d'Europe continentale caractérisées par une part prédominante de l'intermédiation bancaire dans le financement de l'économie, les contraintes de refinancement et de solvabilité des banques pourraient peser sur le financement des petites et moyennes entreprises et créer une fragmentation non désirée, selon la taille des entreprises.

Parallèlement, le rôle croissant des marchés de capitaux et des acteurs non bancaires conduit les banques à redéfinir leur rôle dans le système financier. En effet, la désintermédiation du financement de l'économie ou la réintermédiation au profit d'autres acteurs reste dépendante des banques, qui assurent notamment la liquidité des marchés et ont un rôle d'initiateur pour de nombreux projets. Dans ce contexte, la régulation financière et les initiatives publiques doivent également veiller à permettre aux banques de continuer à jouer un rôle important dans le financement de l'économie européenne et d'accompagner la transition vers davantage de financement par les marchés.

1 | IMPACTS DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE SUR LE FINANCEMENT DIRECT DE L'ÉCONOMIE PAR LES BANQUES

Les évolutions observables des crédits bancaires en Europe indiquent un recul récent des banques dans le financement des entreprises. Si les facteurs à l'œuvre sont difficiles à isoler, la tendance à la désintermédiation pourrait s'intensifier et devenir structurelle compte tenu du nouvel environnement réglementaire mis en place en réponse à la crise.

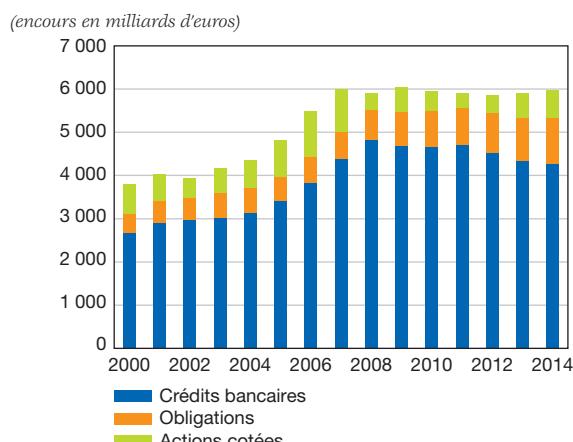
1|1 Évolution observable des crédits bancaires aux entreprises non financières

L'évolution des sources de financement des entreprises non financières

Les économies d'Europe continentale sont principalement financées par l'intermédiation des banques. Des études du Fonds européen d'investissement font toutefois apparaître une baisse du poids relatif des banques dans les flux de financement externe des sociétés non financières dans la zone euro. En effet, cette part est passée de plus de 70 % sur la période 2002-2008 à environ 55 % en moyenne entre 2008 et le premier trimestre 2014¹. Cette évolution globale recouvre cependant des évolutions contrastées selon les États membres.

Les encours de crédits bancaires aux entreprises ont augmenté de façon quasi continue dans la zone euro entre janvier 2000 et janvier 2009, passant de 2,46 à 4,83 billions d'euros avant de s'orienter à la baisse pour atteindre 4,28 billions en novembre 2014. Le ralentissement a plus particulièrement concerné les financements de long terme (supérieurs à cinq ans) des entreprises. La stagnation ou le repli des encours de crédits bancaires depuis cinq ans doivent toutefois être mis en regard d'une croissance extrêmement forte au cours des années précédentes.

Graphique 1
**Évolution des sources de financement externe
des entreprises de la zone euro**



Source : BCE.

Sur la même période, les encours d'instruments de dette² émis par les entreprises non financières de la zone euro n'ont pas connu la même inflexion, progressant de 350 milliards en janvier 2000 à 700 milliards en janvier 2009 pour atteindre 1,05 billion en novembre 2014.

Enfin, l'encours d'actions émises par des entreprises cotées résidentes de la zone euro a connu des fluctuations plus erratiques depuis le début des années deux mille.

Ces chiffres illustrent à la fois l'importance du rôle d'intermédiation des banques dans le financement de l'économie européenne et une tendance au recours à l'endettement de marché par les entreprises. Il convient néanmoins de s'interroger sur le caractère durable de cette évolution, en partie liée au contexte de la crise actuelle. En effet, la reprise de la croissance économique est souvent associée à une hausse des financements bancaires.

Des tendances qui varient selon la taille des entreprises

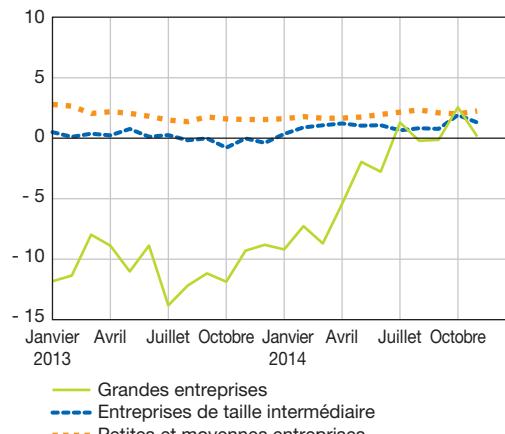
Cette tendance à la désintermédiation bancaire recouvre cependant des réalités différentes selon la taille des entreprises.

1 Fonds européen d'investissement (2014), sur la base, notamment, de Cour-Thimann et Winkler (2013) et des données d'Eurostat.

2 Libellés en euros.

Graphique 2
Crédits mobilisés en France, par catégorie d'entreprises

(taux de croissance en glissement annuel en %)



Source : Banque de France.

Les grandes entreprises forment une catégorie plus homogène en termes de structure financière que celles des petites et moyennes entreprises (PME), y compris d'un point de vue géographique. Elles bénéficient d'une large autonomie d'accès aux financements et leur endettement bancaire est considérablement moindre que celui des entreprises de taille petite ou moyenne.

Les PME se tournent plus souvent vers les banques pour leurs financements externes et leur accès aux marchés financiers est limité par des obstacles structurels tels que la difficulté d'évaluer leur solvabilité faute d'informations financières suffisantes.

En France, les taux de progression des prêts bancaires aux entreprises se sont maintenus dans des territoires négatifs jusqu'à une période récente pour les entreprises moyennes et grandes alors qu'ils restaient positifs pour les PME.

**Les facteurs de ces évolutions
 (conjoncturels, structurels, réglementaires)**

Les enquêtes conduites par les banques centrales nationales (*Bank lending surveys*) font ressortir une baisse des crédits bancaires principalement tirée

par la baisse de la demande, en particulier sur la période récente. Les entreprises ont pu avoir recours à l'autofinancement, au crédit interentreprises et à la cession d'actifs de manière plus marquée qu'en période faste. En outre, pour les grandes entreprises, la recherche de rendements par les investisseurs dans un environnement de taux bas est favorable à un refinancement par les marchés. Toutefois, si les coûts d'émission sont très faibles pour les grandes entreprises, ce n'est pas le cas pour les plus petites compte tenu des barrières à l'entrée (informations à publier, commissions et frais).

Du côté de l'offre, les réformes de la réglementation bancaire semblent être l'un des facteurs les plus structurants de ces évolutions. Si elles ne sont pas seules à expliquer les modifications du paysage financier, elles devraient rendre structurelles certaines évolutions des modèles bancaires et du financement de l'économie.

**1|2 L'ampleur
 des évolutions réglementaires
 touchant les banques**

La crise financière a révélé les faiblesses et certains excès des différents modèles bancaires, en particulier leur dépendance croissante au refinancement de court terme sur les marchés, leur levier excessif et la combinaison d'activités de marché risquées et d'activités de détail. L'ampleur des réformes réglementaires récentes est une réponse à la sévérité de la crise. Elles visent notamment à renforcer la résilience du système financier, à le remettre au service du financement de l'économie et à réduire l'effet de levier. Toutefois, ces réglementations ont parfois été conçues « en silo », selon un calendrier et des méthodes qui n'ont pas toujours été coordonnés en amont. Cela pourrait occasionner un engorgement lié au nombre de réglementations produites³, conduire à des exigences difficilement compatibles entre elles ou dont le cumul peut exercer une pression supérieure à celle visée initialement ou des effets indésirables sur les marchés financiers ou l'économie réelle.

³ La Commission européenne recense, dans son « Economic Review of the Financial Regulation Agenda », parue le 15 mai 2014, quarante-deux principaux textes adoptés ou en négociation depuis 2009 (chaque texte pouvant inclure plusieurs standards; par exemple, Capital Requirements Regulation (CRR)/Capital Requirements Directive (CRD IV) couvre le ratio de solvabilité, le ratio de levier et les ratios de liquidité).

Tableau 1
Principales réglementations applicables au système financier français et dates de mise en œuvre

Catégorie	Réglementation	Autorité	Statut	Date d'effet
Banques				
	CRR/CRD IV <ul style="list-style-type: none"> Ratio de CET1 Coussins Ratio de levier LCR NSFR 	BCBS/UE BCBS/UE BCBS/UE BCBS/UE BCBS/UE	Mise en œuvre Finalisé Finalisé Finalisé Finalisé	2014 2016 2015-2018 2015 2018
	Union bancaire <ul style="list-style-type: none"> MSU Résolution – BRRD Résolution – MRU/SRM – <i>Bail-in</i> Garantie des dépôts 	UE UE FSB/UE UE	Mise en œuvre Finalisé Finalisé Négociations	2014 2015 2015 nd
	Réforme des structures bancaires <ul style="list-style-type: none"> Loi bancaire de juillet 2013 Projet européen (Liikanen/Barnier) 	France UE	Mise en œuvre Négociations	2014 nd
Autres entités	MMF : Proposition de règlement – septembre 2013	UE	Négociations	nd
	Compagnies d'assurance – Solvency II	UE	Finalisé	2016
	Shadow banking – interconnexions banques/non-banques, MMF, titrisation et <i>repo/prêts-emprunts de titres</i>	FSB	Recommandations	À partir de 2017
Marchés financiers				
	Dérivés OTC <ul style="list-style-type: none"> EMIR : dérivés OTC, CCP et TR Recommandations du WGMR 	UE UE	Mise en œuvre Finalisé	2013 2015
	MIF 2 (MiFID 2/MiFIR)	UE	Mise en œuvre	2014
	TTF française Projet de TTF européenne	France UE	Mise en œuvre Négociations	2013 nd

Sigles : BCBS = Comité de Bâle ; BRRD = directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires ; CCP = contreparties centrales ; CET1 = fonds propres de base ; CRD = directive sur les exigences de fonds propres ; CRR = règlement sur les exigences de fonds propres ; EMIR = règlement européen sur les marchés et les infrastructures ; FSB = Conseil de stabilité financière ; LCR = ratio de couverture de la liquidité ; MIF = marchés d'instruments financiers ; MiFID 2 = deuxième directive sur les marchés d'instruments financiers ; MiFIR = règlement marchés d'instruments financiers ; MMF = fonds d'investissement monétaires ; MRU/SRM = mécanisme de résolution unique ; MSU/SSM = mécanisme de surveillance unique ; NSFR = ratio de financement stable net ; OTC = de gré à gré ; TR = registres centraux de données ; TTF = taxe sur les transactions financières ; UE = Union européenne ; WGMR = groupe de travail sur les exigences relatives aux marges.

Source : Banque de France.

Dans un contexte économique difficile, la question de la capacité des banques à absorber ces réglementations tout en dégageant suffisamment de ressources – financières et non financières – pour l'exercice de leurs activités, notamment le financement de l'économie ou l'innovation financière, reste prégnante.

Les risques liés à l'empilement réglementaire

Le tableau 1 reprend la liste des principales réglementations financières adoptées récemment par la Commission européenne ou en cours de discussion concernant les activités bancaires et financières.

Le processus s'avère également complexe du fait de calendriers qui incluent des dates multiples de consultations, d'adoption, des phases de transition et des clauses de revue.

Les risques liés au cumul et aux interactions entre exigences réglementaires

Cette activité réglementaire n'est pas exempte des risques d'interactions négatives entre réglementations et entre les objectifs poursuivis et les effets observés. Parmi ces effets potentiellement négatifs ou contradictoires, peuvent être cités :

- les incitations à la compensation et les exigences de collatéralisation pour les dérivés non compensés (EMIR, recommandations du WGMR, ratio de levier), ainsi que les limites liées à la réutilisation des actifs reçus en collatéral, qui rendent les titres moins disponibles pour leur utilisation à des fins de refinancement. Or, la nécessité de disposer d'un coussin d'actifs liquides (LCR) et des contraintes supplémentaires potentielles en termes de décotes pour les prises en pension et les prêts de titres⁴ concurrencent les exigences de marge pour les

⁴ Cf. travaux du WSS (Workstream on Securities Lending and Repos) du Conseil de stabilité financière (FSB) sur les transactions financières sur titres et la consultation qui s'est achevée le 28 novembre sur la proposition de décotes réglementaires, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf

dérivés. Ce risque d'encombrement des actifs bancaires qui en découle a été mis en évidence par le Comité sur le système financier mondial (CGFS) en mai 2013⁵ ;

- en outre, les obligations sécurisées (*covered bonds*) constituent une part croissante dans le financement bancaire. Or, alors que ces titres bénéficient d'un traitement prudentiel favorable (à l'actif, ils sont faiblement pondérés pour le calcul du ratio de solvabilité et au passif, ils sont considérés comme une ressource stable pour le ratio de financement stable net (NSFR), les règles de renflouement interne (*bail-in*) prévoient un niveau minimum de dette dite « *bail-in-able* » non sécurisée, qui ne prend pas en compte les obligations sécurisées ;
- s'agissant du refinancement, le projet de texte européen sur les fonds monétaires (MMF) prévoit des limites concernant la maturité des actifs dans lesquels peuvent investir les fonds (titres courts). Cette limite est cohérente avec les pratiques des fonds

Tableau 2
Pressions réglementaires exercées sur un bilan bancaire simplifié

Actif	Passif
INTERBANCAIRE Pressions sur le fonctionnement du marché monétaire (ratio de levier, LCR, NSFR)	
CRÉDITS CLIENTÈLE	
Pression sur les crédits octroyés <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 • Ratio de levier • LCR, NSFR (selon la maturité des crédits) 	DÉPÔTS CLIENTÈLE <ul style="list-style-type: none"> • LCR (hypothèses d'écoulement des dépôts à vue) • NSFR (prise en compte des dépôts stables) • MMF (limite des dépôts auprès des banques) • <i>Bail-in</i> (dépôts non couverts par les fonds de garantie)
TITRES <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 • EMIR/WGMR (exigences de marges) • LCR (définition du HQLA) • Solvency II (concurrence sur les mêmes types de collatéral) 	ÉMISSIONS (CERTIFICATS DE DÉPÔTS, OBLIGATIONS) <ul style="list-style-type: none"> • MMF (nouvelles limites de la valeur variable de l'actif net/ investissement en certificats de dépôts)
Impacts sur les repos (réduction des titres disponibles et des marges) <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de levier (charges en capital) • TTF (taxation) • WGMR/EMIR (réhypothécation limitée) • MMF (interdiction des mises en pension) 	Pressions sur les émissions obligataires <ul style="list-style-type: none"> • MMF (interdiction d'investir) • NSFR (allongement des maturités) • <i>Bail-in</i> (renchérissement des émissions non sécurisées/base d'investisseurs réduite)
Pressions à la baisse des activités de trading <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 (méthode IRC) • Loi bancaire (ségrégation) • MiFID II (coûts de mise en œuvre, encadrement du trading à haute fréquence – HTF) 	FONDS PROPRES <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 • Ratio de levier • Union bancaire (évaluation complète des actifs) • Résolution – <i>bail-in</i>
IMMOBILISATIONS <ul style="list-style-type: none"> • Ratio de CET1 (traitement des participations) 	Pressions à la baisse des résultats <ul style="list-style-type: none"> • Ensemble des réglementations (coûts de mise en œuvre, renchérissement du refinancement)

Sigles : HQLA = actifs liquides de haute qualité ; IRC = charge en fonds propres liée au risque de migration des notations.

Source : Banque de France.

⁵ Cf. Comité sur le système financier mondial (CGFS) (2013).

⁶ TLAC : capacité d'absorption totale des pertes. Le Conseil de stabilité financière (FSB) est en train de définir des exigences minimales de capacité d'absorption des pertes en cas de résolution d'une banque systémique, <http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/TLAC-Press-release.pdf>

⁷ Sans estimation sur l'intensité de la pression.

monétaires mais cela prive les banques d'une source potentielle de refinancement long. En outre, le texte prévoit des limites de diversification qui semblent contraignantes et conduiraient à une réallocation des investissements des fonds monétaires vers des banques non domestiques ;

• enfin, les ratios prudentiels peuvent générer des interactions contraires ou non coordonnées (croissance du bilan liée à la détention d'actifs liquides pour le LCR qui va à l'encontre du ratio de levier, augmentation des passifs longs pour le NSFR, non intégralement pris en compte dans les exigences de *bail-in/TLAC*⁶).

1|3 Les pressions sur les bilans bancaires et les impacts potentiels

Le bilan simplifié du tableau 2 reprend les postes impactés par les principales réglementations financières⁷.

L'évaluation des impacts

Il est particulièrement difficile de mesurer spécifiquement l'impact des réformes réglementaires qui ont été menées depuis la crise. La pression réglementaire sur les banques s'exerce de manière directe et indirecte sur leur financement, leur profil de risque, leur exposition au risque de crédit et leurs marges et doit être mise en regard des effets attendus en termes de moindre occurrence des crises bancaires et d'impact sur la croissance.

Certaines instances officielles ont évalué l'impact des nouvelles exigences prudentielles rassemblées sous CRD IV (directive sur les exigences de fonds propres)/CRR (règlement sur les exigences de fonds propres) sur le coût du crédit et sur le produit intérieur brut (PIB). Les travaux du Comité de Bâle, de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et du Fonds monétaire international (FMI) concluent à un impact modéré (à titre d'exemple, - 0,22 % sur le PIB au bout de neuf ans pour le groupe d'évaluation macroéconomique sur les dérivés – MAGD)⁸. Selon les travaux du MAGD, les nouvelles réglementations relatives aux marchés de gré à gré (OTC) diminueraient significativement la probabilité d'occurrence d'une crise financière, permettant d'éviter des pertes macroéconomiques s'élevant à 0,16 % de PIB par an (0,12 % net en tenant compte des coûts induits par la nécessité de détenir plus de capital et de collatéral).

Des tentatives sont aujourd'hui en cours aux niveaux international et européen pour mieux appréhender les impacts cumulés et croisés des réglementations. Ainsi, en Europe, le plan de réformes ambitieux des institutions de l'Union européenne a fait l'objet d'une revue exhaustive et d'une tentative d'étude d'impact cumulé par la Commission européenne dans son *Economic Review of the Financial Regulation Agenda*⁹, parue le 15 mai 2014. À ce stade, il reste difficile de tirer des conclusions sur l'impact global des réglementations financières sur le financement de l'économie en raison d'un défaut de stabilisation des textes mais aussi de la complexité de la mesure des effets à long terme de l'assainissement des bilans bancaires.

Il ressort toutefois que les réglementations ont toutes un impact en termes de coûts qui se traduit par une pression sur les résultats, les fonds propres et les stratégies métier des banques. Elles influent également dans une large mesure sur les activités de marché des banques. Enfin, la nécessaire plus grande sélectivité dans les crédits octroyés devrait être un facteur de rééquilibrage vers davantage de financement par les marchés et vers une réintermédiation par des acteurs non bancaires.

2| LE RÔLE DES BANQUES DANS UNE ÉCONOMIE FINANCIÉE PAR DE NOUVEAUX CANAUX

À ce stade, si certains changements sont visibles, les banques européennes devraient encore faire évoluer leurs modèles. En raison d'un cadre réglementaire non finalisé et des différences de structures entre pays de l'Union européenne (cadre juridique, cadre fiscal, etc.), l'évolution des modèles bancaires ne peut être que lente, progressive et de long terme. Par ailleurs les réponses des banques à la crise dépendent de leur organisation et de leur taille.

Toutefois, compte tenu de contraintes certaines sur les bilans bancaires et de la volonté des autorités de rééquilibrer les sources de financement, un mouvement de désintermédiation et de réintermédiation par des acteurs non bancaires est à l'œuvre. Dans cette perspective se posent les questions du nouveau visage de l'écosystème financier et du rôle des banques.

2|1 Le rôle des banques dans le financement des entreprises par les marchés de capitaux – la tenue de marché

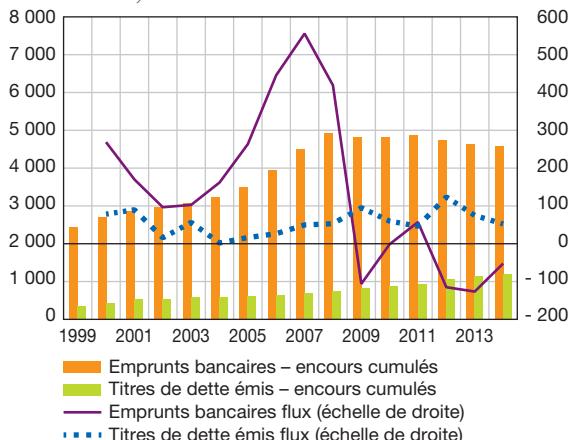
Si le poids des émissions obligataires dans le financement total des entreprises a augmenté, la croissance du financement par les marchés reste

⁸ Les résultats de l'industrie sont plus pessimistes (travaux de l'IIF – Institute of International Finance – notamment qui estiment un impact à la baisse du PIB de - 2,4 % entre 2011 et 2020).

⁹ Cf. Commission européenne (2014a).

Graphique 3
Évolution des encours et flux des emprunts bancaires et titres émis par les entreprises non financières

(en milliards d'euros)



Source : BCE.

timide (cf. graphique 3). Toutefois, compte tenu de la tendance à une augmentation du poids du financement par titres (et notamment de l'inversion des évolutions des flux), et dans la perspective d'une croissance de l'investissement et des besoins de financement externe par les entreprises, il convient de s'interroger sur les mécanismes sous-jacents au financement par les marchés, sur les acteurs qui les animent et sur les conséquences possibles des réformes financières.

La question se pose notamment pour le fonctionnement des marchés obligataires (non organisés), qui dépend en grande partie de l'activité de tenue de marché, conduite par les banques en Europe. En effet, les teneurs de marchés ont un rôle clé dans la liquidité des marchés et contribuent à leur solidité et à leur stabilité en absorbant les déséquilibres entre l'offre et la demande.

Leur activité sur les marchés secondaires, mais aussi sur les marchés de financement (*repo*) et de couverture (*swaps* et autres dérivés de taux) qui leur sont associés, est un élément important du financement (taille et prix) des émetteurs obligataires, et des entreprises en particulier. L'intermédiation se fait par le biais de négociations bilatérales ou sur des plates-formes électroniques. Le modèle du carnet

d'ordres, qui domine les marchés des changes et des actions, est en effet difficilement applicable à celui de la dette, en raison de la multiplicité des obligations traitées et de leurs caractéristiques très diverses qui sont un frein à la standardisation que nécessite ce type d'organisation.

Or, en raison de l'environnement conjoncturel et réglementaire, la fourniture de liquidité par les teneurs de marché a évolué :

- de nombreux établissements ont déjà commencé à se retirer de certaines activités, trop coûteuses au bilan ou non centrales (matières premières, produits structurés) ;
- cette tendance conduit à une concentration accrue de certaines lignes d'activité au sein des groupes financiers les plus importants (G-SIBs) ;
- cette concentration s'accompagne d'une demande croissante pour des produits transparents et standardisés, en partie du fait d'un développement technologique qui a permis l'automatisation des processus d'exécution et de règlement des transactions financières, et largement encouragé par certaines dispositions réglementaires (EMIR, loi Dodd-Frank) ;
- enfin, les institutions financières ont tendance à se focaliser sur leur marché domestique, et sur un nombre limité de marchés jugés stratégiques, ce qui contraste fortement avec la globalisation qui prévalait avant la crise.

Dans ce contexte, l'accès au marché par des émetteurs privés, dont les volumes d'émission sont sans commune mesure avec les principaux émetteurs de dette, notamment les souverains, peut se heurter à la rationalisation et à la réorganisation des activités de tenue de marché.

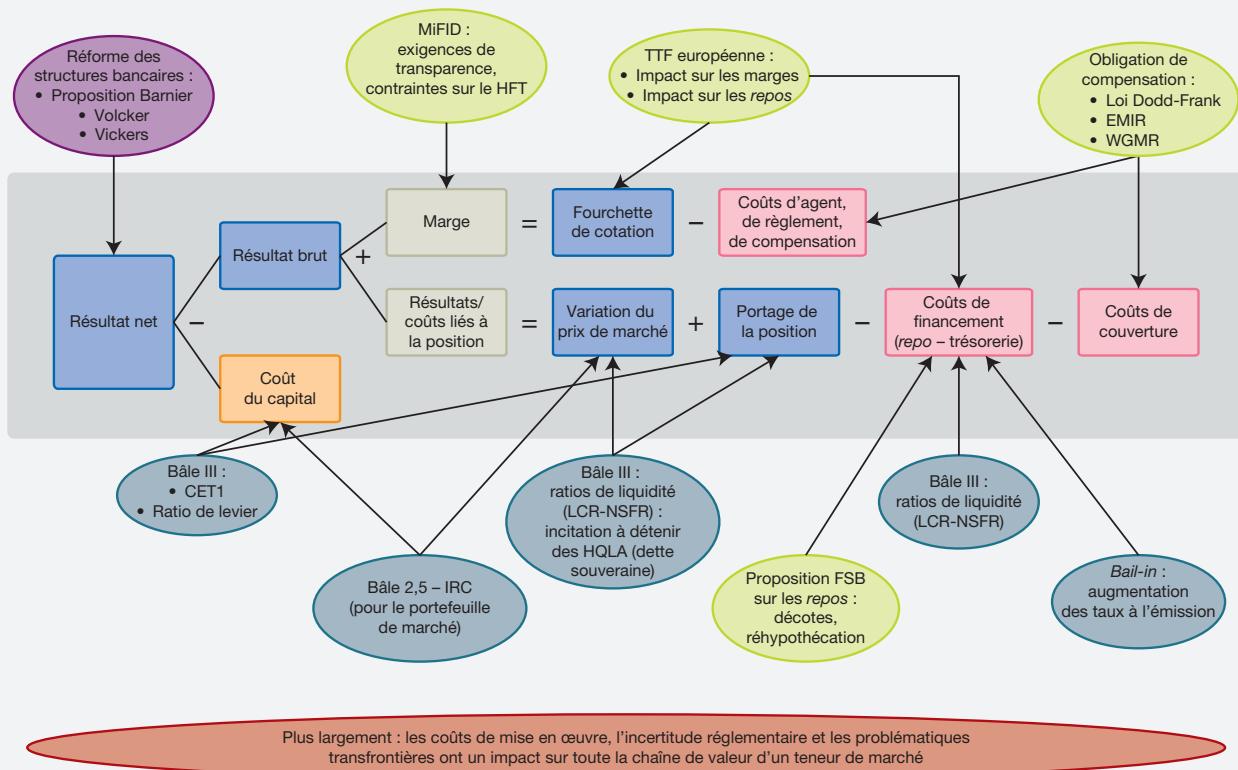
Au final, si la réglementation contribue de façon significative à la réduction de la rentabilité immédiate des activités de tenue de marché, elle doit permettre de renforcer sa viabilité à long terme, en participant à un retardement du risque et en limitant ou en interdisant les activités spéculatives dont l'économie réelle ne tire aucun bénéfice.

Encadré

Impacts potentiels de la réglementation sur les activités de tenue de marché et évolutions observables

Le résultat (profit and loss – P&L) d'un teneur de marché reflète une chaîne de valeur dans laquelle le risque d'inventaire est central. Ce risque est tout d'abord reflété dans la prime requise par le teneur de marché, qui s'exprime par la différence entre son prix acheteur et son prix vendeur (bid-ask spread) : plus un titre est liquide, c'est-à-dire susceptible de trouver à tout moment un prix dans le marché, moins cette prime sera élevée. Mais le P&L doit aussi couvrir le risque de taux, le coût de financement et le coût en capital de la position.

Compte tenu de la construction de ce P&L, l'activité des teneurs de marché peut être affectée par un certain nombre de réglementations financières qui peuvent être représentées dans le graphique suivant.



Dans le cadre des analyses menées par un groupe de travail du CGFS¹ sur l'évolution de la tenue de marché depuis la crise, des enquêtes qualitatives ont été menées auprès de plus d'une trentaine d'établissements financiers internationaux. Elles ont mis en évidence la différenciation de l'impact réglementaire en fonction de l'actif sous-jacent, avec une fragmentation entre les dettes souveraines et celles des entreprises.

Néanmoins, certaines analyses limitent les conséquences de cette moindre liquidité apportée par les teneurs de marché. Ainsi, l'ICMA² observe que la croissance remarquable des actifs sous gestion investis sur le marché obligataire a tendance à favoriser l'équilibre entre offre et demande au bénéfice des émetteurs. Si les prix à l'émission sont peu élevés, reflétant une prime de liquidité faible, cela correspond à une demande de la part d'investisseurs investissant dans des titres peu liquides, dont ils sont prêts à assumer la détention jusqu'à maturité.

1 CGFS (2014).

2 International Capital Market Association (ICMA) (2014).

2|2 Un rôle d'agent

La réflexion visant à remettre la finance au service de l'économie a mis en question certaines activités pour compte propre des banques et le besoin de recentrer leur rôle sur les activités en faveur de la clientèle.

Si leurs bilans sont contraints, les banques ont une expertise unique d'évaluation des risques de crédit des petites et moyennes entreprises, qui s'appuie notamment sur les réseaux d'agences ou leurs outils d'analyse statistique et qu'elles peuvent valoriser comme agents entre investisseurs et emprunteurs. Les investisseurs ont des contraintes d'investissement et des horizons de placement complémentaires. La progression des partenariats entre les différents acteurs de marché (secteur privé/secteur public ou banques/compagnies d'assurances/fonds) est visible.

La titrisation est un domaine d'accès à la liquidité et à la capacité de financement d'autres acteurs de marché tout en bénéficiant de l'expertise des banques.

Un rôle d'agent pour le financement réalisé par des acteurs non bancaires

Le recours à des investisseurs non bancaires par les entreprises, en particulier les PME, représente un choc culturel en Europe continentale et en particulier en France. Les PME ont une relation particulière avec leur banque dans l'accompagnement de leurs projets. Les banques ont donc un rôle à jouer dans le conseil, l'origination ou la syndication (ou co-financement) des financements.

Les banques jouent un rôle de conseil dans les opérations d'introductions en Bourse ou d'émissions obligataires. S'il ne s'agit pas d'une activité nouvelle, elle devrait augmenter si les entreprises recourent davantage aux marchés. Les banques pourraient en particulier accompagner les PME vers plus de transparence et de standardisation demandées par les investisseurs non bancaires.

En tant que co-financeur, les banques interviennent dans le cadre de partenariats public-privé ou *via* les placements privés (par exemple l'Euro PP – *Euro Private Placement*). Ces derniers prennent la forme de titres obligataires ou de prêts et sont réalisés à moyen ou long terme entre une entreprise, cotée ou non, et un nombre restreint d'investisseurs (institutionnels,

gestionnaires d'actifs, banques) avec généralement la présence d'un arrangeur. Un Euro PP est généralement non noté et a vocation à être détenu jusqu'à maturité par des investisseurs qui ont la capacité d'assurer en interne l'analyse et le suivi du risque de crédit. Afin de favoriser le développement de ce marché, une charte a été créée, élément indispensable au développement de ce financement qui demande une standardisation des pratiques.

L'origination des prêts par les banques peut aussi avoir comme débouché la structuration de fonds de prêts (dans une logique proche de la titrisation – cf. *infra*). Le passage par les banques est nécessaire pour l'analyse crédit des actifs sous-jacents dans la mesure où les investisseurs institutionnels et gestionnaires d'actifs n'ont pas souvent les données suffisantes pour le faire.

Notons que les assurances sont le premier partenaire naturel des banques dans le développement de ces nouvelles formes de financement. En effet, la capacité et le besoin des compagnies d'assurance d'investir à long terme font de ce secteur un fournisseur majeur de financements stables à l'économie. Tout comme les banques, les compagnies d'assurance ont une forte expertise d'intermédiation entre épargnants et investisseurs et un rôle majeur en tant qu'investisseurs sur les marchés financiers.

Le financement de l'économie par les assureurs en Europe reste largement sous la forme d'investissements dans des titres. Ce sont donc les grandes entreprises qui en bénéficient le plus. Cependant, l'industrie a montré un intérêt croissant au cours des dernières années pour les investissements dans les projets d'infrastructures et en faveur des PME. Une étude récente d'Insurance Europe auprès des quatorze plus grandes compagnies d'assurance européenne montre que ces dernières ont investi plus de 22 milliards d'euros dans des infrastructures à la fin de 2013. Une allocation supplémentaire de seulement 1 % du secteur des assurances dans les infrastructures augmenterait de 66 milliards d'euros ce type d'investissement, ce qui reflète la capacité d'action de ce secteur.

Pour répondre aux besoins de financement des PME et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), la réforme du *Code des assurances* (décret du 2 août 2013) donne la possibilité aux institutionnels d'investir dans des fonds de prêts à l'économie, avec un

élargissement récent¹⁰ des sous-jacents éligibles à ces investissements (qui permet de couvrir les emprunts des PME et ETI souscrits *via* des *holdings*) et des acteurs pouvant investir dans ces fonds (mutuelles et institutions de prévoyance).

La titrisation

La titrisation est un canal de financement de l'économie car elle allège la charge en financement et, lorsqu'elle est déconsolidante, la charge en capital des banques, libérant ainsi leur capacité de prêter. Elle permet aussi d'assurer la liquidité de certains supports qui ne le sont pas (prêts aux PME notamment) et *in fine* d'associer d'autres acteurs financiers qui investissent dans ces supports, créant une diversification des investisseurs finaux.

Du côté de l'offre de produits titrisés, les réglementations qui s'appliquent aux banques incitent indirectement à une relance du modèle *originate-to-distribute* et de la titrisation. Mais pour ne pas recréer les conditions à l'origine de la crise financière et pour susciter l'intérêt des investisseurs, cette relance de la titrisation doit répondre à des standards de transparence, de simplicité et de standardisation¹¹. Les travaux réglementaires en cours concernant la titrisation sont orientés vers l'accroissement de l'attractivité de ce type de produits en les sécurisant *via* trois axes : une rétention d'une partie du risque par l'originateur, la standardisation des produits et la transparence sur les actifs sous-jacents.

En Europe, du côté de la demande, les banques et les assurances sont les investisseurs historiques de produits titrisés. Le cadre réglementaire qui s'applique à leurs expositions sur les produits titrisés est cependant en cours de révision¹². Si l'objectif de ces révisions est d'encadrer l'investissement dans les produits les plus risqués, la réglementation ne doit pas dissuader l'investissement dans des actifs de bonne qualité. En particulier, le cadre réglementaire

doit prendre en compte les pertes subies durant la crise et les différences selon les zones géographiques. Les données historiques montrent en effet des taux de défaut nuls pour les tranches seniors d'ABS (*asset-backed securities*) «PME» européens et de 0,41 % pour l'ensemble des tranches entre 2007 et 2013. Plus largement, sur la même période, les taux de défaut des titrisations européennes s'élèvent à 1,5 % contre 18,4 % aux États-Unis¹³.

Si les règles qui pourraient être retenues pour Solvabilité II prévoient un assouplissement des exigences en fonds propres des entreprises d'assurance pour les investissements de haute qualité, la révision du cadre bâlois pour les banques reste conservateur. Afin de ne pas pénaliser les investissements dans des titres de bonne qualité, les régulateurs¹⁴ cherchent à identifier et à promouvoir les titrisations simples, transparentes et comparables.

Parallèlement aux travaux réglementaires en cours, les banques centrales jouent un rôle dans la promotion de la titrisation. Ainsi, l'assouplissement des règles d'éligibilité des ABS pour le refinancement des banques annoncée par la BCE le 18 juillet 2013 est un signal en faveur du financement des PME dans les pays où l'intermédiation financière est forte. La création de l'ESNI (*Euro secured notes issuer*)¹⁵ en mars 2014 avec le support de la Banque de France illustre aussi cet accompagnement de la titrisation par les autorités.

2|3 La place des banques dans le paysage financier dessiné par les autorités

Les réflexions des autorités européennes sur le financement par les marchés – l'union des marchés de capitaux

La Commission européenne réfléchit à la manière d'accompagner la transition, qui sera sans doute

10 Décret du 19 décembre 2014 complétant le décret du 2 août 2013 autorisant les entreprises d'assurance à investir jusqu'à 5 % de leurs actifs en fonds de prêts à l'économie.

11 Cf. Paris Europlace (2012) et Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (2012).

12 Pour les banques : Comité de Bâle (2014). Pour les assurances : acte délégué de la Commission européenne d'octobre 2014 (sous réserve de l'accord du Parlement et du Conseil sous six mois) pour l'exécution de Solvency II.

13 Selon Standard & Poor's.

14 Groupe de travail conjoint du Comité de Bâle et de l'OICV – consultation du 11 décembre 2014 jusqu'au 13 février 2015 pour identifier les critères d'une titrisation simple, transparente et comparable.

15 Les banques originatrices apportent au véhicule, sous forme de garantie, des prêts de bonne qualité et émettent des titres adossés à chaque prêt (absence de tranches), l'intérêt étant de rendre liquides des produits sous-jacents qui ne le sont pas.

longue, vers plus de financements de marché, notamment pour le financement des PME. Cette transition vers davantage de financements de marché appelle davantage d'harmonisation au sein de l'Europe. Même si MiFID II (deuxième directive sur les marchés d'instruments financiers) et PRIPs (Produits d'investissement de détail packagés) constituent des avancées notables, les marchés européens, notamment de détail, restent fragmentés.

La Commission européenne a publié le 24 novembre son enquête annuelle sur la croissance (AGS). L'AGS présente le nouveau plan d'investissement de 300 milliards d'euros. À cette occasion, le plan (i) introduit le concept de l'union des marchés de capitaux (CMU), (ii) annonce l'adoption prochaine d'un *green paper* dédié à la CMU qui sera publié en mars 2015 et soumis à consultation publique et, (iii) présente certaines initiatives à court terme liée à la CMU (adoption du règlement ELTIF sur les fonds d'investissement à long terme européens, du texte sur la titrisation de haute qualité, revue de la directive prospectus et du règlement EuVECA sur les fonds de capital risque européens, travaux avec l'industrie pour développer le marché européen du placement privé).

Cette communication met en avant le nécessaire rééquilibrage des sources de financement de l'économie mais certains des axes de développement identifiés reposent sur les banques. En particulier, les pistes envisagées pour le financement des PME incluent un volet bancaire (par la titrisation, le *scoring* ou le crédit-export). En outre, la possible harmonisation de certains produits concerne aussi les banques (obligations sécurisées notamment).

Des contraintes réglementaires pour l'ensemble du secteur financier

Si l'agenda réglementaire mis en place suite à la crise financière a touché les banques, de nombreux développements réglementaires concernent également les acteurs non bancaires et le fonctionnement des marchés. Les réformes bâloises sont finalisées et leur mise en œuvre en cours. De plus, les acteurs financiers non bancaires, et les gestionnaires d'actifs en particulier, devraient être confrontés à l'adaptation aux textes applicables depuis 2014 (AIFM – qui vise les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, EMIR) et à l'entrée en vigueur de nouvelles règles

à partir de 2016 (ELTIF, UCITS V pour les OPCVM, PRIPs, MIF2 – marchés d'instruments financiers).

En outre, d'autres réformes structurantes sont en cours de négociation au niveau européen (indices de référence, fonds monétaires, taxe sur les transactions financières) mais aussi dans des enceintes internationales (travaux en cours sur l'identification des entités systémiques non banques non assurances par le FSB).

Au final, le secteur financier dans son ensemble doit évoluer dans un environnement réglementaire profondément modifié et non encore stabilisé. Si l'on peut anticiper un changement de modèle bancaire européen, il accompagnera une modification du système financier dans son ensemble. Même si la désintermédiation du financement de l'économie et la réintermédiation par des acteurs non bancaires sont des évolutions qui devraient s'intensifier, les banques devraient continuer à jouer un rôle important dans ces développements.

Un maintien des banques dans le financement de l'économie, désirable du point de vue des autorités

Les banques sont les acteurs les plus régulés et supervisés du système financier. Ceci est d'autant plus vrai avec la mise en place du nouveau cadre réglementaire. Les banques restent également un pivot du financement de l'économie européenne. Dans ces conditions, elles sont un acteur clé de la stabilité financière du point des autorités.

En particulier, le rôle des banques est d'autant plus important que les actifs des acteurs financiers non bancaires augmentent¹⁶. Les risques potentiels pour la stabilité financière d'une croissance non maîtrisée du financement par des acteurs moins encadrés sont à ce jour limités par la présence d'acteurs régulés. Si l'activité des acteurs non bancaires est également encadrée, elle ne l'est pas de manière homogène entre les juridictions. Or, les risques d'arbitrage réglementaire liés aux différences de régulation et de supervision peuvent accroître le risque de fuite des financements vers des acteurs moins régulés, non européens.

En outre, les banques sont essentielles pour amortir les effets de l'asymétrie d'information entre entreprises

¹⁶ Cf. FSB (2014).

et investisseurs. Dans un modèle de financement par les marchés, en raison d'informations plus limitées, les réactions des investisseurs à des difficultés, même temporaires, des entreprises (demande de rendements supplémentaires, non renouvellement de crédits) peuvent l'affaiblir. Les financements bancaires sont moins aléatoires du fait d'une communication plus directe.

3| CONCLUSION

La mise en œuvre du nouveau cadre prudentiel applicable aux banques soulève la question de son adéquation au modèle de financement intermédiaire dominant en Europe continentale. Néanmoins, si les pressions exercées sur les bilans bancaires peuvent à court terme limiter la fourniture de certains crédits, l'existence de phases de transition et d'observation en

limite les effets, notamment en conduisant à d'éventuels recalibrages des ratios. En outre, l'assainissement des bilans est un préalable à une meilleure maîtrise des risques et à de nouvelles capacités d'octroi de crédit des banques (déjà observables sur les financements de projet). Parallèlement, l'émergence de nouveaux canaux de financement apporte une diversification souhaitable aux entreprises dans la mesure où ces nouvelles sources sont soumises à un encadrement approprié. Un fonctionnement efficient du système bancaire doit en effet aller de pair avec un fonctionnement efficient des marchés financiers et un encadrement des acteurs non bancaires. Dans ce nouvel environnement réglementaire et avec le développement de financements alternatifs, les banques doivent redéfinir leur rôle et leurs axes de croissance. Les réponses sont variées selon les modèles bancaires mais elles semblent aller dans le sens de davantage de partenariats avec des acteurs non bancaires.

BIBLIOGRAPHIE

Comité de Bâle sur la supervision bancaire (BCBS) (2010)

« *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements* », août.

Comité de Bâle sur la supervision bancaire (BCBS) (2014)

« *Revisions to the Basel Securitisation Framework* », *Basel III Document*, 11 décembre.

Comité sur le système financier mondial (CGFS) (2013)

« *Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets* », CGFS Papers n° 49, mai, <http://www.bis.org/publ/cgfs49.pdf>

Comité sur le système financier mondial (CGFS) (2014)

« *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications* », CGFS Paper, n° 52, novembre.

Commission européenne (2014a)

Economic Review of the Financial Agenda, 15 mai, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/20140515-erfra-working-document_en.pdf

Commission européenne (2014b)

« *A reformed financial sector for Europe* », mai.

Conseil de stabilité financière (2014)

« *Global shadow banking monitoring report* », octobre.

Cour-Thimann (P.) et Winkler (B.) (2013)

« *The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure* », *ECB Working Paper*, n° 1528, avril.

Fonds européen d'investissement (2014)

« *Institutional non-bank lending and the role of debt funds* », *Working Paper series*, n° 2014/25, octobre.

Institute of International Finance (IIF) (2015)

« *Addressing SME financing impediments in Europe: a review of recent initiatives* », janvier.

IIF et Bain & Company (2013)

« *Restoring financing and growth to Europe SMEs* », octobre.

International Capital Market Association (ICMA) (2014)

« *The current state and future evolution of the European investment grade corporate bond secondary market: perspectives from the market* », novembre.

Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV-IOSCO) (2012)

« *Global developments in securitisation regulation* », *Task Force report*, novembre.

Paris Europlace (2012)

« 20 propositions pour relancer le financement de l'économie et la croissance durable », *White Book 2012-2015*, proposal n° 12, mars.

Schackmann-Fallis (K. P.) et Weiss (M.) (2014)

« *Régulation des marchés financiers et financement des entreprises* », *Revue d'économie financière*, juin.

Les contraintes qui pèsent sur les banques pour le financement de l'économie

Impact de la réglementation financière sur le financement à long terme de l'économie par les banques

MICHEL PÉBEREAU

Président d'honneur

BNP Paribas

Dans un entretien à la Banque de France, Michel Pébereau analyse l'impact des réformes réglementaires sur les banques et leur capacité à financer l'économie. Après un rappel sur le rôle particulier des banques dans le financement de l'économie, il revient sur les réglementations financières prises en réponse à la crise, en particulier leur origine mais aussi leur adéquation aux modèles de financement qui préexistaient, ainsi que les initiatives prises pour la relance du financement de long terme. Dans un deuxième temps, il analyse les effets attendus et non attendus des réglementations financières, en distinguant selon les réformes et en présentant les premiers effets observables des standards prudentiels en vigueur ou à venir notamment en termes de nouveaux canaux de financement de l'économie. Enfin, Michel Pébereau ouvre des perspectives sur le financement de long terme. Celles-ci concernent les investisseurs, l'évolution de leurs poids relatifs et de leurs relations entre eux, d'une part, et les développements relatifs aux structures de financement, d'autre part.

Les financements à long terme les plus importants, du point de vue économique, sont ceux qui assurent aux entreprises leurs fonds propres. Ce sont les émissions d'actions pour constituer le capital social et l'accroître en cas de besoin ; et bien sûr l'autofinancement que l'entreprise peut générer par sa profitabilité, son épargne, sans laquelle il n'y a pas de possibilité de développement. Quant aux financements à long terme par le crédit au sens large, ils peuvent prendre la forme de prêts de banque ou d'emprunts obligataires émis sur le marché et souscrits par des investisseurs. En pratique, le recours au crédit bancaire est le mode normal de financement des ménages, pour l'acquisition de logements ou de biens durables ; et aussi des petites et moyennes entreprises (PME) et des professionnels pour leurs investissements. Les grandes entreprises, les collectivités publiques importantes, certaines entreprises de taille intermédiaire ont le choix entre crédit bancaire et émission d'obligations. Quant aux États des pays avancés et de quelques grands pays émergents, ils se financent presque exclusivement sur les marchés obligataires. En Europe continentale, le crédit bancaire assure environ les trois quarts des besoins de financement de l'économie. Aux États-Unis, c'est l'inverse : il n'en assure que le quart, les trois quarts étant couverts par les marchés.

Le rôle spécifique des banques dans ce contexte

Pour le financement par le crédit, les banques jouent un rôle fondamental d'intermédiation. Elles utilisent l'épargne des uns pour financer les projets des autres. Et ce rôle est délicat à jouer, car pour le placement de leur épargne résiduelle, les agents économiques ont une préférence pour la liquidité alors que c'est à long terme qu'il faut financer les investissements et les dettes publiques. Les banques jouent donc un rôle central de gestion de risques. S'agissant d'un crédit, elles prennent le risque de ne pas être remboursées. Quand ce crédit est à long terme, elles prennent aussi un risque de taux d'intérêt et un risque de liquidité si ce crédit est financé par des ressources à court terme. La fonction de centrale de gestion de risques qu'exercent les banques est essentielle. Elle permet en effet aux clients de réaliser leurs projets en obtenant des financements de durée adaptée et donc à l'économie de réaliser les investissements nécessaires à son développement. Elle doit être exercée avec prudence car son rôle est de préserver la solidité de la banque, celle-ci ayant pour premier devoir d'assurer la sécurité des avoirs que lui confient ses clients.

Les banques peuvent avoir une autre fonction : celle d'intermédiaire de marché. Elles interviennent sur les marchés et y accompagnent leurs clients, emprunteurs et investisseurs, par des activités répondant à leurs besoins : conseil, placements privés, préparation et exécution des émissions de titres de marché, introduction en Bourse, achat et vente de titres, etc. Cela les conduit à gérer différents types de risques pour leurs clients et l'économie. C'est à ce titre qu'elles ont créé les produits dérivés.

Ce qui est très spécifique dans l'intermédiation bancaire, c'est qu'elle est génératrice d'une continuité dans la relation entre la banque et le client. Quand un emprunteur rencontre une difficulté, les marchés en tirent immédiatement les conséquences : le taux de ses emprunts augmente ; les marchés peuvent lui refuser toute nouvelle opération ou lui imposer un coût prohibitif. La banque qui a consenti un crédit a une relation de long terme avec son client, elle le connaît personnellement et a suivi l'histoire de l'entreprise. Ses réactions sont moins brutales. Elles peuvent être aussi différentes parce qu'elle a une expertise spécifique en matière d'évaluation du risque, et aussi parce que le crédit est dans ses livres et qu'elle peut et doit commencer à le provisionner en cas de besoin.

1 | LES RÉPONSES RÉGLEMENTAIRES À LA CRISE ET LES BÉNÉFICES ATTENDUS

Quelles défaillances du système financier la crise a-t-elle révélées ?

La crise des *subprime*, qui est à été le point de départ de la crise financière mondiale, est classique car c'est une crise du crédit hypothécaire. Elle a pour origine des politiques publiques soutenant l'acquisition de logements par les Américains les moins favorisés qui ont développé des bulles immobilières. Elle n'aurait pas été possible sans les erreurs et, dans certains cas, les fautes de certains établissements financiers dans leur politique de crédit. Les crédits *subprime* étaient en effet très risqués, car, comme leur nom l'indique, ils sortaient des normes traditionnelles. Il n'était pas très prudent de les distribuer massivement. La crise a aussi mis en évidence des erreurs et certaines fautes dans la fabrication et l'évaluation des produits structurés, constitués à partir de ces crédits et qui ont fait l'objet de titrisations, donc des dysfonctionnements dans l'intermédiation de marché.

Les crises bancaires qui se sont succédé depuis 2007 ont mis en évidence les inconvénients d'une trop grande spécialisation des établissements. La banque britannique Northern Rock, l'une des premières affectées par la crise, était une simple banque de détail ; les *cajas* espagnoles, qui ont été au cœur de la crise bancaire dans leur pays, des spécialistes du crédit immobilier. Quant à Lehman Brothers, c'était une pure banque d'investissement. Avec un modèle bancaire plus généraliste, au Canada, en Australie, en France ou même en Italie, l'industrie bancaire a mieux résisté aux crises, les bénéfices de certaines activités compensant les difficultés des autres et réciproquement quand les crises se sont succédé. Le modèle français de banque généraliste s'est révélé l'un des plus robustes pendant cette période.

La crise a en définitive bien montré que la solidité des banques dépendait avant tout de la qualité de leur système d'analyse et de contrôle des risques. Elle a en outre démontré la nécessité de politiques qui ne soient pas trop ambitieuses en matière de profitabilité, pour éviter que la relation *risk/reward* conduise à des prises de risques peu raisonnables. Il est aussi clairement apparu qu'une régulation adaptée et une supervision vigilante sont nécessaires pour éviter ou corriger d'éventuelles déviations par rapport à la prudence qu'impose toute activité bancaire.

La crise a aussi fait découvrir que les marchés pouvaient brutalement se fermer, et créer ainsi de graves problèmes de liquidité susceptibles de déboucher sur un risque systémique. Dès le début de la crise à l'été 2007, l'intervention des banques centrales a été indispensable pour assurer la liquidité du système bancaire international. Les règles comptables de la *fair market value*, fondées sur le principe que la seule valeur juste est la valeur de marché, ont alors contribué à l'élargissement et à l'accélération de la crise : les produits financiers, dont le marché se fermait, ne pouvaient plus avoir de valeur juste, faite de valeur de marché. Cela a provoqué brutalement la défiance des investisseurs vis-à-vis de tous les produits structurés, puis des établissements qui détenaient une certaine quantité de ces produits parmi leurs actifs.

Le blocage de certains marchés (notamment de refinancements non sécurisés) et le repli des banques sont-ils la conséquence d'une insuffisante réglementation bancaire et financière ou de son contournement ?

La confiance n'est pas complètement rétablie, après le choc provoqué par la découverte de la possible

illiquidité des produits structurés. Avec le temps, ce problème va se régler. Les deux phénomènes que vous évoquez peuvent résulter du ratio de liquidité court terme (*liquidity coverage ratio* – LCR), récemment adopté par l'Union européenne ainsi que de la définition actuellement envisagée par le Comité de Bâle pour le ratio de liquidité long terme (*net stable funding ratio* – NSFR) qui tous deux privilégient nettement les ressources garanties. En outre, l'introduction prochaine du régime du renflouement interne (*bail-in*) peut faire craindre à certains créanciers non garantis d'être associés aux pertes qui résulteraient de difficultés des établissements émetteurs de ces titres.

Parmi les mesures réglementaires prises en réponse à la crise, lesquelles devraient permettre de remettre la finance au service de l'économie ? De favoriser le financement à long terme ?

Dans notre pays, la finance est au service de l'économie. Elle l'a été avant la crise et pendant la crise. Elle le restera. Le métier d'une banque, c'est d'aider ses clients à réaliser leurs projets : projets d'achat de logement ou de bien durable pour les ménages ; projets d'investissement et de développement pour les entreprises. Les banques l'ont fait pendant la crise. En 2009, l'industrie bancaire française est l'une des rares en Europe à avoir augmenté ses encours de crédits à l'économie nationale, à un moment où ceux-ci connaissaient une forte contraction en Allemagne et au Royaume-Uni. Et depuis lors, elle est l'une de celles qui ont le mieux et le plus continûment répondu aux besoins de financement de ses clients. Elle va continuer à le faire.

Les mesures réglementaires prises en réponse à la crise ont un objectif qui a été clairement fixé par le G20 dès sa première réunion : garantir la stabilité financière. Le Comité de Bâle a d'abord considérablement renforcé les ratios de solvabilité : il a donné une définition plus exigeante et donc plus restrictive des fonds propres qui en sont le numérateur ; il a augmenté les pondérations des différents types de risques et pris en compte de nouveaux risques dont l'addition constitue le dénominateur ; il a enfin augmenté le ratio minimum exigé. Il a en outre créé des ratios de liquidité. À l'instigation du Conseil de stabilité financière, des exigences supplémentaires de fonds propres doivent s'ajouter pour les établissements considérés comme systémiques ainsi que des capacités supplémentaires d'absorption des pertes dans le cadre du TLAC (*total*

loss absorbing capacity). Il est évident que tout cela va être préjudiciable au financement de l'économie ; surtout en Europe continentale où celui-ci est assuré, pour l'essentiel, par l'intermédiation bancaire ; et en particulier en France où ce sont les établissements considérés comme systémiques qui consentent l'essentiel des crédits à l'économie.

Il serait donc sage de s'interroger sur le calibrage de tout ce dispositif pour éviter qu'il ne bride excessivement et durablement l'économie, en contractant et renchérisant le crédit bancaire, ce qui aurait de graves conséquences sur la croissance potentielle, l'emploi et les finances publiques. Il serait souhaitable que la réglementation bancaire trouve un juste équilibre entre la recherche de la stabilité financière et la nécessité de financer l'économie, d'assurer son développement. La création de richesses dépend des entreprises. Entreprendre, c'est prendre des risques, réaliser des investissements. Pour que ces investissements existent, il faut que soit pris le risque de leur financement. En Europe continentale, c'est l'industrie bancaire qui assure ce financement pour l'essentiel.

De nombreuses organisations internationales (G20, Conseil de stabilité financière, Commission européenne, etc.) souhaitent promouvoir le financement de long terme. Quels sont les principaux leviers pour y parvenir ?

Ces organisations internationales ont également pris la décision de réduire le bilan des banques et l'Union européenne a entériné ce choix en adoptant la CRD IV. Le projet phare de la Commission Juncker en faveur de la « Capital Markets Union » est donc une conséquence logique. Toutefois l'analyse de la désintermédiation aux États-Unis montre que deux événements ont présidé au développement des marchés de capitaux américains : la réglementation, et plus particulièrement le *Glass Steagall Act* qui a poussé les banques d'investissement à innover d'autant qu'elles avaient moins de contraintes réglementaires, et le flottement du dollar en 1976 qui a accéléré la marchéisation de l'économie américaine. Le volontarisme de l'État avec la création d'agences gouvernementales (*government sponsored enterprises*) apportant une garantie aux crédits immobiliers destinés à des ménages modestes relance la titrisation. Le développement des fonds de pension ainsi que

le rôle central du dollar comme monnaie de réserve internationale qui permet le financement des déficits jumeaux américains par le reste du monde mobilisent l'épargne nécessaire au développement de ces marchés de capitaux. Dans le cas européen, pour donner corps à ce projet d'union des marchés de capitaux, il faudra à tout le moins redonner vigueur à la titrisation pour décharger les bilans des banques en corrigéant les excès de la CRD III (la titrisation européenne de prêts immobiliers aux particuliers – RMBS – affichait des taux de défaut vingt fois ¹ moins importants que des titrisations équivalentes aux États-Unis). Il faudra aussi promouvoir les fonds de pension pour transformer la maturité du très important excédent d'épargne court terme qui n'est pas aujourd'hui enclin à s'investir dans des projets à long terme.

2| LES EFFETS (EN PARTICULIER NON DÉSIRÉS) DE LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE

Les objectifs poursuivis par les réformes réglementaires sont-ils suffisants ? Trop ambitieux ? Inadaptés ?

La situation est paradoxale. Les réponses des régulateurs vont faire évoluer le modèle européen de financement de l'économie, fondé sur l'intermédiation bancaire, vers le modèle américain reposant sur le financement par le marché, alors que ce modèle a été à l'origine de la crise financière mondiale. L'application d'exigences réglementaires très contraignantes à l'ensemble des banques, dont certaines ne tiennent pas compte de leurs caractéristiques propres (par exemple la création d'un ratio de levier), tendent à faire converger les portefeuilles d'activités bancaires vers le modèle américain et à exposer les banques à des risques de même nature. Cette convergence contrainte n'est guère favorable à la diversité du système bancaire international. Elle pourrait paradoxalement accroître le risque global.

Ces orientations risquent en outre de peser sur les perspectives de croissance en Europe continentale. Il a fallu quelques décennies aux États-Unis pour assurer l'essentiel du financement de leur

¹ Les titrisations américaines de crédits hypothécaires « RMBS » qui sont parmi les responsables de la crise (private label subprime) ont eu un taux de défaut de 15,6 %, pendant la période mi-2007 à mi-2012 contre seulement 0,7 % pour des titrisations similaires en Europe d'après une étude de Standard & Poor's.

économie par les marchés. Il faudra du temps à l'Europe continentale pour procéder à cette transformation structurelle. Le modèle français de banque qui a développé à la fois intermédiation bancaire et financement par le marché est l'un des mieux placés en Europe pour réaliser cette transformation en faisant passer sa clientèle d'entreprise d'un mode de financement à l'autre, et pour assurer la titrisation d'une partie de ses crédits aux ménages. Il serait désastreux qu'il soit remis en cause par des réglementations qui imposeraient la séparation des activités de marché de l'intermédiation bancaire, comme certains ont pu l'envisager à la suite du rapport Liikanen.

Les effets positifs attendus en termes de stabilité financière (moindre occurrence des crises et non-participation des contribuables aux pertes des banques) paraissent-ils crédibles ?

Ils me paraissent en tous cas indispensables : assurer une plus grande stabilité financière, pour un niveau d'activité donné, doit être l'objectif de tous. Celui avant tout des responsables de chaque établissement bancaire. Mais, comme je l'ai indiqué, il est indispensable que le calibrage de la régulation ne conduise pas à brider excessivement la croissance économique.

Par ailleurs, le *bail-in* est à mon avis un excellent dispositif. Il est à mes yeux essentiel que les pertes bancaires inhérentes à la défaillance d'un établissement de grande taille ne soient plus jamais supportées par le contribuable, comme cela a été le cas dans plusieurs pays étrangers pendant la crise récente. Mais les bénéfices attendus de ce dispositif seraient accrus si les autres réglementations prenaient en compte l'existence de ce nouveau cadre. Exiger des plus grandes banques des capacités d'absorption des pertes toujours plus élevées induit des externalités négatives pour le financement de l'économie, alors qu'en réalité peu d'éléments justifient un tel niveau d'exigence. Les travaux qui sous-tendent le calibrage de la surcharge envisagée pour les grands établissements considérés comme systémiques au niveau international (*global systemically important banks* ou G-SIB) ou du TLAC ont privilégié le concept de perte en cas de défaut associée à l'importance systémique d'un établissement. Il serait préférable de retenir le concept de probabilité de défaut qui, lui, ne dépend pas uniquement de la capacité d'absorption des pertes mais également de leur occurrence.

Quels effets déjà observables sur la fourniture de financements à long terme peuvent être imputés à la réglementation financière ? Quels sont les effets de cette réglementation à plus long terme ?

En zone euro, la part des financements intermédiaires par les banques a reculé, au cours des trois dernières années, au profit des marchés et du *shadow banking*. Le durcissement de la réglementation a grevé la rentabilité financière des banques européennes en renchérisant le coût des ressources et en encourageant la constitution de larges réserves d'actifs liquides à faible rendement. Leur rentabilité a été divisée par plus de deux en moyenne, par rapport à la période d'avant-crise : elle ne permet pas toujours de couvrir le coût du capital. Dans le même temps, le contexte de taux exceptionnellement bas a soutenu le développement des financements directs en faveur des entreprises.

Pourtant, les crédits bancaires restent prépondérants dans la dette des sociétés non financières. Cela tient certainement au fait que les banques françaises ont tenu à satisfaire par priorité les besoins de crédits bancaires de leur clientèle nationale. La restriction de leurs engagements provoquée par le durcissement des réglementations a été effectuée par contraction de leurs activités internationales. Globalement, depuis la crise financière, l'élargissement des flux de financements de marché a simplement permis d'atténuer, et non de compenser, l'incidence de la contraction bancaire des flux de crédits bancaires sur les flux globaux. Il faudra du temps pour que les financements de marché ou la titrisation se substituent aux crédits bancaires de façon substantielle.

Quelles réglementations constituent le plus grand frein au financement de long terme ?

C'est en fait l'accumulation incessante de nouvelles règles qui fait problème : renforcement des ratios de fonds propres ; création d'une norme de levier non originellement conçue comme un *backstop* ; création des ratios de liquidité ; nouvelles règles concernant les risques de marché. On y a ajouté des règles spécifiques aux G-SIB, qui jouent un rôle important dans le financement de l'économie européenne. On continue d'évoquer la possibilité de nouvelles règles européennes qui mettraient en cause la structure des banques généralistes. Comme tout cela se met en place dans un contexte de faible demande de crédit, on n'en perçoit pas les effets. Mais il est

évident que l'offre de crédit se révélera contrainte dès que les conditions d'une reprise de la croissance seront enfin réunies dans la zone euro. Tout une série de facteurs vont se combiner pour renchérir le coût du crédit à long terme dès que la demande va augmenter : le renforcement considérable de l'exigence de fonds propres durs, qui obligera les banques à arbitrer entre hausse de marges des prêts et réduction des actifs pondérés pour limiter la baisse de leur rentabilité ; le renchérissement des couvertures du fait de l'augmentation des charges en capital pour les dérivés de gré à gré (OTC) et de la réglementation EMIR (*European Market and Infrastructure Regulation*) ; l'obligation d'accumuler des actifs liquides de haute qualité, en particulier des actifs souverains et des réserves auprès de la banque centrale ; le renchérissement des ressources du fait des ratios de liquidité qui augmenteront la concurrence pour capter les dépôts de la clientèle ainsi que du régime de *bail-in* qui imposera de payer le prix souhaité par les investisseurs pour les instruments subordonnés ; le LCR qui va entraîner un allongement de la maturité des passifs bancaires et un raccourcissement des actifs bancaires, et donc un renchérissement des financements et une baisse de leur volume ; et enfin le NSFR qui par ses exigences de financement stable à plus d'un an va rendre la tenue de marchés de titres souverains, d'obligations d'entreprise et de produits titrisés non rentable pour les banques.

Toute une série de réglementations déjà adoptées, en discussion (taxe sur les transactions financières, réforme structurelle du secteur bancaire, etc.) ou à venir (NSFR) s'ingénient à rendre économiquement non viable l'activité de tenue de marché en contradiction flagrante avec l'objectif affiché de développement des marchés de capitaux, alors que toute une série de crédits à long terme ont déjà été pénalisés par la CRD IV.

Quelles interactions réglementaires pourraient créer des incitations contradictoires ?

L'ensemble constitué par les normes Bâle III constitue un frein au financement de long terme. Le respect des ratios de liquidité suppose de raccourcir la maturité des actifs bancaires ou d'en accroître le coût pour la clientèle. Le volet solvabilité est extrêmement coûteux, en particulier pour les grandes banques. Cela pénalisera plus particulièrement la partie de

la clientèle qui, pour certains types d'opération, s'appuie exclusivement sur le financement bancaire.

Si chaque mesure réglementaire, considérée individuellement, apporte souvent une réponse compréhensible au regard de la stabilité financière, les différentes contraintes imposées par le régulateur et le législateur interagissent entre elles. Leur empilement sans vue d'ensemble n'est pas exempt de risque pour l'activité économique et son financement.

3| ÉVOLUTION DES RELATIONS ENTRE LES DIFFÉRENTS AGENTS FINANCIERS ET PERSPECTIVES

Les autorités européennes, comme nationales, souhaitent encadrer mais aussi développer le financement participatif/*crowdfunding*. Quelles possibilités de développement et quels risques pour la stabilité financière peut-on anticiper ?

Il est important de l'encadrer par des règles prudentielles pour des raisons de sécurité. Les montants en jeu n'en font pas encore aujourd'hui une véritable menace pour la stabilité financière. Le risque de ce type d'opération est inhérent à tout investissement ou financement proposé par un intermédiaire non régulé, c'est-à-dire qui n'est pas soumis à des règles aussi strictes que les intermédiaires bancaires, notamment à des exigences de solvabilité protectrices pour les investisseurs. Et puis l'évaluation du risque est renvoyée en grande partie sur l'épargnant.

Certains s'inquiètent : si ce type de financement prenait de l'ampleur, il y aurait un assèchement des ressources *retail* des banques, susceptible de renchérir les financements et de les détourner des dossiers de crédit de bonne qualité. Là n'est pas le problème. Le danger c'est de placer l'épargnant dans la situation d'avoir la responsabilité d'évaluer lui-même les risques et de les assumer lui-même. A-t-il la capacité d'analyse nécessaire ? Est-ce compatible avec la volonté de protéger l'épargne des ménages, d'encadrer tout appel public à cette épargne ? En définitive, est-ce souhaitable du point de vue de l'intérêt général ?

Au financement de long terme est souvent associé le financement par actions, que la plupart des autorités financières souhaitent promouvoir, notamment auprès des porteurs individuels. Le financement par capitaux propres est-il une garantie de stabilité financière ?

Il est bien sûr indispensable d'assurer un large financement par capitaux propres pour donner des bases solides aux entreprises. Une bonne assise en fonds propres permet en effet d'augmenter, en proportion, le volume des capitaux empruntés, donc les perspectives de développement et avec elles la croissance économique.

Il est donc essentiel que les entreprises soient rentables. C'est cela qui crée les capacités d'autofinancement ; et celles-ci doivent être aussi larges que possible pour donner des marges de manœuvre. Mais c'est aussi la condition pour pouvoir émettre des actions en cas de besoin, la rentabilité ouvrant des perspectives de rendement et de valorisation du capital. Il est donc indispensable que le système fiscal ne pèse pas trop lourdement sur les entreprises par des prélèvements excessifs sur le travail – ce qui pénalise l'emploi sur le territoire national – ou sur l'activité et les bénéfices – ce qui pénalise les capacités d'autofinancement.

Et puis, il faut développer l'épargne investie en actions. Les fonds de pension très répandus dans les pays anglo-saxons ont cette vocation. En effet, l'investissement en actions, s'il est correctement géré, est celui qui offre les meilleures perspectives de rentabilité à long terme. Il faut donc promouvoir la capitalisation, en complément de nos systèmes de retraites par répartition. Il faut aussi inciter les ménages à investir leur épargne en actions : comme le placement en actions comporte un risque en capital, il serait logique de limiter la fiscalité de son revenu (le dividende) et celle des plus-values qu'il peut générer.

Existe-t-il une insuffisance structurelle de financement pour les ETI-PME qui justifierait une réglementation spécifique à ce secteur ? Et si oui, de quelle nature ?

La réglementation à elle seule ne suffit pas. Les opérations avec les PME bénéficient déjà d'un traitement prudentiel plus favorable que celles avec les grandes entreprises dans le référentiel bâlois.

La faible demande de financement de la part des PME trouve assez largement son origine dans des motifs conjoncturels.

Le redressement de l'investissement et de la demande de financement passe par le rétablissement d'un climat de confiance dans le milieu des entreprises ainsi que par un retour de la croissance. Des mesures ont été prises par les pouvoirs publics pour y parvenir : la création du crédit d'impôt compétitivité emploi, la promesse d'un choc de simplification, le projet de loi sur l'activité, la croissance et l'égalité des chances économiques vont dans la bonne direction. Enfin les PME continueront à recourir très majoritairement au crédit bancaire : la relation continue avec leur banquier et l'absence de notation les feront plus certainement recourir à celui-ci qu'aux marchés de capitaux.

Quelle place pour l'innovation financière dans le nouveau contexte réglementaire ?

Elle sera toujours importante car les banques sont des entreprises. Comme telles, elles ont vocation à innover. Elles ont démontré en France leur capacité de le faire : c'est ce qui explique que l'industrie bancaire française reste l'une des principales concurrentes de l'industrie américaine au niveau mondial.

Et puis l'environnement est propice. L'industrie bancaire est la première concernée par la révolution numérique puisque l'argent et les vastes quantités de données qu'elle détient peuvent être traités comme une information numérique monétisable et convoitée servant *in fine* à générer des produits et services financiers innovants. L'innovation est aussi stimulée par la concurrence qui est vive dans l'industrie bancaire car le marché se situe pour la plupart de ces produits, au niveau européen, et souvent au niveau mondial et sur chacune de ses activités traditionnelles par de nouveaux entrants.

Dans notre pays les relations avec le régulateur et le superviseur sont étroites et confiantes, ce qui permet à ceux-ci d'intervenir dès l'origine des innovations. Mais ce n'est pas le cas partout dans le monde. Or le risque réside dans les externalités associées à certaines innovations qui ne sont pas toujours appréhendées par la banque d'origine, ni par le régulateur. Les exemples sont nombreux dans l'histoire financière. C'est l'une des raisons qui devraient conduire à maintenir les exigences de régulation dans des limites raisonnables. Il faut éviter que le besoin de rentabilité conduise certains établissements ou métiers non régulés à prendre des risques excessifs et fasse naître des risques systémiques en dehors du champ de la régulation.

Les banques internationales et l'adoption d'un nouveau dispositif réglementaire : effets sur le financement des marchés émergents et des économies en développement

AGUSTÍN CARSTENS

Gouverneur

Banque du Mexique

En raison des réformes réglementaires internationales, les banques implantées mondialement vont être soumises à des exigences plus élevées en matière de fonds propres et de liquidité, ainsi qu'à des ratios de levier. En outre, certaines juridictions mettent en œuvre d'autres mesures visant à séparer les activités de marché de la banque commerciale traditionnelle. Si ces mesures sont censées renforcer la résistance des banques internationales, elles pourraient également avoir des conséquences importantes sur le financement des marchés émergents et des économies en développement.

Les banques internationales sont soumises à une surveillance prudentielle sur base consolidée. Elles gèrent leurs risques et maximisent leurs rendements attendus corrigés du risque en consolidant l'ensemble des actifs et des passifs de leurs filiales avec ceux de la tête de groupe. Les actifs pondérés des risques, les coefficients de liquidité et les ratios de levier sont calculés sur une base consolidée selon les règles et sous la surveillance du régulateur de la juridiction d'origine. Les actifs détenus par les filiales se traduisent par des exigences de fonds propres et de liquidité pour l'ensemble du groupe international. Toutefois, l'application de la réglementation du pays d'origine à tout un groupe peut au final accroître les exigences en fonds propres de manière disproportionnée pour les filiales établies dans les marchés émergents et les économies en développement, allant à l'encontre du résultat souhaité, à savoir une réforme qui mette en place des normes renforcées selon un principe d'égalité de traitement. De plus, les priorités en matière de réglementation des économies avancées, dont sont originaires les banques internationales, pourraient entrer en conflit avec les priorités des autorités des marchés émergents et des économies en développement. Ces derniers se trouvent donc confrontées à un difficile dilemme : comment financer les besoins de leurs économies en croissance sans compromettre la stabilité financière.

La crise financière mondiale a été sans précédent depuis la Grande Dépression et a frappé de nombreuses économies avancées, envoyant des ondes de choc qui ont été ressenties dans le monde entier. Un programme ambitieux de réformes réglementaires pour améliorer la solidité et la résistance du système financier a été mis en place après 2008 par le G20 au travers du Conseil de stabilité financière (CSF), du Comité de Bâle et d'autres instances de normalisation.

Les réformes proposées cherchent à promouvoir la stabilité financière et à réduire la probabilité de déclenchement d'une autre crise. Un accord international a été trouvé sur plusieurs mesures : Bâle III vise à réduire la probabilité de défaillance d'institutions bancaires en introduisant des exigences de fonds propres et de liquidité plus contraignantes, ainsi qu'un encadrement de l'effet de levier. Un dispositif a été élaboré, qui prévient l'aléa moral dans le secteur financier en facilitant la résolution ordonnée des institutions financières sans avoir recours à l'argent du contribuable. L'infrastructure des marchés financiers (comme les contreparties centrales et les référentiels centraux de données) a également été améliorée, parallèlement à une surveillance prudentielle renforcée et un périmètre réglementaire révisé afin de prendre en compte de manière adéquate les établissements de la finance parallèle.

Une attention particulière a été accordée aux entreprises dont la taille, la complexité et l'interdépendance représentent une menace pour la stabilité financière, en d'autres termes les institutions financières d'importance systémique mondiale, par le biais de l'exigence qui leur est faite de conserver un volant supplémentaire de fonds propres et une capacité d'absorption des pertes suffisante.

La crise trouve ses origines dans certaines des économies les plus développées. S'il est certain que nombre des insuffisances réglementaires qui ont conduit à la crise financière affectent aussi bien les économies matures que les économies en développement, les réformes réglementaires récentes sont élaborées en vue de combler les lacunes identifiées sur les marchés matures¹.

La phase d'élaboration des standards étant quasiment achevée, nous nous intéressons désormais à la phase de mise en œuvre. La réforme du système financier mondial a déjà fait évoluer l'architecture de la finance. La hausse du niveau et de la qualité des exigences en fonds propres a été réalisée plus tôt que prévu. À fin 2014, tous les pays membres du Comité de Bâle ont adopté des normes de fonds propres conformes à Bâle III et la plupart ont publié un projet de réglementation ou le texte définitif applicable au ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*). La majorité des juridictions du Comité de Bâle ont également publié un projet de texte ou les dispositions définitives pour encadrer l'effet de levier et un dispositif spécifique aux banques d'importance systémique. L'adoption des principaux attributs des régimes de résolution effectifs des institutions financières (*key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*) est en cours et des groupes de gestion de crise réunissant les autorités des principales juridictions où sont implantées les banques d'importance systémique mondiale sont déjà à l'œuvre.

Les réformes décidées au niveau international auront des conséquences clairement recherchées. Par exemple, elles réduiront le recours à l'effet de levier par les institutions financières. Toutefois, les autorités n'ont pas encore identifié la manière dont ces réformes affecteront la structure des marchés financiers ni la manière dont les marchés financiers réagiront une fois le programme de réformes mis en œuvre. Même si les réformes visent à améliorer la stabilité financière, certaines conséquences non souhaitées pourraient apparaître suite à leur mise en œuvre. Des tensions pourraient se matérialiser, d'une part, entre certaines économies développées et émergentes et, d'autre part, avec la mise en œuvre des réformes dans les pays d'origine et d'accueil. La difficulté est de garantir que cette mise en œuvre profite à la fois aux économies avancées et aux marchés émergents et aux économies en développement et que l'égalité de traitement soit préservée dans toutes ses dimensions (y compris dans les interactions entre pays d'origine et pays d'accueil).

Trois rapports sur les effets du programme de réformes décidé au niveau international concernant les marchés émergents et les économies en développement

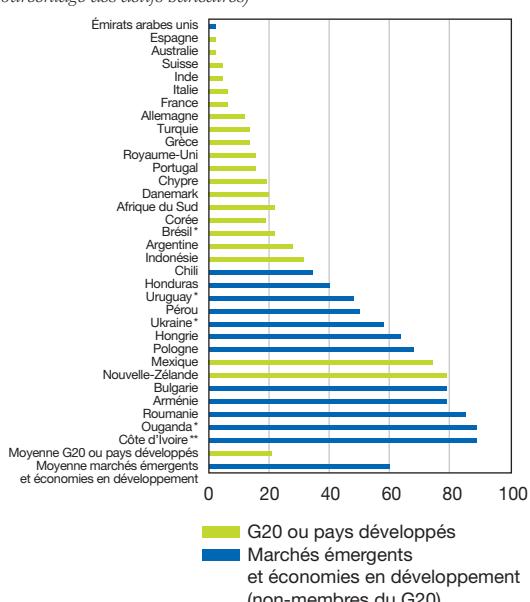
¹ Le Comité de Bâle a élargi sa composition en 2009 pour accueillir quatorze juridictions nouvelles qui s'ajoutent à sa composition d'origine, celle du G10. Le prédécesseur du CSF, le Forum sur la stabilité financière, a également élargi sa composition pour intégrer les économies de marché émergentes.

ont été publiés sous l'égide du G20 (CSF, FMI et Banque mondiale en 2012, 2013 et 2014). Le Comité de Bâle a également publié un document de travail sur l'incidence et les difficultés de mise en œuvre du dispositif de Bâle pour les marchés émergents, les économies en développement et les petites économies (Comité de Bâle, 2014). Enfin, le CSF a également publié un rapport concernant les effets sur les financements à long terme (CSF, 2014a).

Les problèmes spécifiques qui touchent les pays d'accueil dont les systèmes financiers sont dominés par des banques à capitaux étrangers ont fait l'objet de moins d'attention. Les banques étrangères détiennent désormais une part importante des actifs du système bancaire local dans de nombreux pays comme le Chili, le Mexique, le Pérou et la Pologne. La participation des banques étrangères tend à être plus élevée dans les marchés émergents, alors que seulement certains appartiennent au G20 (cf. graphique 1)².

Graphique 1
Participation des banques étrangères

(en pourcentage des actifs bancaires)



Note : Pour la plupart des pays les données concernent 2009.

* Données de 2008.

** Données de 2005.

Source : Banque mondiale (2013), *Bank regulation and supervision around the world (Régulation et surveillance prudentielle des banques dans le monde)*, cycle IV.

Dans les sections qui suivent, j'aborderai quelques questions qui peuvent influer sur le financement des marchés émergents et des économies en développement en raison des opérations réalisées par les banques internationales, dont le siège se situe dans des juridictions mettant en œuvre le récent programme de réformes différemment des pays d'accueil. Les questions soulevées concernent la mise en œuvre des normes de fonds propres et de liquidité de Bâle, des réformes structurelles limitant les activités de marché des banques et du dispositif relatif à la capacité d'absorption des pertes en situation de résolution (*gone concern*).

LES PRINCIPALES PRÉOCCUPATIONS DU POINT DE VUE DES AUTORITÉS DU PAYS D'ACCUEIL DES BANQUES INTERNATIONALES DANS LES MARCHÉS ÉMERGENTS ET LES ÉCONOMIES EN DÉVELOPPEMENT

Le mode de gestion et la forme juridique des banques internationales sont influencés par des facteurs liés au modèle d'activité (banque de financement ou banque de détail), à l'environnement juridique, au cadre prudentiel et réglementaire du pays d'accueil et au degré de développement des systèmes et des marchés financiers. Les banques internationales sont organisées de différentes manières, chacune présentant des avantages différents et des défis divers.

Les banques internationales peuvent être présentes dans un pays d'accueil en exerçant leur activité au travers de succursales et/ou de filiales. Une succursale n'a pas une personnalité juridique distincte de celle de la maison mère. Par conséquent, en principe, tous les actifs de la banque mère peuvent être affectés à la couverture de l'ensemble des passifs de la succursale dans l'hypothèse d'une résolution ou d'une liquidation, indépendamment de la répartition géographique des actifs et des passifs de la banque. Dans le cas d'une organisation par filiale, la responsabilité de la banque mère est limitée au capital investi dans la filiale. Toutefois, la perception par les marchés de la solidité des filiales d'une banque étrangère résulte de l'attente

² Dans le sillage de la crise financière mondiale, les banques régionales (c'est-à-dire celles dont le siège social se situe dans les marchés émergents et les économies en développement avec une présence régionale plutôt qu'internationale) ont développé leurs activités, parvenant à occuper une place importante dans certaines juridictions. Un des facteurs essentiels à l'origine de cette expansion a été le désengagement des banques des économies avancées vis-à-vis des économies émergentes et en développement non centrales (CSFM, 2014).

la plus répandue selon laquelle elles bénéficieront du soutien en capital de la tête de groupe³.

En vue d'obtenir la vision la plus globale des risques encourus par les banques internationales, les superviseurs adoptent habituellement une approche consolidée pour le calcul des exigences de fonds propres conformément au dispositif bâlois (cf. par exemple le principe 12 des principes fondamentaux du Comité de Bâle, 2012). Dans l'hypothèse d'une consolidation, la localisation des actifs et des passifs n'est plus prise en compte par les superviseurs du pays d'origine et succursales et filiales ont tendance à être traitées de façon identique. En outre, les pratiques de gestion des risques de nombreuses banques internationales font également abstraction de la forme juridique du groupe bancaire et ont recours à une approche centralisée pour gérer les risques des filiales établies dans des juridictions différentes.

La consolidation et les pratiques de gestion centralisée des risques garantissent qu'une réglementation plus stricte du pays d'origine l'emporte sur celles des pays d'accueil. Cette méthode présente de nombreux avantages, comme une surveillance renforcée et exhaustive des risques, mais si le processus de consolidation n'est pas équitable en raison de la position du régulateur d'origine, ou d'un biais en faveur du pays d'origine, cela pourrait induire des coûts bancaires plus élevés dans les marchés émergents et les économies en développement sans les bénéfices correspondants en termes de stabilité financière dans les économies d'origine et d'accueil. Dans les paragraphes qui suivent, nous décrirons brièvement certaines des difficultés les plus pressantes auxquelles sont confrontés certains marchés émergents et économies en développement à cet égard.

1| Expositions au risque souverain et banques centrales des pays d'origine

L'accord de Bâle établit des exigences en fonds propres pour les opérations des banques actives à l'échelle internationale. Les exigences en fonds

propres sont calculées sur la base des actifs pondérés des risques (*risk weighted assets*, RWA) ; cela signifie que les actifs des banques sont classés dans des catégories différentes selon leurs risques de crédit et chaque catégorie se voit attribuer une pondération des risques particulière. Après avoir additionné tous les actifs pondérés des risques, les banques sont tenues de constituer un niveau minimum de fonds propres, fixé à l'origine à 8 % des RWA⁴.

De nombreux marchés émergents et économies en développement appliquent encore le dispositif de Bâle I pour le calcul des fonds propres. Dans la dernière enquête menée par l'Institut pour la stabilité financière relative à l'application des standards bâlois sur les fonds propres dans 90 pays qui ne sont pas membres du Comité de Bâle, 45 ont indiqué qu'ils appliquaient Bâle II à leurs établissements bancaires, et 16 seulement autorisent le recours à une approche plus avancée fondée sur les notations internes (ou *internal ratings-based* – IRB), laquelle est largement utilisée par les grandes banques dans les économies avancées (ISF, 2014). Par essence, l'adoption de Bâle II, Bâle 2.5 et Bâle III accroît le coût du crédit en fonds propres réglementaires pour certains types d'expositions. Cependant, l'augmentation pourrait affecter les marchés émergents et les économies en développement de façon disproportionnée.

Les marchés de la dette souveraine sont souvent les marchés les plus développés dans les différentes juridictions. Les titres d'État jouent un rôle important dans la gestion de la liquidité et du risque des établissements bancaires puisqu'ils sont souvent les actifs les plus liquides et bénéficiant de la qualité de crédit la plus élevée existant sur les marchés locaux (ils sont souvent considérés comme l'actif sans risque de la juridiction). Pour cette raison, la notation du crédit souverain est généralement utilisée comme plafond (ou maximum) pour les autres émetteurs de l'économie intérieure. Ainsi, les exigences en fonds propres applicables aux titres souverains fixent un plancher (ou un minimum) pour les autres actifs détenus par les banques sur l'économie nationale.

Le dispositif de Bâle I sur les fonds propres prévoyait pour les expositions souveraines sur les États

3 Le soutien de la banque mère vis-à-vis de ses filiales ne doit pas être tenu pour acquis ; la décision par un investisseur étranger de soutenir une filiale sera prise uniquement après prise en compte du solde des avantages et des charges futurs, notamment des coûts juridiques et de réputation.

4 Par exemple, nous supposons que les prêts immobiliers résidentiels sont pondérés à 50 %, tandis que les crédits commerciaux se voient attribuer une pondération du risque de 100 %. Les exigences en fonds propres dans le dispositif des 8 % pour une banque ayant 100 millions d'euros de prêts immobiliers résidentiels et 100 millions d'euros de prêts aux entreprises représenteront un total de 12 millions, qui se décomposent comme suit : $(100 \times 0,5) + (100 \times 1,0) \times 0,08 = 12$.

appartenant à l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) une pondération du risque nulle. Par conséquent, les exigences en fonds propres sont nulles pour ces expositions. Dans le cadre des approches standards de Bâle II et Bâle III, les pondérations des risques sont attribuées d'après la classification des risques établie par des agences de notation ou par les organismes de crédit à l'exportation (OCE)⁵. Toutefois, les autorités nationales sont habilitées à appliquer une pondération de risque plus faible pour les expositions au risque souverain des banques de la juridiction dans laquelle elles sont établies lorsque l'exposition est libellée et financée en monnaie locale.

Au cours du processus de consolidation entre les établissements d'origine et d'accueil appartenant à une banque internationale, les expositions souveraines libellées ou financées en monnaie locale de la filiale seront traitées comme des expositions libellées en devise étrangère par la banque mère envers un emprunteur souverain étranger. Ainsi, dans de nombreux cas la pondération des risques et les exigences en fonds propres applicables à la détention d'actifs souverains du pays d'accueil vont s'accroître.

Bâle II et Bâle III permettent de calculer les exigences en fonds propres à l'aide de modèles IRB fondés sur des paramètres estimés par les banques : la probabilité de défaut pour l'approche fondation et la probabilité de défaut ainsi que la perte en cas de défaut pour l'approche avancée⁶. Contrairement à l'approche standard, l'approche IRB ne permet pas explicitement l'utilisation d'une pondération du risque inférieure pour les expositions au risque libellées en monnaie locale ou financées localement prises par les filiales des banques. Toutefois, dans le cas des expositions au risque souverain, l'approche IRB permet aux banques d'attribuer différents paramètres (par exemple différentes probabilités de défaut et pertes en cas de défaut) pour un même emprunteur souverain selon que l'actif est libellé en monnaie locale ou en devise étrangère. Ce traitement vaut également, dans un contexte analogue, pour les expositions des banques à d'autres banques et à des entreprises.

Le recours aux approches IRB accroît les pondérations de risque pour les expositions au risque souverain, ce qui se traduit par des exigences en fonds propres plus élevées pour une banque qui précédemment utilisait l'approche standard et induit des pondérations de risque plus faibles pour les expositions financées et libellées en monnaie domestique⁷. C'est particulièrement le cas lorsque les banques d'importance systémique mondiale utilisent les notations des emprunteurs souverains étrangers fournies par des agences internationales pour calculer les exigences en fonds propres liées à ces expositions⁸.

Ce phénomène influera négativement sur les conditions de financement des filiales notamment dans les marchés émergents et les économies en développement où les banques étrangères recourant aux approches IRB occupent une place importante (cette question a été traitée dans diverses instances, cf. par exemple : Comité de Bâle, 2014, et Groupe consultatif régional pour les Amériques du Conseil de stabilité financière, 2014). Les filiales se trouveront par ailleurs désavantagées par rapport aux établissements locaux. L'impact sera important car les établissements bancaires sont généralement les principaux fournisseurs de financement dans les marchés émergents et les économies en développement. En outre, sur certains de ces marchés, il est possible que d'autres établissements ne soient pas en mesure de prendre le relais et de fournir suffisamment de crédits après le repli de certaines, voire parfois de la plupart des banques car elles sont détenues par des capitaux étrangers.

Dans le cadre de Bâle II, l'exposition des banques au risque souverain et à la banque centrale reçoivent le même traitement. Par conséquent, les engagements en monnaie nationale vis-à-vis de la banque centrale du pays où l'établissement est constitué recevraient une pondération positive ; ce qui n'a aucun sens car il est difficile d'imaginer une situation dans laquelle une banque centrale ne serait pas capable d'honorer de tels dépôts. Attribuer une pondération positive aux dépôts des filiales auprès de la banque centrale du pays d'origine affecterait non seulement la rentabilité

5 Selon le règlement de Bâle II, «pour être reconnus, ces OCE doivent adhérer à la méthodologie agréée par l'OCDE et publier leurs évaluations».

6 Pour certaines expositions, l'approche avancée permet aux banques d'estimer l'exposition en cas de défaut et l'échéance.

7 Même si les banques recourant aux approches IRB commencent à les mettre en œuvre pour un sous-ensemble de leur portefeuille de crédits, au final elles doivent les appliquer pour tous les portefeuilles de crédits concernés.

8 Le traitement des expositions souveraines fait actuellement l'objet d'un examen du Comité de Bâle en raison de son importance et de la nécessité d'avoir une approche cohérente entre les juridictions des membres.

des filiales de banques étrangères mais aussi la capacité de la banque centrale à mener efficacement sa politique monétaire.

En particulier, des pondérations de risque plus élevées accroîtraient le coût du financement par dette dans les pays d'accueil, tant pour les souverains que pour les entreprises, et modifieraient les prix observés sur les marchés financiers locaux. Cette situation inciterait les filiales à ajuster leurs portefeuilles en privilégiant des actifs plus risqués afin de tenter de maintenir la rentabilité du capital. Cela pourrait également inciter les filiales des banques internationales à réduire leur niveau d'endettement sur les marchés émergents et dans les économies en développement dont la notation de crédit est la plus basse, voire d'en retirer des capitaux investis.

De plus, un dispositif de consolidation entre maison mère et filiale, dans lequel l'exposition à la dette souveraine de la filiale fait face à des exigences en fonds propres plus élevées que celles imposées par le superviseur du pays d'accueil, entraînerait une inégalité de traitement sur les marchés du pays d'accueil. Les filiales des banques d'envergure mondiale devraient exercer leurs activités dans le pays d'accueil en étant soumises à des exigences de fonds propres plus strictes que celles appliquées aux banques nationales pour une exposition au risque similaire.

En outre, l'application d'exigences en fonds propres plus strictes aux marchés émergents et dans les économies en développement caractérisées par une forte présence de banques étrangères, réduira l'accès au crédit de certaines des entreprises locales les plus solvables.

2| Réduction des transactions et des activités de tenue de marché

Les opérateurs vendent et achètent activement des titres, en quête de profits sur les marchés nationaux et internationaux. Les établissements bancaires font partie des opérateurs les plus importants pour les titres émis sur les marchés par les entreprises et les souverains des marchés émergents et des économies en développement. Certains établissements sont

des teneurs de marché importants du fait de la liquidité apportée par leurs transactions et de l'immédiateté fournie à d'autres intervenants de marché, permettant le bon fonctionnement des marchés financiers (Duffie, 2012). Bâle 2.5 ainsi que des réformes structurelles bancaires réduiront les transactions et les activités de tenue de marché en accroissant fortement les coûts, voire en interdisant certaines formes d'opérations de marché.

Bâle 2.5 renforce les exigences en fonds propres relatives aux activités de marché des banques. Le dispositif a introduit une exigence de fonds propres relative au risque supplémentaire (*incremental risk capital* – IRC) pour les positions sensibles aux conditions du crédit dans les portefeuilles de négociation des banques utilisant des modèles internes, qui vise à couvrir les risques de défaut, de concentration et de migration de notation à un horizon de liquidité à plus long terme que calculé antérieurement. Les banques doivent également ajouter une exigence en fonds propres à celle du modèle interne de Bâle II fondée sur une valeur en risque en situation de crise utilisant des données historiques relatives à une période continue de douze mois de fortes tensions financières.

Comme cela a été décrit dans la section précédente, lorsque les maisons mères des banques traitent les expositions au risque souverain libellées en monnaie locale de leurs filiales comme des expositions en devises de la maison mère, les exigences en fonds propres augmentent. Par exemple, les exigences pour un emprunt public à cinq ans noté BBB+ peuvent être multipliées par six (cf. Groupe consultatif régional pour les Amériques du CSF, 2014) ⁹. L'augmentation des exigences en fonds propres résultant de l'application de Bâle 2.5 peut affecter de façon disproportionnée les positions prises par les banques d'envergure mondiale sur les marchés émergents et dans les économies en développement dans la mesure où elles tendent à être plus volatiles et relativement moins bien notées. Des exigences en fonds propres plus élevées seront aussi particulièrement lourdes pour les grandes filiales des banques d'envergure mondiale parce que leurs portefeuilles de dette souveraine peuvent déclencher des exigences en fonds propres supplémentaires liées au risque de concentration.

⁹ Bien que le résultat final dépende du reste de la composition du portefeuille obligataire, on constate une hausse très importante des exigences de fonds propres pour ce type d'obligations.

En outre, nombre de juridictions mettent en œuvre ou ont proposé des réformes bancaires structurelles allant au-delà des réformes approuvées au niveau international. La règle Volcker, la loi sur la réforme bancaire (*Banking Reform Act*) au Royaume-Uni (faisant suite à des suggestions contenues dans le Rapport Vickers) et la proposition de la Commission européenne relative aux mesures structurelles visant à améliorer la résistance des établissements de crédit de l'Union européenne en constituent des exemples. Les deux premières en sont au stade de la mise en œuvre, tandis que la troisième est en cours d'analyse par le Parlement européen. Ces réformes inciteront également les banques d'envergure mondiale à réduire leurs activités de négociation et de tenue de marché, entre autres¹⁰.

Les réformes structurelles tentent d'isoler les activités bancaires qui sont au cœur de leur métier (crédit, paiements et dépôts des particuliers) des activités de marché. Une large part des banques internationales sont juridiquement constituées ou effectuent des opérations importantes dans des juridictions dans lesquelles ces réformes interviendront. Les principales préoccupations des marchés émergents et des économies en développement se concentrent sur les éventuels effets extraterritoriaux, comme par exemple une augmentation des coûts de financement et une réduction de la profondeur et de la liquidité des marchés obligataires publics et privés en conséquence de l'interdiction des activités de marché. La possible migration de ces activités vers les institutions du secteur financier parallèle, non réglementées pour nombre d'entre elles, constituant une préoccupation supplémentaire.

3| Réglementation de la liquidité

Bâle III a introduit deux normes supplémentaires qui seront mises en œuvre progressivement entre 2015 et 2019. La première norme relative à la liquidité, le ratio de liquidité à court terme, vise à garantir que les institutions bancaires détiennent suffisamment d'actifs de haute qualité (*high-quality liquid assets* – HQLA) pour faire face à de graves difficultés de financement durant un mois. Le ratio de financement à long terme (*net stable funding*

ratio – NSFR) complète le ratio de liquidité à court terme en incitant les banques à conserver une structure par échéances équilibrée entre l'actif et le passif de leur bilan.

Au cœur de ces normes se trouve la notion d'actifs liquides de haute qualité, qui peuvent être convertis en espèces facilement et instantanément, avec une perte de valeur réduite ou nulle. Ces actifs sont généralement éligibles auprès des banques centrales au titre des besoins de liquidité intrajournaliers et des facilités de liquidité à 24 heures. Comme mentionné, les titres souverains (ou autres instruments garantis par l'État) sont habituellement les instruments les plus liquides disponibles sur les marchés locaux des pays d'accueil. Des exigences en fonds propres plus élevées pour les expositions au risque souverain des filiales de banques internationales accroîtront de façon indue les coûts de détention des actifs liquides de haute qualité. De plus, la norme du ratio de liquidité à court terme permet explicitement l'inclusion de dette souveraine locale en tant qu'actif liquide de haute qualité ainsi que l'utilisation des notations locales pour déterminer l'éligibilité de la dette des entreprises au titre d'actif liquide de haute qualité. Toutefois, cela ne garantit pas qu'après consolidation, les actifs considérés comme liquides et de haute qualité par les autorités du pays d'accueil seront éligibles pour les autorités du pays d'origine. Une situation similaire peut résulter du traitement appliqué par la réglementation nationale aux taux des retraits sur dépôts effectués auprès de filiales établies au sein de marchés émergents ou de pays en développement. Ces traitements accroîtront encore les coûts de conformité pour les filiales des banques internationales et exacerberont une incidence négative sur les conditions de financement de certains marchés émergents et économies en développement.

4| La capacité d'absorption totale des pertes

Le CSF a convenu d'un cadre visant à garantir que les banques d'importance systémique mondiale (G-SIB) ont la capacité d'absorber les pertes. Cette norme relative à la capacité d'absorption totale des pertes (*total loss absorbency capacity* – TLAC) a été publiée

10 Pour un rapport récent sur ce sujet, cf. CSF (2014b).

aux fins de consultation et certains détails, tels que le calibrage précis, sont toujours en cours de discussion. Le dispositif devrait être finalisé en 2015, une fois la période de consultation achevée et après une étude d'incidence quantitative visant à contribuer à décider du calibrage final.

La norme imposera aux banques de maintenir une capacité d'absorption des risques et de recapitalisation en continuité d'exploitation (*going concern*) et en cas de procédure de résolution (*gone concern*). Elle complète ainsi le dispositif de fonds propres Bâle III (absorption des risques dans une perspective de continuité d'exploitation) pour les banques en résolution (absorption des pertes dans le cas d'une procédure de résolution)¹¹.

Le dispositif global contribuera fortement à améliorer la capacité de résolution ordonnée des banques d'importance systémique. Toutefois, il posera également des défis pour la coopération entre pays d'origine et pays d'accueil.

D'après le dispositif, une partie des exigences devrait être remplie *via* des instruments autres que les fonds propres (dette subordonnée par exemple). Toutefois, les instruments émis à partir de filiales de banques d'importance systémique mondiale et acquis par leurs maisons mères compteront, dans la perspective du respect des exigences relatives à la capacité d'absorption totale des pertes pour une banque d'envergure mondiale, uniquement si les autorités du pays d'accueil ne peuvent déclencher l'absorption des pertes (hors résolution) qu'avec l'accord préalable de l'autorité du pays d'origine de la maison mère, ce qui constitue clairement une disposition asymétrique¹².

De plus, un conflit similaire entre pays d'origine et pays d'accueil peut résulter des règles relatives à la capitalisation adoptées dans le cadre de Bâle III. Les instruments de capital émis par la filiale ne seront pris en compte dans la capacité d'absorption totale des pertes consolidée que s'ils sont enregistrés en tant que fonds propres à des fins de consolidation. À cet égard, Bâle III établit que les instruments émis

par une filiale seront considérés comme des fonds propres à des fins de consolidation uniquement si les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil ont la possibilité, contractuelle ou statutaire, d'imposer les pertes aux détenteurs des instruments.

Cette situation crée une tension entre les autorités du pays d'origine et celles du pays d'accueil parce que, si les incitations peuvent être alignées *ex ante*, cela peut ne pas être le cas en cas de déclenchement d'une crise. La nécessité d'obtenir l'accord des autorités du pays d'origine avant de déclencher la conversion de la capacité d'absorption totale des pertes et d'autres instruments de capital met les autorités du pays d'accueil dans une position difficile. Cette situation peut limiter leur capacité à agir rapidement afin de recapitaliser les filiales en difficulté de banques d'importance systémique constituées dans leur juridiction. À la limite, en l'absence d'accord entre les autorités du pays d'origine et celles du pays d'accueil, une telle filiale devrait être placée en résolution avant le déclenchement des instruments d'absorption totale des pertes.

Il existe un défi supplémentaire pour certaines filiales de banques étrangères opérant sur des marchés émergents et dans des économies en développement. Souvent, de telles filiales financent leurs opérations localement *via* les dépôts des particuliers et satisfont à leurs exigences de fonds propres (généralement au-delà du minimum requis) principalement sous la forme de fonds propres de base de catégorie 1 (*Core Equity Tier 1 capital* – CET 1). L'exigence de détention d'une proportion de la capacité d'absorption totale des pertes sous la forme d'instruments autres que des fonds propres pourrait potentiellement exercer deux effets négatifs sur ces banques. Premièrement, cette exigence peut accroître les coûts d'intermédiation des banques si elles sont obligées d'émettre des instruments autres que des fonds propres venant s'ajouter à leur niveau déjà élevé de CET 1. Deuxièmement, cette exigence inciterait à réduire la qualité du capital de ces banques, si elles choisissaient de substituer le CET 1 à des instruments autres que des fonds propres afin de satisfaire à l'exigence de capacité d'absorption totale

11 CSF (2014c).

12 Le dispositif reconnaît le rôle de la «capacité d'absorption totale des pertes interne», c'est-à-dire les instruments émis par une filiale pour sa maison mère (une manière de remonter les pertes et de faire redescendre les fonds propres lorsque la stratégie de résolution acceptée par les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil au sein d'un groupe de gestion de crise appelle à la résolution de la maison mère avec ses filiales en tant que groupe, le fameux point d'entrée unique. Le dispositif établit que la capacité d'absorption totale des pertes interne n'absorbera les pertes en dehors de la résolution que lorsque l'accord de l'autorité du pays d'origine aura été obtenu par le régulateur du pays d'accueil.

des pertes. Dans les deux cas, se pose la question de la capacité d'absorption par les marchés financiers des économies émergentes et en développement d'instruments de TLAC autres que du capital.

CONCLUSION

Si la mise en œuvre du calendrier de réformes approuvé au niveau international a renforcé la sécurité et la résistance du système financier mondial, nombre de questions subsistent concernant la manière dont ces réformes modifieront la physionomie du secteur bancaire au niveau international. Le défi qui s'annonce consiste à garantir que la mise en œuvre de ces réformes reflète de façon adéquate les intérêts des économies avancées mais aussi des marchés émergents et des économies en développement.

Le traitement, dans la réglementation du pays d'origine, des expositions au risque des filiales étrangères peut nettement accroître les coûts que représentent des filiales étrangères et les coûts

de financement des marchés émergents et des économies en développement, sans avantages clairs pour la stabilité financière internationale ou les profils de risque des banques d'envergure mondiale. La consolidation des actifs bancaires à des fins de supervision et l'augmentation des exigences en fonds propres correspondantes peuvent affecter de manière disproportionnée les conditions de financement et de liquidité des marchés émergents et des économies en développement. Les exigences relatives à la capacité d'absorption totale des pertes imposent également des coûts plus élevés aux banques établies au sein de marchés émergents et d'économies en développement.

Le suivi attentif de la mise en œuvre cohérente des réformes approuvées au niveau international est important pour éviter l'arbitrage réglementaire. Observer les évolutions des marchés et identifier les effets non souhaités et négatifs des réformes sur les marchés émergents et dans les économies en développement devraient continuer à constituer une priorité pour le G20, le CSF, le Comité de Bâle et les autres instances de régulation.

BIBLIOGRAPHIE

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2012)
«Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace».

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2014)
«*Impact and implementation challenges of the Basel framework for emerging market, developing and small economies*», document de travail n° 27, préparé par le Groupe consultatif de Bâle.

Comité sur le système financier mondial (2014)
«*EME banking systems and regional financial integration*», publications du CSFM n° 51.

Conseil de stabilité financière (2014a)
«*Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance*», rapport aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20.

Conseil de stabilité financière (2014b)
«*Structural Banking Reforms : Cross-border consistencies and global financial stability implications*», rapport aux dirigeants du G20 pour le sommet de novembre 2014.

Conseil de stabilité financière (2014c)
«*Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution*», 10 novembre.

Conseil de stabilité financière, Fonds monétaire international et Banque mondiale (2012)
«*Identifying the effects of regulatory reforms on emerging market and developing economies : a review of potential unintended consequences report to the G20 finance ministers and central bank governors*», rapport aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20.

Conseil de stabilité financière, Fonds monétaire international et Banque mondiale (2013)
«*Monitoring the effects of agreed regulatory reforms on emerging market and developing economies (EMDEs)*».

Conseil de stabilité financière, Fonds monétaire international et Banque mondiale (2014)
«*Monitoring the effects of agreed regulatory reforms on emerging market and developing economies (EMDEs)*».

Duffie (D.) (2012)
«*Market making under proposed Volcker rule. rock center for corporate governance*», Stanford University, série de documents de travail n° 106.

Fonds monétaire international (2014)
«*Nuages et incertitudes de l'après-crise*», *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre.

Groupe consultatif régional pour les Amériques du Conseil de stabilité financière (2014)
«*Report on the effect on host countries of balance sheet consolidation and risk management practices by global banks*».

Institut pour la stabilité financière (2014)
FSI survey : *Basel II, 2.5 and III Implementation*.

Le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt : réforme des marchés de produits dérivés et activité de prêt des banques

GUILLAUME VUILLEMÉY

Sciences Po

et *Direction des Études monétaires et financières*

Banque de France

La réforme en cours des marchés de produits dérivés de gré à gré requiert, de la part des participants de marché, la déclaration des transactions à des référentiels centraux, et impose de nouveaux standards en matière de compensation et de marges. Le coût induit par ces exigences a fait l'objet de vifs débats, qui ont eu pour objectif principal de quantifier le montant, en valeur absolue, du collatéral nécessaire, dans l'ensemble du système financier, pour que les institutions financières puissent se conformer à ces nouvelles règles.

Après une brève revue de la littérature sur ce sujet, le présent article analyse le coût d'opportunité du collatéral mis en garantie, qui est le principal coût économiquement pertinent pour les opérateurs de marché. En l'absence de la réforme en cours, toute unité supplémentaire de collatéral mis en dépôt sur des expositions aux dérivés aurait été utilisée à d'autres fins, par exemple pour servir à des opérations de refinancement collatéralisé (repurchase agreements). La réforme des marchés de produits dérivés a donc des conséquences importantes pour le financement des banques et leur capacité de prêt.

Par ailleurs, tandis que les montants supplémentaires de collatéral requis peuvent être agrégés à l'échelle du système financier, les coûts d'opportunité n'ont de sens qu'au niveau de chaque banque individuelle, et dépendent de la valeur marginale d'une unité de collatéral pour chaque institution. Étant donné que la valeur marginale du collatéral varie pour chaque banque, la réforme des marchés de gré à gré peut avoir de larges effets distributifs pour la capacité de couverture des risques et de prêt de celles-ci. Cet article traite également de la substitution entre couverture parfaite des risques et couverture imparfaite, mais requérant moins de collatéral.

Parmi les autorités de régulation ou dans le monde universitaire, les débats sur la demande de collatéral portent avant tout sur la valeur monétaire *absolue* du collatéral supplémentaire nécessaire pour se conformer aux nouvelles exigences de marges sur les expositions aux produits dérivés, compensées ou non. Cette démarche permet notamment de calculer le montant total de collatéral requis, à l'échelle du système financier, pour satisfaire aux nouvelles exigences, sous un grand nombre d'hypothèses concernant la microstructure des marchés, les modèles de détermination des marges ou les opportunités de compensation multilatérale.

Du point de vue de la théorie économique, en revanche, la question du *coût d'opportunité* du collatéral mis en garantie est plus pertinente. En l'absence de la réforme en cours, toute unité supplémentaire de collatéral déposée pour garantir des expositions aux dérivés aurait été utilisée à d'autres fins. Il y a là une différence importante avec l'approche exclusivement fondée sur la valeur monétaire du collatéral requis : les coûts d'opportunité ne peuvent pas être agrégés à l'échelle du système. En effet, le coût d'opportunité d'une unité de collatéral mis en dépôt par un agent dépend de la valeur marginale de cet actif pour cet agent. Or, les valorisations marginales des actifs utilisés comme collatéral sont, très probablement, fortement hétérogènes entre les opérateurs, comme expliqué ci-dessous. En première approximation, cette valeur marginale sera élevée pour une institution ayant peu de liquidités ou d'actifs liquides disponibles, et plus faible pour une institution qui en dispose en abondance. Le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt dépend également d'un certain nombre d'autres variables, à l'échelle du système et de chaque institution, qui seront évoquées plus loin.

Cet article expose brièvement la réforme en cours (section 1) ainsi que les travaux existants qui tentent d'estimer le montant absolu de collatéral requis pour satisfaire aux nouvelles règles de collatéralisation et de compensation (section 2). La section 3 traite du coût d'opportunité du collatéral mis en garantie par les institutions et de l'arbitrage entre couverture des risques et prêt. La section 4 s'intéresse à l'arbitrage, rendu nécessaire par les nouvelles exigences de collatéralisation, entre couverture parfaite et imparfaite

des risques. Précisons dès l'abord que le présent article laisse de côté la question des avantages anticipés d'une compensation centrale obligatoire ou d'autres exigences de collatéralisation. Ces avantages ont en effet été décrits en détails dans un certain nombre d'autres études théoriques ou de rapports publics (par exemple, Duffie *et al.*, 2010 ; Duffie et Zhu, 2011).

1| LA RÉFORME EN COURS DES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ

La réforme des marchés de produits dérivés de gré à gré, engagée après la réunion du G20 à Pittsburgh en 2009, est actuellement mise en application dans la plupart des juridictions, avec l'introduction de la loi Dodd-Frank aux États-Unis, ainsi que du règlement EMIR et de la directive MiFID 2 au sein de l'Union européenne. Nous nous contentons d'un bref rappel de leur contenu juridique, qui a été décrit à de nombreuses reprises¹.

Ces réformes suivent quatre axes principaux. Premièrement, elles encouragent la négociation sur des plates-formes électroniques. Deuxièmement, elles requièrent la compensation par une contrepartie centrale (CCP) des contrats sur dérivés standardisés. Troisièmement, aussi bien les transactions bilatérales que celles compensées centralement devront être déclarées à des référentiels centraux. Quatrièmement, des exigences de fonds propres plus élevées sont imposées pour les produits dérivés non compensés centralement. Le présent article traite principalement du coût induit par le renforcement des exigences de collatéral.

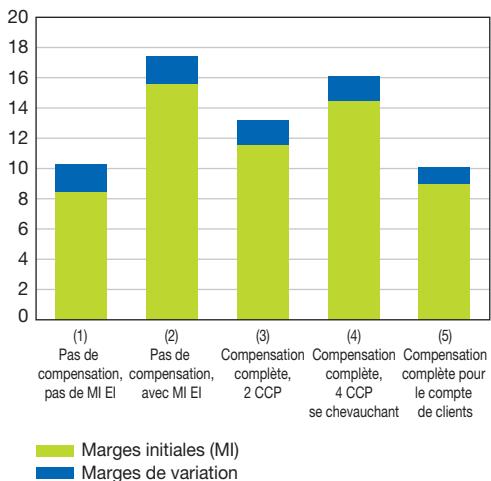
2| LA DEMANDE TOTALE DE COLLATÉRAL

Jusqu'alors, l'essentiel du débat sur le coût de la réforme des marchés de produits dérivés s'est attaché à chiffrer le montant de collatéral supplémentaire requis à l'échelle du système, à l'heure où l'obligation de compensation par contrepartie centrale entre

¹ Voir l'édition 2013 de la Revue de la stabilité financière de la Banque de France consacrée aux marchés de gré à gré et le dernier rapport du Conseil de stabilité financière, 2014. En août 2013, la réforme des marchés de produits dérivés de gré à gré a également fait l'objet d'une évaluation coûts/bénéfices par le Macroeconomic Assessment Group on Derivatives (MAGD) de la Banque des règlements internationaux.

Graphique 1
Demande estimée de collatéral dans cinq scénarios

(en % du notionnel net)



Note : Ce graphique synthétise certains des principaux résultats présentés dans Duffie et al. (2014). La demande agrégée de collatéral à l'échelle de tout le système est décomposée en marges initiales et marges de variation. « MI EI » désigne les marges initiales entre intermédiaires teneurs de marché (dealers).

Source : Duffie et al. (2014).

en vigueur. Les premières études se sont appuyées sur des simulations et ont été cantonnées aux principaux intermédiaires teneurs de marché (Heller et Vause, 2012 ; Sidanius et Zikes, 2012). En revanche, Duffie et al. (2014), dont les principaux résultats sont synthétisés au graphique 1, recourent à des données sur les expositions bilatérales à l'échelle mondiale et prennent en compte un grand nombre de dérivés de crédit (CDS) afin d'estimer le montant du collatéral supplémentaire qui sera exigé. Cette approche agrégée a pour principal avantage de permettre une meilleure compréhension des arbitrages en jeu à l'échelle du système et de les synthétiser. À des fins de politique publique, l'ordre de grandeur estimé peut également être comparé à d'autres variables agrégées (par exemple à l'encours des expositions, ou aux stocks d'actifs liquides non gagés).

S'agissant de la demande de collatéral, la compensation par contrepartie centrale entraîne des exigences de marge supérieures au niveau de chaque transaction individuelle, mais procure des avantages grâce à la compensation multilatérale et

à la diversification. Si une transaction unique devait faire l'objet d'une novation vers une CCP, davantage de collatéral serait requis, car les CCP exigent une collatéralisation complète, qui vient s'ajouter à des exigences supplémentaires (telles que l'abondement d'un fonds de garantie). Lorsque des transactions à contreparties multiples font l'objet d'une novation vers une seule CCP, en revanche, les positions longues et courtes vis-à-vis de différentes contreparties sont réduites pour chaque contrat (*netting*). De plus, sachant que les marges initiales et les marges de variation sont calculées sur la base de la volatilité du portefeuille d'un opérateur, la novation d'expositions multiples vers une CCP offre des avantages en termes de diversification, ce qui réduit la marge exigée.

Duffie et al. (2014) présentent un résultat important : si la compensation centrale obligatoire (barre 3 dans le graphique 1) augmente la demande de collatéral d'environ 30 % par rapport à la situation d'avant la réforme (barre 1), elle réduit la demande de collatéral lorsque des marges initiales entre intermédiaires teneurs de marché (*dealers*) sont imposées sur des transactions non compensées (barre 2). Cela s'explique par des avantages importants en termes de compensation multilatérale et de diversification, lesquels ont été sous-estimés dans les études précédentes. Après la réforme, la demande de collatéral est évaluée à environ 13 % des montants notionnels nets pour les contrats CDS².

Deux autres aspects de la structure du marché influent sur la demande de collatéral. Premièrement, à mesure que le nombre de CCP actives augmente, les avantages offerts par la compensation centrale en termes de compensation multilatérale et de diversification diminuent et la demande de collatéral s'accroît. Ce constat se vérifie tout particulièrement lorsqu'un contrat dérivé donné est compensé par plusieurs CCP (barre 4). Dans ce cas, toutes les positions, longues et courtes, d'un opérateur donné ne sont pas forcément incluses dans une compensation multilatérale, ce qui est onéreux. Deuxièmement, lorsque le collatéral peut être réhypothéqué sur le marché bilatéral, le total des marges initiales entre intermédiaires teneurs de marché est réduit et les incitations à compenser les expositions peuvent être moindres.

² Les marges pour les swaps de taux d'intérêt représenteraient un pourcentage plus faible de l'exposition notionnelle nette. En effet, le profil de risque d'un swap est linéaire et plus facile à gérer, tandis que le risque d'ajustement brusque à proximité d'un événement de crédit (jump-to-default) d'un swap de défaut est plus difficile à collatéraliser.

Enfin, alors que Duffie *et al.* (2014) se concentrent sur la demande de collatéral totale, le seul effet distributif qu'ils analysent découle des avantages, variables selon les institutions, en termes de compensation et de diversification dans le contexte de la compensation pour le compte d'un client (c'est-à-dire dans le cas d'intermédiaires compensant les expositions de leurs clients/utilisateurs finaux). Dans ce contexte, les effets distributifs de la compensation apparaissent parce que des opérateurs détiennent des portefeuilles de tailles différentes qui sont plus ou moins diversifiés. Les gros opérateurs aux portefeuilles bien diversifiés profitent d'avantages plus conséquents en termes de compensation multilatérale et de diversification. Par comparaison avec le cas de référence caractérisé par des marges initiales sur des expositions non compensées, la compensation centrale peut réduire la demande de collatéral pour les grandes institutions et l'accroître pour les institutions plus petites. L'effet agrégé (barre 5), où les gros opérateurs prédominent, masque donc une hétérogénéité conséquente.

3| LE COÛT D'OPPORTUNITÉ DU COLLATÉRAL MIS EN GARANTIE

Toutefois, les effets distributifs de la compensation s'exercent aussi par un autre canal, dont un montant monétaire ne saurait rendre compte. Pour une unité donnée de collatéral à déposer auprès d'une CCP, ou à livrer à une contrepartie de gré à gré, le coût d'opportunité peut différer à la marge entre les institutions. Cette section traite du coût d'opportunité du collatéral et de sa distribution entre les banques.

Quel est le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt ? Les institutions financières se caractérisent par l'usage d'actifs éligibles comme collatéral aussi bien à des fins de couverture (à l'aide de dérivés) que pour leur propre financement, par exemple sur les marchés de financement collatéralisés tels que le *repo*. Pour répondre à la question ci-dessus, nous considérons une approche statique et une approche dynamique.

3|1 L'approche statique

À chaque instant, une institution financière détient un stock donné d'actifs utilisables comme collatéral. Pour cette institution, le coût d'opportunité de l'usage

des dérivés correspond à une diminution de sa capacité de financement : toute unité de collatéral qui est mise en garantie sur le marché des dérivés ne peut plus être utilisée à des fins de refinancement sur le marché monétaire ou sur les marchés de dettes collatéralisés. Si les exigences de collatéral sont plus élevées à cette date, cette institution devra revoir à la baisse ses opérations de couverture ou réduire son financement, donc ses prêts.

Diverses caractéristiques, aussi bien agrégées qu'iddiosyncratiques, déterminent si, *in fine*, ce sont les opérations de couverture ou les activités de prêt qui sont les plus affectées. Si les opportunités de prêt présentes ont un rendement marginal élevé, il sera particulièrement coûteux pour une banque de renoncer à emprunter, et par conséquent à prêter. À l'échelle de l'économie, c'est le cas lorsque les conditions réelles sont bonnes. Pendant ces périodes prospères, les opérations de couverture peuvent être davantage réduites.

Au niveau des banques, le renoncement à prêter est particulièrement coûteux pour les petits établissements, si la rentabilité marginale des prêts bancaires décroît (comme le suggèrent les études empiriques, cf. Dell'Ariccia *et al.*, 2012). Ce constat concorde avec le fait que ces banques réalisent moins d'opérations de couverture : si, aux États-Unis, 65 % des banques situées dans le quintile des banques les plus importantes recourent aux dérivés pour se couvrir, c'est le cas de seulement 1 % des banques dans le quintile inférieur. Pour ces banques, revoir leur activité de prêt à la baisse se révèle plus coûteux à la marge. Elles peuvent en revanche juger optimal de réduire leurs opérations de couverture ou d'y renoncer afin de préserver leur financement et de continuer à exploiter leurs opportunités de prêt.

3|2 L'approche dynamique

Dans une perspective dynamique, cependant, les banques peuvent choisir d'ajuster le montant total des actifs liquides qu'elles gardent et pouvant servir à collatéraliser une opération de couverture ou de financement. Dans un article récent, Rampini et Viswanathan (2010) ont élaboré un cadre théorique permettant de mieux comprendre l'investissement et la gestion du risque dans une perspective dynamique, lorsque l'emprunt et la couverture (éventuellement par des dérivés) requièrent des engagements

collatéralisés. Ce cadre permet de mieux comprendre le principal mécanisme évoqué ici. Pour le secteur financier, ces questions ont été revisitées par Vuillemeuy (2014), étude sur laquelle s'appuie la présente section.

Lorsque les exigences de collatéral sont renforcées, les banques peuvent être incitées à conserver davantage de liquidités et d'actifs liquides sur une base permanente, afin de diminuer l'acuité de l'arbitrage entre couverture des risques et prêts. Bien que, à l'avenir, le coût d'opportunité de l'usage des dérivés puisse être moindre pour une banque si elle choisit aujourd'hui de détenir un portefeuille plus important de titres éligibles comme collatéral, le simple fait de conserver un plus grand montant de liquidités et d'actifs liquides aujourd'hui a aussi un coût : il faut renoncer à des opportunités de prêt actuelles et investir des ressources rares dans des actifs utilisables comme collatéral, à faible rendement. Pour une banque de taille donnée, conserver en permanence un stock important de collatéral suppose de revoir à la baisse ses activités de prêt sur une base permanente (et ce même effet se produit également si les banques augmentent la taille de leur actif, dès lors que la rentabilité marginale des prêts est décroissante) ³.

Préserver des stocks plus substantiels de collatéral a un coût variable selon les institutions, de même que la valeur marginale du collatéral diffère d'une institution à l'autre, comme évoqué dans la sous-section précédente. Pour les banques dont les activités de prêt affichent une forte rentabilité marginale, il est plus coûteux de conserver d'importants stocks d'actifs liquides. Nous l'avons vu, ce sera probablement le cas pour les banques de petite taille, qui peuvent faire le choix d'augmenter dans une moindre mesure leur portefeuille de collatéral afin de préserver leur capacité de prêt.

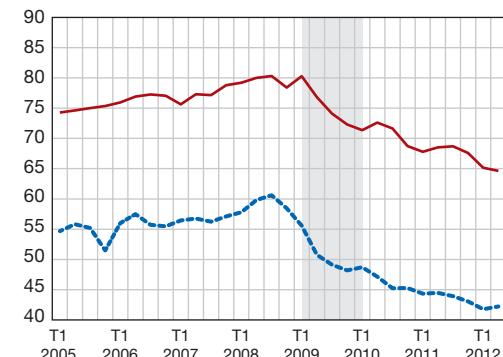
Pour illustrer cet effet, il est utile de recourir à des données concernant les banques commerciales aux États-Unis ⁴. Sur la totalité de l'année 2009, les pertes essuyées par les banques du fait de leurs expositions au risque de crédit ont été très variables d'une institution à l'autre, s'échelonnant entre près de 9,8 % et - 5,8 % (c'est-à-dire un bénéfice) des actifs totaux d'avant la crise. Pour les banques

enregistrant une perte substantielle, la valeur de leurs fonds propres diminue et leurs ressources internes se réduisent fortement, si bien que la valeur marginale des actifs liquides disponibles pour ces banques augmente. Quelle est la réaction des activités de prêt et de couverture pour ces institutions ? Le graphique 2 présente ces activités (normalisées par les actifs totaux) pour les banques enregistrant les pertes les plus fortes et les plus faibles.

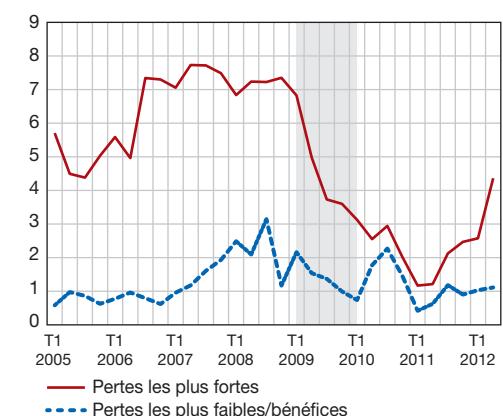
Graphiques 2 Activités de prêt et de couverture des banques en cas de choc sur leurs fonds disponibles

(en %)

a) Prêts/actifs totaux



b) Couverture/actifs totaux



Note : Le graphique du haut présente le ratio médian du total des prêts sur le total des actifs pour les 10 % des banques ayant enregistré les pertes les plus fortes (en rouge) et les plus faibles (en bleu) sur l'exercice 2009 (zone ombrée). Le graphique du bas présente le ratio médian des dérivés (en termes notionnels) utilisés à des fins de couverture sur le total des actifs.

Sources : Banque fédérale de réserve de Chicago, Call reports of Bank Holding Companies (FR Y-9C) ; calculs de l'auteur.

³ Il est difficile d'obtenir des estimations empiriques fiables de cet effet. Une tentative, qui s'appuie toutefois sur un grand nombre d'hypothèses, est exposée dans le rapport établi par le Macroeconomic Assessment Group on Derivatives (MAGD), « Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms », août 2013. Des tentatives empiriques connexes cherchent à estimer l'impact des exigences de liquidité (par exemple le ratio de liquidité à court terme, ou liquidity coverage ratio) sur les prêts bancaires. Ces estimations soulèvent également un certain nombre de difficultés économétriques qui n'ont pas, à ce jour, été résolues de manière convaincante.

⁴ Cet exemple s'appuie sur des travaux empiriques préliminaires encore en cours.

Si les deux catégories de banques réduisent leur activité de prêt dans des proportions relativement comparables (cadre de gauche), seules les banques enregistrant de fortes pertes revoient sensiblement à la baisse leurs activités de couverture (cadre de droite). À notre avis, ces résultats signifient que les banques qui affichent les pertes les plus lourdes font face à un arbitrage plus tendu entre couverture des risques et financement que celles qui subissent des pertes moindres ou nulles. En effet, leurs ressources internes, utilisables comme collatéral sous la forme de liquidités ou de titres liquides, deviennent relativement plus restreintes. Pour préserver leur financement, ces banques choisissent de réduire leurs opérations de couverture.

Cet exemple nous donne des indications sur les conséquences de l'augmentation des exigences de marge pour les activités de prêt et de couverture des banques, pour plusieurs catégories d'institutions. Ces exigences renforcées peuvent entraîner une baisse de l'actif net, comme dans l'exemple ci-dessus, car chaque position sur dérivés requiert de déposer davantage de collatéral, si bien que les actifs disponibles comme collatéral se raréfient.

4| UNE COUVERTURE IMPARFAITE EN RÉACTION AUX EXIGENCES OPÉRATIONNELLES ET DE COMPENSATION

Si la section ci-dessus a principalement traité de l'arbitrage entre couverture et financement, et donc activité de prêt, la présente section est, quant à elle, consacrée à un arbitrage différent, qui s'opère entre différentes formes de couverture pour un même facteur de risque sous-jacent.

Pour un facteur de risque ou une exposition à un actif sous-jacent donnés qu'elle doit couvrir, une banque doit choisir entre une couverture « parfaite » et « imparfaite ». Si une couverture parfaite est préférable du point de vue de la gestion du risque, elle se révèle également plus coûteuse en termes de collatéral exigé. Plusieurs raisons expliquent cela. Tout d'abord, pour obtenir une couverture parfaite, une institution a habituellement besoin d'un contrat dérivés sur mesure (non standardisé). Ces contrats deviennent plus coûteux depuis la réforme des marchés de dérivés. Deuxièmement, pour les risques s'inscrivant dans un horizon temporel lointain, la couverture parfaite suppose de faire correspondre l'échéance du dérivé avec

celle de l'exposition sous-jacente. Or, les exigences de marge augmentent avec l'échéance du contrat pour un facteur de risque donné.

Lorsque les exigences de collatéral sont renforcées, les banques sont incitées à recourir à des « couvertures imparfaites ». Si la couverture imparfaite peut prendre de nombreuses formes différentes, on observe toutefois deux caractéristiques saillantes. Tout d'abord, il est possible de couvrir imparfaitement une exposition donnée en utilisant un contrat sur dérivé qui procure approximativement les mêmes effets que la couverture parfaite, tout en demandant moins de collatéral. C'est le cas si le contrat servant à la couverture imparfaite est plus standardisé ou compensable. Deuxièmement, on peut également parvenir à une couverture imparfaite en couvrant une exposition à long terme par de multiples contrats sur dérivés à court terme, qui requièrent moins de collatéral. Certaines institutions se tournent ainsi déjà vers les *swaps* de taux d'intérêt à moins d'un an, alors qu'elles utilisaient des *swaps* à échéance plus lointaine par le passé.

5| CONCLUSION

L'effet global de la réforme des marchés de produits dérivés dépend de la magnitude relative des deux arbitrages exposés dans cet article pour les acteurs : celui entre couverture et financement, et donc capacité de prêt, et celui entre couverture parfaite et imparfaite. Le coût de cette réforme variera probablement suivant les institutions, car le collatéral a une utilisation et une utilité marginale différentes d'une banque à l'autre. Par conséquent, les effets distributifs de cette réforme pénalisent dans une large mesure les banques qui disposent de peu d'actifs à apporter en garantie. Jusqu'ici, l'intérêt porté aux montants agrégés de collatéral exigé a masqué ces effets distributifs, qui devraient avantager, en termes relatifs, les grandes institutions.

Du fait de l'hétérogénéité du coût d'opportunité du collatéral gagé selon les banques, les petites institutions devront probablement renoncer à se couvrir ou recourir plus fréquemment à des couvertures imparfaites. Pour les banques qui opteront pour une couverture des risques après la réforme, le stock de collatéral disponible pour le financement à des fins de prêt devrait se réduire. Quantifier l'effet (agrégé ou au niveau des établissements) sur la capacité d'endettement et de prêt des banques est néanmoins une tâche fort ardue.

BIBLIOGRAPHIE

Conseil de stabilité financière (2014)

« *Seventh progress report on implementation of OTC derivatives market reforms* », avril.

Dell'Arccia (G.), Igan (D.) et Laeven (L.) (2012)

« *Credit booms and lending standards: evidence from the subprime mortgage market* », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, n° 2-3, p. 367-384.

Duffie (D.), Li (A.) et Lubke (T.) (2010)

« *Policy perspectives on OTC derivatives market infrastructure* », Banque fédérale de réserve de New York, *Staff Reports*, n° 424, janvier.

Duffie (D.), Scheicher (M.) et Vuillemey (G.) (2014)

« *Central clearing and collateral demand* », *Journal of Financial Economics*, à paraître.

Duffie (D.) et Zhu (H.) (2011)

« *Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk?* », *Review of Asset Pricing Studies*, vol. 1, n° 1, p. 74-95.

Heller (D.) et Vause (N.) (2012)

« *Collateral requirements for mandatory clearing of over-the-counter derivatives* », Banque des règlements internationaux, *document de travail*, n° 373.

Rampini (A.) et Viswanathan (S.) (2010)

« *Collateral, risk management and the distribution of debt capacity* », *Journal of Finance*, vol. 65, n° 6, p. 2293-2322.

Sidanis (C.) et Zikes (E.) (2012)

« *OTC derivatives reform and collateral demand impact* », *Financial Stability Paper*, n° 18.

Vuillemey (G.) (2014)

« *Derivatives and risk management by commercial banks* », mimeo.

La contribution des sociétés d'assurance et des gestionnaires d'actifs au financement de l'économie

Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France

CHRISTIAN GOLLIER
Professeur d'Économie et Directeur
École d'économie de Toulouse

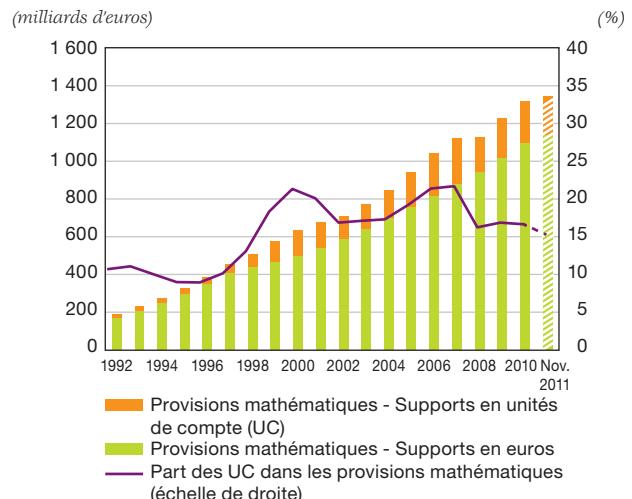
Le marché de l'assurance-vie en France, qui a capté 1 500 milliards d'euros d'épargne, est aujourd'hui confronté à d'importants challenges. Alors que les ménages qui utilisent ce produit d'épargne ont pour la plupart des horizons de placement très longs, les assureurs placent majoritairement ce patrimoine dans des actifs courts, liquides et peu risqués. C'est une catastrophe pour le dynamisme et la prospérité de notre pays. L'auteur montre que cet échec est dû à une mauvaise conception des règles fiscales et prudentielles du secteur. Malgré ses imperfections, la réforme Solvabilité II devrait corriger une partie du problème. Reste la question d'une indispensable réforme de la fiscalité de l'épargne en France.

La crise macrofinancière récente est un événement extrême qui constitue un test crucial à travers le monde pour les systèmes de retraite par capitalisation souvent gérés par des institutions de prévoyance et d'assurance. Contrairement au secteur bancaire dont le sauvetage a nécessité une intervention publique massive, le secteur de l'assurance est passé au travers de la crise essentiellement sans accroc¹. Ce résultat très éloquent ne doit néanmoins pas nous faire oublier les enjeux macroéconomiques et financiers majeurs auxquels le secteur de l'assurance-vie va être confronté dans les années à venir, en particulier en France.

Dans de nombreux pays, les ménages sont fiscalement encouragés dès leur entrée sur le marché du travail à se constituer une épargne individuelle pour leurs vieux jours. Les États-Unis ont mis en place un tel système dès 1980, les célèbres plans 401k. Dans un tel système, les risques financiers restent entièrement à la charge des ménages, qui peuvent être amenés à des réévaluations drastiques de leur plan en cas de krach financier : report de l'âge de départ à la retraite ou réduction du niveau de vie. Car beaucoup d'entre eux avaient avant la crise massivement investi l'épargne de toute une vie en actions. Par exemple, 28 % des universitaires américains de plus de cinquante-cinq ans affiliés au très réputé fonds de pension TIAA-CREF détenaient avant la crise 100 % de leurs placements en actions.

Quant à eux, les Français ont plébiscité ces vingt dernières années l'assurance-vie en euros, comme on peut le voir dans le graphique 1 dans l'évolution des encours depuis 1992. Contrairement à l'assurance-vie en unités de compte (qui ne représente que 15 % de l'encours), ce système a le grand avantage d'organiser une certaine solidarité entre générations d'épargnantes, en tout cas en théorie. Durant les bonnes années, les assureurs accumulent des excédents en distribuant des rendements aux épargnantes inférieurs à la rentabilité de leur portefeuille, ce qui permet de puiser dans cette réserve durant les mauvaises années pour offrir un rendement supérieur à celui de leur portefeuille. Il faut mettre au crédit des entreprises d'assurance qui ont assumé le risque d'avoir rempli efficacement leur mission, en accumulant avant la crise des réserves correspondant à environ 10 % de la valeur de leurs actifs, globalement 2,5 fois

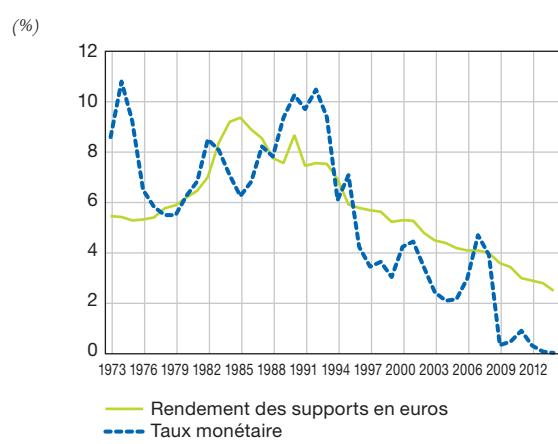
Graphique 1
Provisions mathématiques par type de support



Source : Cour des Comptes (2012).

plus que les minima requis par la réglementation prudentielle. Ainsi grâce aux ponctions dans ces réserves importantes, l'assurance-vie rapporte ces dernières années plus que le rendement des obligations souveraines. C'est parce que les assureurs continuent à distribuer la rentabilité en valeur historique des obligations qu'ils ont acquis il y a dix et vingt ans avec l'argent des générations précédentes d'assurés, (cf. graphique 2).

Graphique 2
Rendement moyen des supports en euros (net de frais de gestion et brut de prélèvements sociaux) et taux de rendement monétaire



Source : FFSA.

¹ AIG est évidemment une exception. Notons que les activités d'AIG qui ont conduit à son sauvetage retentissant en septembre 2008 étaient de nature bancaire.

Cette solidarité entre générations d'épargnants constitue la raison d'être des assureurs-vie. Elle permet un partage de risque entre générations d'assurés, et crée ainsi de la valeur. Gollier (2008) montre que cette solidarité intergénérationnelle pourrait améliorer le bien-être des ménages autant que le ferait une hausse de l'ordre de 1 % de la rentabilité annuelle de leur épargne. Mais il est impossible d'organiser une telle solidarité intergénérationnelle sans une intervention publique. L'industrie de l'assurance-vie a besoin d'un système fiscal spécifique pour la mettre en œuvre, de manière à réduire le comportement opportuniste des épargnants, sinon ceux-ci seront tentés de rentrer dans l'assurance-vie ou d'en sortir selon que les rentabilités offertes y sont supérieures ou inférieures à celle de la détention directe d'actifs. Ce risque est bien réel, puisque le blocage des fonds pour obtenir l'entièreté de l'avantage fiscal reste limité à huit ans. Depuis 2009, la mise en concurrence de l'assurance-vie avec le livret A illustre cette volatilité à laquelle les assureurs sont confrontés.

Le pendant logique de cette forte liquidité du produit d'assurance-vie en France est une stratégie de placement des 1 500 milliards d'euros détenus par les assureurs-vie dans leur bilan dans des actifs eux-mêmes liquides et sûrs. Cette règle de congruence actif-passif est renforcée par deux caractéristiques cruciales. La première porte sur la garantie de taux, réduite progressivement depuis deux décennies de 4,5 % à 0 %. La seconde est appelée «effet cliquet», qui offre chaque année la propriété pleine et entière à l'assuré sur les rendements constatés dans le passé. Pendant longtemps, une régulation défaillante de la solvabilité du secteur a permis aux assurés le meilleur de tous les mondes, en profitant d'un produit d'épargne liquide, sûr et rentable grâce à des placements de ces fonds dans des actifs relativement risqués. Ceci a été rendu possible par deux mécanismes complémentaires, l'assurance implicite de l'État contre le risque de défaut des assureurs, et la gratuité de l'assurance de portefeuille générée par la garantie de taux. L'imposition d'exigences en capital beaucoup plus pénalisantes contenues dans la réglementation Solvabilité II va logiquement condamner à terme les assurés à choisir entre sûreté et rentabilité. En réduisant le risque moral généré par l'assurance implicite de défaut offerte par l'État, elle va conduire à une augmentation du coût du capital des assureurs-vie qui détiennent beaucoup d'actifs risqués non couverts. Entre liquidité, sûreté et rentabilité, le marché va donc devoir choisir.

À court terme, c'est la rentabilité à long terme qui a été sacrifiée, puisque les assureurs ont, ces dernières années, réduit de façon drastique la part de leurs réserves investies en actions et en immobilier. Dans cet article, je développe l'idée que cette évolution est incompatible avec l'intérêt général, tant du côté des épargnants que du côté du dynamisme de notre économie. L'efficacité économique suggère une autre voie, celle d'un basculement du marché vers des produits d'épargne longue au risque financier mieux partagé entre les parties prenantes, permettant un plus fort investissement de l'encours d'assurance-vie dans le financement de notre économie.

QUELQUES ÉLÉMENTS THÉORIQUES SUR L'ÉPARGNE LONGUE

1| Allocation d'actifs et horizon d'épargne

Dans une économie sans épargne et sans investissement telle que décrite par Lucas (1978), les ménages consomment chaque année leurs revenus de l'année. Dans une telle économie, la consommation est très volatile, et les ménages portent des risques importants qui réduisent leur bien-être. Leur appétence à prendre des risques supplémentaires y est limitée. La possibilité d'épargner les années de vaches grasses pour dépenser cette épargne durant les années de vaches maigres constitue dans ce cadre une méthode de gestion des risques très utile par lissage des chocs. Non seulement cette épargne de précaution augmente le bien-être, mais en plus elle augmente la tolérance aux risques des ménages. C'est particulièrement vrai pour les ménages les plus jeunes qui disposent d'un plus grand nombre d'années devant eux pour lisser les chocs temporaires sur leurs revenus par cette stratégie d'accumulation et de déstockage de cette épargne de long terme.

Les épargnants disposant d'un horizon d'investissement long et d'un coussin d'épargne liquide suffisamment important sont donc en situation de pouvoir diversifier intertemporellement leur risque. Epstein (1983), Gollier (2001, 2002) et Gollier et Zeckhauser (2002) ont montré que cette capacité à gérer les risques intertemporellement augmente massivement la tolérance au risque des ménages qui en sont capables. Cela justifie que ceux-ci investissent une part beaucoup plus importante de

leur richesse dans des actifs risqués comme les actions pour profiter de la prime de risque qui est associée à ces classes d'actifs. En d'autres termes, l'épargne longue devrait naturellement être orientée vers le financement des investissements longs et risqués. C'est donc une aberration de voir en France les 1 500 milliards d'euros de l'assurance-vie investis essentiellement en obligations, en particulier dans la période actuelle de taux d'intérêt historiquement faibles. Dans d'autres pays comme les États-Unis, les Pays-Bas ou la Grande Bretagne, l'épargne longue des systèmes de retraite par capitalisation est investie plus massivement dans des actifs risqués.

En équilibre général, cette désaffection pour les actifs longs et risqués conduit à des primes de risque excessives pour ces classes d'actifs. Cela renchérit le coût du capital des entreprises qui portent ces investissements, ce qui handicape leur compétitivité, l'emploi, et la croissance. Elle rend l'économie trop court-termiste.

2| Partage de risque intergénérationnel et tolérance collective au risque

La vie des êtres humains est hélas trop courte pour bénéficier pleinement des effets de la diversification intertemporelle des risques. Leur horizon de placement dépasse rarement quarante ans. Or, le destin des ménages disposant d'un portefeuille de titres, conservé pendant une période de vingt ans, est très hétérogène, selon la génération d'investisseurs à laquelle ils appartiennent : aux États-Unis, 1 dollar investi début 1949 dans un portefeuille diversifié d'actions générera 10,8 dollars en capital accumulé fin 1968, mais seulement 1,2 dollar sur la période 1901-1920. Il n'existe pas aujourd'hui de mécanisme de marché qui permette à une génération d'épargnante de réellement partager les risques avec les suivantes. Cette incomplétude des marchés ne permet donc pas une allocation efficace des risques entre générations. Cette absence d'un marché efficace fondé sur le partage du risque intergénérationnel pose un véritable problème en termes d'équité sociale comme d'anticipation des risques financiers.

L'efficacité économique, ainsi que l'équité, appellent à une intervention publique visant à la mise en œuvre d'un partage des risques entre les générations d'investisseurs. Les investisseurs institutionnels

publics à long terme et les fonds de pension collectifs sont bien équipés pour s'acquitter de ce rôle, en complément de celui joué par les États dont l'horizon temporel est infini et qui prennent en considération le bien-être des générations futures. En agissant en tant que mandataires des différentes générations de citoyens, ces intermédiaires financiers peuvent accumuler des réserves financières sur de longues périodes de temps pour opérer une meilleure redistribution sociale à travers des investissements qu'ils prennent en charge, notamment au cours des périodes difficiles, en assurant un lissage des chocs financiers dans le temps et à travers les générations. Ce mécanisme améliore le bien-être de toutes les générations, au moins *ex ante*. Il a été montré (Gollier, 2008) que cet effet sur le bien-être équivalait, dans l'économie, à une augmentation de 1 % du rendement du capital, en particulier grâce à la réduction de l'aversion collective au risque que cette diversification intergénérationnelle des risques permet.

Si les fonds de pension à contributions définies ont *grossost modo* réussi à organiser cette solidarité intergénérationnelle dans les pays anglo-saxons, c'est grâce à l'illiquidité de cette épargne longue et à l'importante incitation fiscale qui encadre ce système dans ces pays. Peut-on en dire de même pour l'assurance-vie en France ? Bien sûr que non, et ceci pour quatre raisons :

- la liquidité de ce produit d'épargne est trop importante ;
- l'avantage fiscal disparaît complètement après seulement huit ans ;
- les rendements futurs sont garantis ;
- les rendements passés sont acquis (effet cliquet).

Chacune de ces quatre caractéristiques de l'assurance-vie française est antinomique avec un partage de risque intertemporel et intergénérationnel. Elle force un placement des sommes collectées dans des actifs courts, sûrs et liquides, en opposition complète avec les conclusions de la section 1]. C'est une catastrophe sociale et financière pour le pays.

Le test existentiel du système d'assurance-vie français se produira le jour où les taux d'intérêt de la zone euro commenceront à remonter, en particulier

dans un scénario de remontée rapide. Dans un tel scénario, les assureurs vont se retrouver avec un stock considérable d'obligations en moins-value latente juste au moment où les assurés vont être attirés par des titres de taux offerts par le marché qui seront plus attractifs qu'aujourd'hui. En clair, le phénomène inverse de celui observé depuis vingt-cinq ans va se produire. Durant cette période, la baisse des taux a permis d'offrir aux nouveaux clients la rentabilité historique élevée des obligations achetées pour les anciens clients capturés par l'avantage fiscal. C'est ce phénomène dit de dilution, corollaire de la diversification intergénérationnelle décrite ci-dessus, qui a conduit à cet extraordinaire succès de l'assurance-vie, qui a transféré de la richesse des anciennes générations d'épargnants vers les nouvelles. Durant la période de hausse des taux qui finira bien par se produire, il faudrait organiser le transfert inverse, dans lequel les nouveaux clients acceptent une rentabilité anticipée de leur assurance-vie inférieure aux taux d'intérêt, puisque les obligations à taux élevé achetées au regard de leur épargne seront diluées avec les obligations aux taux faibles achetées actuellement par les assureurs sur le marché. Dans ce scénario inéluctable, cette dilution ne rend évidemment pas le produit très attractif pour les nouveaux assurés potentiels, qui devraient se détourner vers d'autres produits. De plus, même si une certaine inertie peut être espérée, les anciens assurés devraient eux aussi se poser des questions, et potentiellement exercer leur option de sortie si l'avantage fiscal qu'ils perdraient ce faisant est insuffisant. Dans une telle situation, le marché de l'assurance-vie pourrait bien se trouver dans une situation critique. Cette crise de l'assurance ne serait d'une certaine manière que le pendant du sauvetage des banques depuis 2007 par une politique de taux d'intérêt très faible. Elle serait aussi la démonstration de l'impossible partage de risque intergénérationnel que ce marché a tenté de mettre en place depuis quatre décennies avec le soutien de l'avantage fiscal des épargnants qui acceptent de bloquer leur épargne sur une durée supérieure à huit ans. Ce scénario pose donc aussi la nécessaire remise en question du dispositif fiscal encadrant l'assurance-vie en France, au cas où il existerait une volonté politique de construire dans ce pays un système d'épargne longue collective instaurant une solidarité entre générations.

3| Retour à la moyenne et risques longs²

Ce qui importe pour un investisseur de long terme ainsi que pour ses mandants, c'est l'incertitude affectant les flux de rendement des actifs qui doivent permettre de couvrir les engagements du passif sur la durée. De ce fait, il est économiquement justifié de moduler dans son modèle d'allocation les primes de risque attachées aux différents instruments financiers en fonction de la durée des différents engagements. Par exemple, si les investissements sont réalisés pour couvrir un engagement dans dix ans, il s'agit de mesurer le risque que ces investissements ne permettent pas de couvrir cet engagement dans dix ans. En d'autres termes, il s'agit d'évaluer la volatilité du rendement sur dix ans de cet actif. Il est à noter par ailleurs que le rendement de cet actif est à comparer non pas avec le taux sans risque à court terme mais avec le rendement de l'obligation souveraine d'horizon correspondant.

Des relations statistiques complexes dans la dynamique des rendements des grandes classes d'actifs ne permettent en général pas de passer aisément d'une évaluation de la volatilité annuelle traditionnelle de ces actifs à une volatilité sur dix ans. Le cas simple consiste à supposer que le rendement des actions n'est pas corrélé dans le temps, c'est-à-dire que les rendements passés ne permettent pas de prédire les rendements futurs. Dans ce cas, une corrélation négative des rendements dans le temps permet de réduire le risque agrégé en augmentant la durée de détention. Résumons brièvement l'état des connaissances sur ce sujet. À court terme, les actions sont plus risquées que les obligations. À titre d'illustration, sur la période 1890-1998 aux États-Unis, la volatilité du rendement annuel des actions a été de 18 %, alors que celle des obligations n'a été que de 6,5 %. En l'absence de corrélation sérielle des rendements des actifs, la volatilité du rendement annuel des différents actifs est une bonne mesure du risque quelle que soit la durée du placement. Mais il est maintenant reconnu que la plupart des actifs financiers ont des rendements qui ne suivent pas une marche aléatoire. Par exemple, certaines études comme celles de Fama et French (1988) et de Bansal et Yaron (2004) montrent que le rendement des actions est sujet à un phénomène de retour à la moyenne, c'est-à-dire d'auto-corrélation négative des

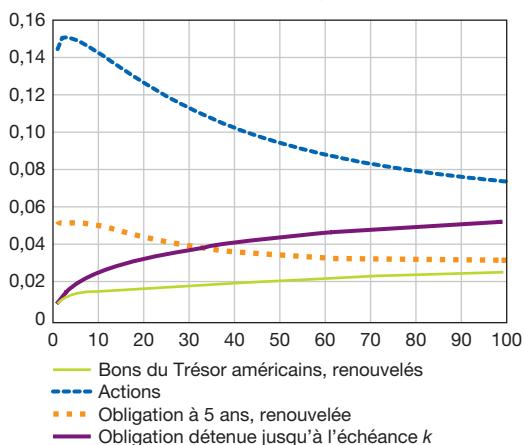
² Ce texte actualise un segment paru dans Gollier et Janci (2010).

rendements. Même si une auto-corrélation faiblement positive des actions existe à haute fréquence (quelques jours), ce qui importe pour l'investisseur de long terme est l'existence de cycles de six à dix ans. En conséquence, les investisseurs dont la durée des engagements est importante sont en situation de mieux diversifier intertemporellement le risque actions.

L'existence d'une corrélation sérielle, respectivement positive du rendement des obligations et négative du rendement des actions, fait en sorte que le risque relatif actions *versus* obligations décroît avec l'horizon temporel de l'investissement. Campbell et Viceira (2002) estiment un modèle auto-régressif vectoriel sur la période 1953-1999 pour décrire les processus des rendements américains, en utilisant comme variables prédictives le *price earning ratio*, le *spread* taux court-taux long, et le taux d'intérêt nominal. Nous reproduisons dans le graphique 3 leurs principaux résultats. Sur ce graphique, la volatilité des rendements annualisés d'un investissement sur k trimestres est reproduite en fonction de k , respectivement pour les actions, les bons du Trésor, et les obligations. Il est frappant de constater que le risque relatif des actions décroît rapidement pour des durées de détention comprises entre un et vingt ans, alors que le risque lié à la détention d'obligations longues croît fortement pour des durées de détention comprises entre un et cinq ans. Pour des horizons temporels entre vingt et cinquante ans, les volatilités

Graphique 3
Volatilité des rendements de différents actifs financiers aux États-Unis
 Données trimestrielles T2 1953-T41999

(abscisse : période de détention k , en trimestres ;
 ordonnée : écart-type annualisé du rendement)



Source : Campbell et Viceira (2002).

des rendements agrégés des actions et des obligations longues sont similaires. Bec et Gollier (2008) obtiennent des résultats sur données françaises qui vont dans le même sens, mais de façon moins intense.

De ceci, nous pouvons tirer l'enseignement que grâce à la stratégie de lissage des chocs de rendement de l'actif, et aussi potentiellement grâce au phénomène de diversification temporelle du risque actions, un épargnant disposant d'une durée anticipée de placement long peut bénéficier d'une relation performance-risque plus favorable qu'un investisseur de court terme. Dans la perspective de l'optimisation du bien commun, ceci renforce les résultats de la section 1 | concluant en faveur d'une stratégie de portefeuille plus favorable aux actifs qui apparaissent risqués sur un horizon de court terme.

4 | À qui faut-il offrir une assurance de portefeuille ?

L'assurance-vie en euros en France bénéficie d'une garantie de rendement non négatif. Cette assurance de portefeuille est un élément surprenant pour un produit d'épargne de long terme aussi populaire malgré une distribution plutôt biaisée en faveur des classes aisées. Il est peut-être utile de rappeler ici une vérité simple : si un épargnant *A* bénéficie d'une assurance contre un risque non diversifiable, c'est qu'un agent *B* a accepté de la lui vendre. En d'autres termes, il est matériellement impossible d'assurer 100 % des agents économiques : le risque macroéconomique est collectivement inassurable et doit bien *in fine* être porté par les épargnants. Cette assurance de portefeuille est évidemment intrinsèquement très attractive puisque elle garantit un revenu dans les états du monde où la communauté s'est appauvrie. Si on se rappelle comme Barro (2006, 2009) que la prime de risque sur les marchés financiers peut s'expliquer par une croyance collective selon laquelle le PIB pourrait s'effondrer d'environ 40 % avec une probabilité annuelle de 1,7 %, on comprend bien la valeur accordée par les épargnants pour cette assurance de portefeuille. Mais symétriquement, les agents économiques qui offrent la contrepartie sur ce marché de l'assurance de portefeuille devraient exiger une prime d'assurance conséquente.

Mon hypothèse est que le marché de l'assurance-vie en France a dysfonctionné dans ce domaine.

Le marché a offert cette assurance de portefeuille sur l'encours en euros de plus de 1 200 milliards d'euros sans que les assurés en paient vraiment le coût. Cette hypothèse est fondée sur le phénomène maintenant bien compris de risque moral : en cas de catastrophe macroéconomique, la garantie de taux mettrait la plupart des assureurs en faillite, ce qui forcerait l'État à les renflouer dans l'esprit du « *too-big-to-fail* » qui a prévalu pour le secteur bancaire en 2008. Les assureurs ne sont donc pas incités à valoriser ce risque qu'ils ne couvrent pas eux-mêmes³. Les assurés sont en conséquence incités à acheter des contrats en euros contenant cette assurance « gratuite », au détriment des contrats en unités de compte *a priori* plus rentables sur le long terme.

Les règles de Solvabilité II bouleversent radicalement cet équilibre passé en forçant essentiellement les assureurs à garder ces risques extrêmes dans leur bilan. Ceci devrait conduire à des adaptations assez fondamentales du marché dans les années à venir. Le prix payé par les assurés pour conserver cette garantie de taux devrait augmenter. Ceci devrait les inciter à rééquilibrer leur demande pour les contrats en euros vers les contrats en unités de compte, ce qui est compatible avec l'intérêt général comme expliqué plus haut. Curieusement, ce n'est pas ce qu'on observe actuellement. Le marché a plutôt réagi aux nouvelles règles en maintenant une offre fortement axée sur les produits à taux garanti, mais en réduisant les investissements en actions⁴. Ceci est illustré par l'échec annoncé des nouveaux contrats « eurocroissance » pourtant encore loin du contrat optimal puisque, s'il supprime l'effet cliquet, il maintient la garantie de taux à l'échéance. Ceci me conduit à formuler une deuxième hypothèse : le marché n'a pas encore tarifé l'assurance de portefeuille à son vrai prix, ce qui n'incite pas les épargnants à rééquilibrer leur épargne. Les règles de Solvabilité II ne seront en effet pas pleinement opérationnelles avant plusieurs années.

Cet échec contribue à maintenir une forte intermédiation bancaire dans notre pays, au moment même où ce secteur limite son financement à l'économie pour des raisons différentes. Si les besoins de financement des entreprises américaines sont

couverts à 80 % par le marché et à 20 % par les banques, c'est l'inverse en France. L'absence d'une épargne longue investie dans des actifs financiers risqués en Europe explique en partie cette forte asymétrie handicapante.

CONCLUSION ET PERSPECTIVES

L'assurance-vie française est à la croisée des chemins. Après deux décennies de croissance extraordinaire, ce produit d'épargne longue plébiscité par les épargnants n'est plus capable de répondre aux exigences d'une économie dynamique. Parce que son produit phare (le contrat en euros) est excessivement liquide, elle est structurellement incapable d'organiser une solidarité intergénérationnelle des risques financiers similaire à celle qu'on peut trouver dans les systèmes de retraite par capitalisation à contributions définies des pays anglo-saxons et qui contribue à leur dynamisme économique et à leur prospérité. Elle est tout aussi structurellement incapable d'orienter l'épargne longue des ménages vers les opportunités d'investissement long de notre économie, impliquant de ce fait une prime de risque excessive et un sous-investissement dans les projets qui structurent la croissance à long terme.

Mêmes si elles ne sont pas parfaites (trop faible prise en compte de la durée des passifs assurantiels et de retour à la moyenne des rendements des actifs par exemple), les nouvelles règles de Solvabilité II devraient conduire dans les années à venir à des bouleversements du secteur assurance-vie de notre pays qui devraient conduire à moins de *short-termisme* et plus de prise de risque. Parce que la liquidité des produits d'assurance-vie sera dorénavant plus coûteuse dans le cadre de ces nouvelles règles de solvabilité du secteur, cet excès de liquidité des produits d'épargne longue en France devrait se réduire. À l'avenir, les épargnants devront arbitrer entre les objectifs incompatibles de liquidité, de garantie de taux et de rentabilité. C'est le prix à payer pour protéger l'État et les contribuables contre le risque de socialisation des pertes financières du secteur en cas de crise financière massive, mais

3 Ceci nous rappelle que les produits d'assurance-vie avec garantie de taux et « variable annuities » sont de nature systémique si leur composante d'assurance de portefeuille n'est pas couverte par des actifs congruents (Bobtcheff, Chaney et Gollier, 2014).

4 Selon le Rapport annuel de la Fédération française des sociétés d'assurance de 2014, la part des placements des sociétés d'assurance-vie, de capitalisation et mixtes investis en actions et OPCVM est passée de 29 % en 2007 à 21 % en 2013. http://www.ffsa.fr/sites/upload/docs/application/pdf/2014-07/ffsa_ra_2013_9-07_light.pdf

c'est plus positivement le prix à payer pour organiser en France un système financier plus compatible avec l'intérêt général.

Il n'en reste pas moins que la fiscalité de l'épargne en France pose problème. Le marché est structurellement incapable d'organiser une diversification intergénérationnelle des risques financiers et macroéconomiques, comme on

peut en trouver dans les systèmes de retraite par répartition bien gouvernés, et dans les systèmes de retraite obligatoire par capitalisation à contributions définies. Seule une incitation fiscale pénalisant l'épargne liquide et subventionnant l'épargne longue moins liquide peut permettre au marché d'offrir des produits organisant cette solidarité entre générations d'épargnants, source de bien-être collectif. On en est très loin en France.

BIBLIOGRAPHIE

Bansal (R.) et Yaron (A.) (2004)

«Risks for the long run: a potential resolution of asset pricing puzzles», *Journal of Finance*, vol. 59, p. 1481-1509.

Barro (R. J.) (2006)

«Rare disasters and asset markets in the twentieth century», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, p. 823-866.

Barro (R. J.) (2009)

«Rare disasters, asset prices, and welfare costs», *American Economic Review*, vol. 99, p. 243-264.

Bec (F.) et Gollier (C.) (2008)

«Assets returns volatility and investment horizon: the French case», mimeo.

Bobtcheff (C.), Chaney (T.) et Gollier (C.) (2014)

«Analysis of systemic risk in the insurance industry», mimeo.

Campbell (J.) et Viceira (L.) (2002)

Strategic asset allocation, Oxford University Press.

Cour des comptes (2012)

«La politique en faveur de l'assurance-vie», www.ccomptes.fr

Epstein (L. G.) (1983)

«Decreasing absolute risk aversion and utility indices derived from cake-eating problems», *Journal of Economic Theory*, vol. 29, p. 245-264.

Fama (E.) et French (K.) (1988)

«Dividend yields and expected stock returns», *Journal of Financial Economics*, vol. 22, p. 3-27.

Gollier (C.) (2001)

The economics of risk and time, MIT Press.

Gollier (C.) (2002)

«Time diversification, liquidity constraints, and decreasing aversion to risk on wealth», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, p. 1439-1459.

Gollier (C.) (2008)

«Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund», *Journal of Public Economics*, vol. 92, n° 5-6, p. 1463-1485.

Gollier (C.) et Janci (D.) (2010)

«Profil et rôle des investisseurs de long terme», dans *Investisseurs et investissements de long terme*, par Glachant (J.), Lorenzi (J.-H.), Quinet (A.) et Trainar (P.), Rapport du Conseil d'analyse économique.

Gollier (C.) et Zeckhauser (R. J.) (2002)

«Time horizon and portfolio risk», *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 24, n° 3, p. 195-212.

Lucas (R.) (1978)

«Asset prices in an exchange economy», *Econometrica*, vol. 46, p. 1429-46.

Le financement à long terme de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire

DENIS KESSLER
Président-Directeur général
Groupe SCOR

La crise et les changements qui sont intervenus dans la régulation financière ont rendu la question du financement de long terme de l'économie encore plus aiguë qu'elle ne l'était précédemment. Mais, avant d'examiner les conséquences de ces changements, il est nécessaire de préciser à quoi correspond économiquement le besoin de financement de long terme d'une économie et dans quelle mesure l'investissement de long terme est, par nature, plus risqué que l'investissement de court terme. Dans une dernière partie sont étudiés les aménagements qu'il serait souhaitable d'apporter à la régulation financière, à la gestion de l'État et à la fiscalité pour assurer un flux suffisant de financements longs, nécessaire à une reprise et une croissance durable de l'économie.

1| L'INVESTISSEMENT ET L'ÉPARGNE DE LONG TERME SE DÉFINISSENT AVANT TOUT COMME UN ENGAGEMENT À DÉCALER SIGNIFICATIVEMENT SA CONSOMMATION DANS LE TEMPS

La décision d'épargne et d'investissement à long terme est une décision complexe qui implique, par rapport à la décision d'épargne et d'investissement à court terme, non seulement une dimension intertemporelle sur le fait de reporter significativement dans le temps la consommation de son revenu mais aussi une dimension d'incertitude dans la mesure où le futur est d'autant plus incertain qu'il est éloigné. La dimension intertemporelle renvoie à l'intensité de la préférence pour le présent : l'attente a un coût psychologique. La dimension d'incertitude renvoie à l'aversion pour le risque : la prise de risque a un coût rémunéré par la prime de risque.

Le modèle standard de l'utilité espérée prévoit que les agents économiques lissent leur consommation sur leur cycle de vie en fonction de leur préférence pour le présent et de la répartition intertemporelle des risques. L'épargne y dépend donc de trois variables : le taux de préférence pour le présent, l'aversion au risque et les incertitudes anticipées. Les agents ont d'autant moins tendance à épargner qu'ils ont une préférence élevée pour le présent et qu'ils ont de l'aversion pour le risque. Et ils ont d'autant moins tendance à investir leur épargne à long terme qu'ils perçoivent le futur éloigné comme très incertain. L'investissement de long terme dépend donc autant de variables comportementales, psychologiques que de variables économiques sur le degré d'incertitude du futur.

Les travaux empiriques récents ont toutefois montré que les dimensions de préférence pour le présent et d'aversion au risque sont difficiles à dissocier dans la mesure où le degré d'incertitude dépend de l'éloignement dans le temps. Le présent est (relativement) certain tandis qu'à un horizon de très long terme, il n'y a plus que des incertitudes, et les risques qui y sont associés. Or, les travaux empiriques font ressortir un biais systématique des agents économiques en faveur de la certitude et des options certaines, qui est ignoré par le modèle

standard. Ceci rejoint certaines intuitions de Maurice Allais, Daniel Kahneman et Amos Tversky. La préférence pour le présent incorpore donc tout à la fois une dimension d'impatience et un biais en faveur de la certitude. Ceci est important pour l'épargne et l'investissement de long terme que l'on peut encourager non seulement en modérant l'impatience des agents, par une meilleure éducation économique et financière, mais aussi en incitant les agents à assumer les incertitudes liées au futur tout en réduisant celles-ci, par des politiques économiques, notamment fiscales, appropriées.

De ce point de vue, il est important de retenir une définition économique optimale de l'épargne et de l'investissement de long terme, une définition qui n'ajoute pas de sources d'incertitudes inutiles. Il est notamment important de distinguer deux acceptations de l'épargne longue, qui n'ont pas la même portée économique. Dans une première acceptation, qui est retenue dans de nombreux dispositifs publics visant à encourager l'investissement, l'épargne longue est assimilée à une épargne bloquée sur certains supports, sans droit de procéder à des arbitrages en fonction des informations financières reçues. Cette définition de l'épargne longue présente le défaut d'imposer une contrainte supplémentaire à une ressource déjà suffisamment rare puisque passée au travers de quatre filtres successifs, qui exigent chacun un effort particulier de la part de l'épargnant :

- un effort de travail préalable pour générer un revenu;
- un effort d'épargne plutôt que de consommer immédiatement l'intégralité du revenu;
- un effort de sélection des placements, de composition du portefeuille d'actifs;
- un effort de prise de risque puisque le long terme est plus incertain que le court terme.

En pratique, pour assurer son financement long, l'économie n'a aucunement besoin d'une épargne bloquée à long terme sur certains supports. Elle a même un intérêt opposé dans la mesure où le blocage de l'épargne freine l'utilisation des informations disponibles et les réallocations qui sont nécessaires pour préserver une allocation optimale du capital et pour minimiser les risques

de l'investissement de long terme. Lorsque l'épargne est bloquée sur certains supports, l'investissement long s'apparente plus à un comportement de pari, de casino qu'à un comportement d'épargne rationnel.

Dans une seconde acceptation, l'épargne longue correspond à un engagement des agents économiques de repousser la consommation de la fraction correspondante du revenu à une date éloignée dans le temps, disons au-delà de dix ans. On notera que cette acceptation correspond parfaitement aux besoins de l'épargne du cycle de vie, *i.e.* de l'épargne pour la retraite. Cet engagement est doublement efficace. D'une part, il permet d'éviter que l'agent concerné n'adopte une stratégie de « passager clandestin » et ne se repose sur ses concitoyens pour lui procurer les moyens de subsistance quand il ne sera plus capable de les produire par son travail. D'autre part, il permet de mettre en place des stratégies adaptées qui limitent les risques de l'investissement. Ces stratégies ne sont possibles et rentables que si l'engagement de l'épargnant est ferme, sachant que leur rupture est nécessairement coûteuse.

En pratique, l'économie a besoin d'engagements d'épargne à long terme qui permettent de financer les projets à maturation longue. Sachant que la valeur des actifs correspondants est égale au flux actualisé de leurs revenus futurs, il est clair que l'épargnant qui accepte d'investir dans ces actifs assume tous les risques liés aux incertitudes de l'évolution future de ces revenus. En revanche, l'ajout d'un critère de blocage est contre-productif car il ne fait qu'accroître le quantum de risque incorporé dans l'investissement long sans rien changer à la nature longue du risque pris et sans ajouter de valeur économique ni pour l'épargnant, ni pour la collectivité.

2| QUE L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME SOIT CONFRONTÉ À PLUS D'INCERTITUDES QUE L'INVESTISSEMENT DE COURT TERME NE LE REND PAS PLUS RISQUÉ

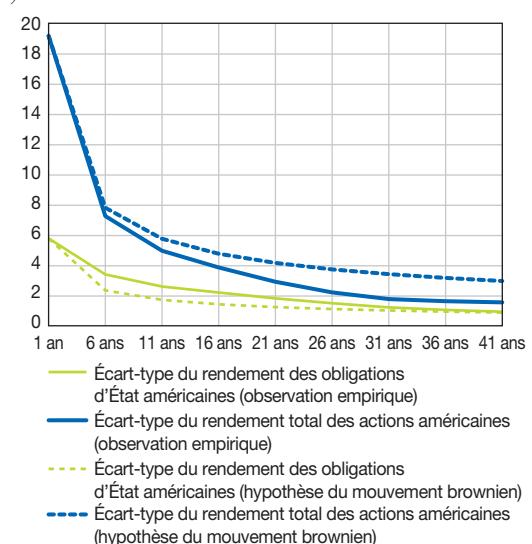
De fait, comme on peut le voir sur le rendement des actions et obligations d'État américaines au cours de la période de 1871 à aujourd'hui (cf. graphique 1), la volatilité du rendement empirique de ces investissements décroît avec la durée de détention, à un rythme suffisamment rapide pour que le ratio

risque/rendement décroisse aussi avec la durée de détention. De plus, la volatilité empirique du rendement des actions américaines décroît plus vite que si leur rendement suivait un mouvement brownien, ce qui signale un mouvement de retour à la moyenne sur le long terme, favorable à la détention longue d'actions. Encore faut-il souligner que ce rendement est calculé sur l'indice actions Standard & Poor's, donc sur un portefeuille à la fois bien diversifié et partiellement optimisé dans la mesure où sa composition évolue en fonction des performances des valeurs qui le constituent (les valeurs les moins performantes voient leur poids diminuer dans l'indice et, au-delà d'un certain point, notamment en cas de faillite, elles sont sorties de l'indice). Un portefeuille moins bien diversifié ou bloqué *ab initio* sur certaines valeurs donnerait des résultats beaucoup moins favorables. C'est d'ailleurs le cas pour les investissements en obligations du Trésor américain à 10 ans, dont la volatilité empirique diminue moins rapidement que si leur volatilité suivait un mouvement brownien, signalant un mouvement de divergence des taux d'intérêt par rapport à la moyenne, qui est notamment lié au phénomène de divergence cumulative en matière d'inflation.

L'intérêt sur le long terme d'un investissement diversifié en actions par rapport à un investissement concentré sur des obligations d'État ressort aussi de

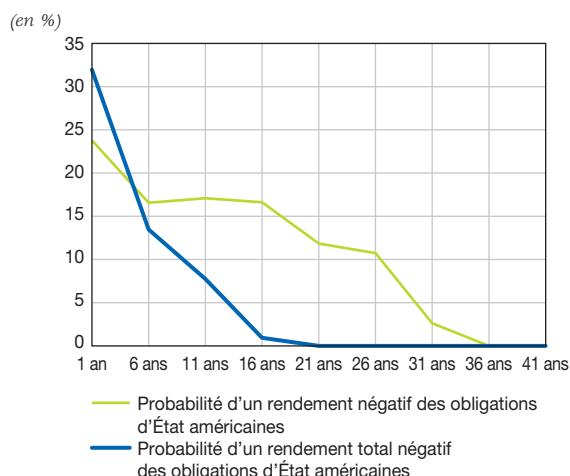
Graphique 1
Écart-type du rendement des actions et obligations

(en %)



Sources : Robert Shiller et calculs de l'auteur.

Graphique 2
Probabilité de pertes
sur les actions et obligations américaines



Sources : Robert Shiller et calculs de l'auteur.

l'analyse de la probabilité de pertes, *i.e.* de rendements négatifs, qui est, au-delà de cinq ans, inférieur pour le premier par rapport au second (cf. graphique 2). Un portefeuille d'obligations « corporate » géré activement donnerait des résultats plus favorables qu'un portefeuille d'obligations souveraines dans la mesure où, bien que comportant des risques de défaut, il inclurait surtout des possibilités accrues de diversification et d'arbitrage, pour autant qu'il n'y ait pas de contrainte de blocage sur les valeurs acquises *ab initio*.

De ce point de vue, il faut bien reconnaître que la réforme de la solvabilité de la (ré)assurance, dite Solvabilité II, n'est guère satisfaisante au niveau de la formule standard que doivent utiliser les compagnies qui n'ont pas recours à un modèle interne. Certes, il n'est pas anormal que la formule standard inclue une marge de prudence liée au fait que les compagnies qui vont l'utiliser n'auront pas fait l'effort de mieux connaître leurs propres risques et se reposeront sur une formule identique quels que soient ces risques. Pour autant, deux des règles appliquées dans cette formule standard sont éminemment contestables et devraient être corrigées dans des versions ultérieures de cette réforme :

- le chargement en capital sur les actions est calculé en fonction de la volatilité annuelle des actions et du risque de pertes sur les rendements annuels : or,

si l'on se réfère à la perte maximale observée sur les 143 ans (1 715 mois) couverts par nos données, celle-ci est sept fois moins élevée pour une durée de détention quinquennale et dix-neuf fois moins élevée pour une durée de détention décennale que pour une détention annuelle ;

- aucun chargement en capital n'est retenu au titre du risque de crédit des obligations souveraines émises par les États des économies avancées : les (ré)assureurs sont de ce fait conduit à sous-estimer leurs exigences en capital sachant que ces obligations représentent un bon tiers de leur actif et que leur risque de crédit n'est pas nul ; ils sont aussi incités à distordre la composition de leur portefeuille d'actifs aux dépens des actions et des obligations « corporate », et donc du financement long de l'économie productive.

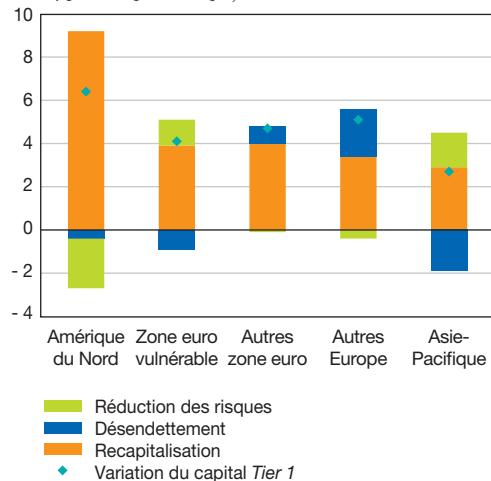
3| LA QUESTION DE L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME EST ENCORE PLUS AIGUË AUJOURD'HUI QU'HIER

La crise et les changements qui en ont résulté dans la régulation financière rendent la question de l'investissement de long terme plus aiguë. Celui-ci va en effet avoir tendance à se raréfier en raison à la fois d'une augmentation de la demande et d'une baisse de l'offre de capitaux longs.

Cette évolution se lit clairement dans le bilan des banques dans le monde. Le ratio de levier des banques a fortement diminué en réaction à la crise et aux changements prudentiels qui ont suivi. Comme le montre le graphique 3, cette réduction de l'effet de levier est principalement imputable à la recapitalisation des banques en fonds propres et secondairement à la réduction de leur endettement. En revanche, le risque pris par les banques à leur actif n'a que peu varié au niveau mondial, sa hausse aux États-Unis étant plus ou moins compensée par sa baisse en Europe du Sud et dans les pays émergents d'Asie-pacifique. L'investissement long dans le reste de l'économie a pâti de cette évolution dans la mesure où le secteur bancaire a plus largement ponctionné le marché des fonds propres que par le passé sans pour autant augmenter son offre de capitaux « risqués », essentiellement constitués de capitaux longs.

Graphique 3
Contribution à la variation du ratio de capital Tier 1 (2008-2014)

(en % de l'actif pondéré par le risque)



Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2014.

D'un autre côté, l'offre directe et indirecte¹ de fonds propres par les ménages a diminué. Comme le montre le graphique 4, une baisse importante est intervenue au début des années deux mille avec une poursuite de la baisse durant la crise, à un rythme en moyenne rapide au sein de la zone euro et plus

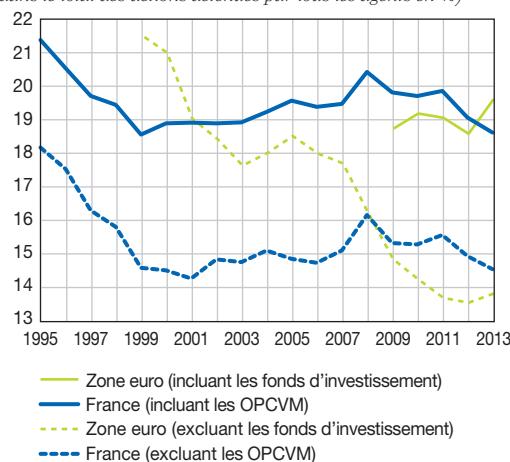
modéré en France. Il semblerait en outre y avoir eu, au sein de la zone euro, un transfert de la détention directe d'actions vers la détention indirecte au travers de fonds d'investissement, que l'on n'observe pas en France. *In fine*, le niveau de détention d'actions par les ménages en France est équivalent à la moyenne de la zone euro. Naturellement, la moyenne de la zone euro n'est pas nécessairement la meilleure référence pour la France dans la mesure où elle inclut les économies de l'Europe du sud, qui ont fortement contribué à la chute de la détention d'actions durant la crise. Luc Arrondel et André Masson² ont montré que le repli de la détention d'actions, en France comme dans les autres pays de la zone euro, n'est pas lié à une modification de l'aversion au risque des ménages mais à une réévaluation à la hausse du risque des investissements concernés.

Une évolution similaire peut être observée pour la contribution des ménages à l'ensemble du financement long de l'économie, y compris en titres de taux, avec une réallocation de la contribution directe vers la contribution indirecte, au travers de l'assurance et des fonds d'investissement ou OPCVM, comme le montre le graphique 5 ci-dessous pour la France.

Mais, surtout, les besoins liés à la sortie de crise et au retour de la croissance devraient induire des

Graphique 4
Détention directe et indirecte d'actions par les ménages (France et zone euro)

(part dans le total des actions détenues par tous les agents en %)



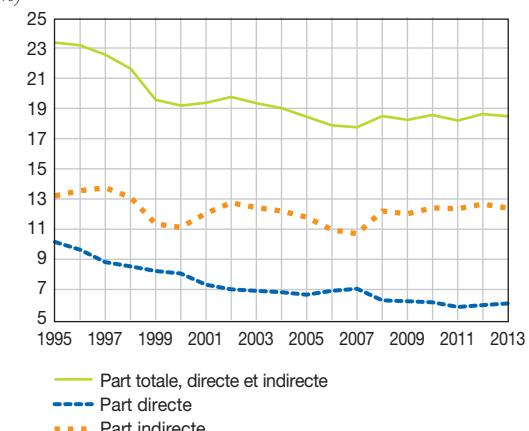
Sources : Banque de France, BCE et calculs de l'auteur.

1 ... à travers l'assurance-vie et les OPCVM ou fonds d'investissement.

2 Cf. « Mesurer les préférences des épargnants : comment et pourquoi (en temps de crise) ? », Économie et Statistique, n° 467-468, avril 2014.

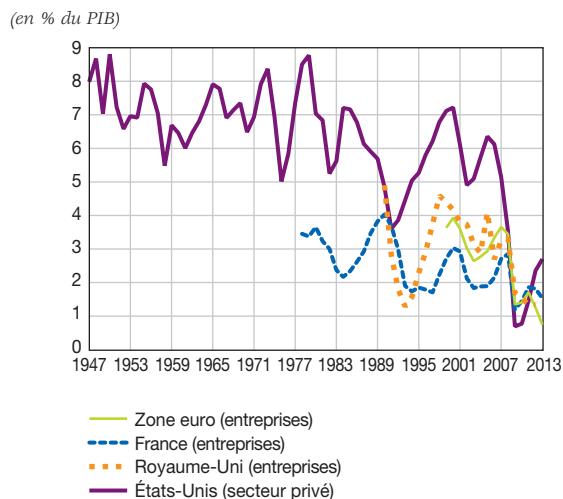
Graphique 5
Part des ménages dans le financement long de l'économie française

(en %)



Sources : Banque de France et calculs de l'auteur.

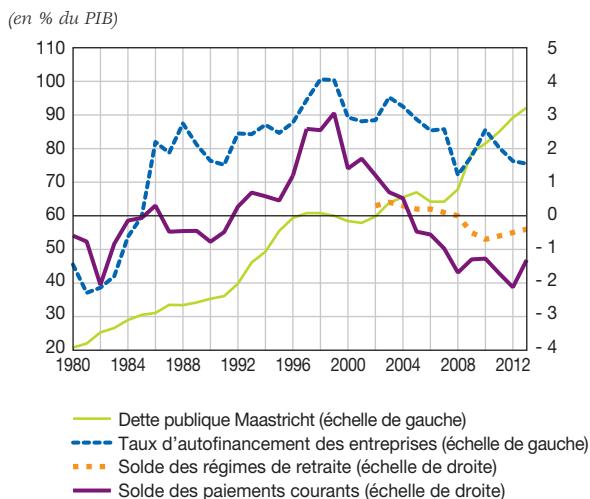
Graphique 6
Formation nette de capital fixe



Sources : Ecwin et calculs de l'auteur.

besoins en financements longs importants. Comme le montre le graphique 6, la crise s'est traduite, dans les économies avancées, par une diminution de moitié de l'investissement net des entreprises et du secteur privé, qui élargit les capacités de production. En conséquence, les enquêtes de conjoncture font apparaître des tensions sur l'appareil de production, au total supérieures à ce qu'elles devraient être pour le niveau actuel de l'*output gap* qui est très largement au-dessus de ce qu'il a été au creux des cycles précédents. Si l'on veut que la décennie 2007-2017 ne soit pas totalement perdue pour nos économies, la reprise passe donc non seulement par un retour à des niveaux d'investissement net supérieurs, soit un quasi-doublement par rapport au niveau actuel, mais aussi par un rattrapage de la perte cumulée au cours des sept années de crise. Mais, un tel investissement suppose que des financements longs suffisants soient disponibles, et donc une épargne longue financière, supérieure à ce qu'elle a été dans le passé. Le défi du réchauffement climatique, loin de réduire ces besoins en investissement, les augmente pour répondre aux besoins accrus en innovation, énergies de substitution et prévention.

Graphique 7
Déséquilibres français



Sources : Insee, Ecwin et Conseil d'orientation des retraites.

Les besoins en financements longs des banques et de la reprise sont encore accrus, dans le cas de la France, par le besoin de financer les déséquilibres propres de notre économie. Comme le montre le graphique 7, il s'agit du financement d'une dette publique représentant environ 96 % du PIB, d'un système de droits à retraite qui n'est toujours pas couvert ni comptabilisé dans le bilan de l'État³, d'un déficit courant représentant 1,7 % du PIB et d'un taux d'autofinancement des entreprises qui a rechuté à 75 %. Ces déséquilibres exigent des financements longs car il n'est pas prévu qu'ils disparaissent à moyen terme. Pour ce qui concerne la dette publique et les retraites, il est même sûr qu'ils vont s'accentuer. De ce point de vue, la situation française est donc extrêmement fragile et particulièrement exposée au risque de remontée des taux d'intérêt, contrairement à nos partenaires européens, comme l'Allemagne par exemple. Si rien n'est fait pour générer plus d'épargne longue domestique, on peut donc anticiper une dépendance accrue de la France vis-à-vis des marchés internationaux de capitaux et des difficultés de financement croissantes dès lors que les taux d'intérêt seront à nouveau orientés à la hausse.

³ Cf. dernières projections du Conseil d'orientation des retraites (décembre 2014) qui couvrent tous les régimes. En dépit d'hypothèses macroéconomiques très optimistes en matière de gains de productivité, de chômage et même d'âge de départ à la retraite, ces projections font apparaître un déficit significatif de l'ensemble des régimes de retraite jusqu'aux années 2020 dans les cinq scénarios et jusqu'en 2060 dans deux d'entre eux.

4| DES RÉFORMES ÉCONOMIQUES IMPORTANTES SONT NÉCESSAIRES SI L'ON VEUT DISPOSER D'UN SOCLE SUFFISANT DE FINANCEMENTS LONGS DOMESTIQUES EN FRANCE

Sachant qu'il n'est pas souhaitable de réduire la demande des entreprises en financements longs, c'est donc du côté de l'offre de financements longs qu'il faut agir. Certains ont suggéré d'attendre pour cela la reprise et de reporter les réformes douloureuses à des temps meilleurs où la croissance retrouvée dégagera des ressources pour le financement long de l'investissement. En fait, les travaux sur la croissance ont clairement montré que ce n'est pas la croissance qui est la condition de l'investissement mais que c'est l'investissement qui est la condition de la croissance⁴. Il faut générer suffisamment de ressources longues pour les investissements qui sont nécessaires à la reprise de la croissance.

C'est d'ailleurs de ce côté que des initiatives de politique économique ont été prises récemment. Afin de compenser les risques de «*credit crunch*» que la nouvelle réglementation Bâle 3 pourrait induire au niveau des petites et moyennes entreprises, le régulateur français a ainsi autorisé les (ré)assureurs à investir plus largement dans les titres de crédit, au travers d'opérations de titrisation des crédits accordés par les banques, au-delà des quotas d'ores et déjà autorisés dans le cadre de la régulation Solvabilité I. Il fait sens pour les (ré)assureurs d'investir dans ce type d'actifs, dès lors que les intérêts de la banque sont bien alignés, ce qui suppose que la banque retienne une part significative du risque dans son bilan. Dans cette hypothèse, à notation équivalente, le risque de défaut des entreprises sur leur dette bancaire est en effet inférieur à leur risque de défaut sur leur dette obligataire et les recouvrements en cas de défaut sont aussi plus importants. Ceci s'explique par la gestion active des débiteurs par les banques et par les moyens financiers et légaux dont elles disposent pour cela, quand rien de semblable n'existe pour la dette obligataire. Cependant, ce n'est pas cette disposition qui va résoudre les problèmes de

financement long des entreprises induits par Bâle 3 et plus largement les problèmes de financement long de nos économies. Dans le portefeuille optimal d'un (ré)assureur, il ne faut pas s'attendre à ce qu'une part très sensiblement supérieure à 10 % soit dédiée à cette classe d'actifs (actuellement, les (ré)assureurs européens affectent un peu moins de 11 % de leur actif aux prêts). Ce sont donc des montants au mieux de l'ordre de la cinquantaine de milliards dont on parle au niveau français et de deux cents milliards au niveau européen, et encore l'essentiel de cet investissement n'ira pas nécessairement vers les entreprises mais aussi vers les investissements en infrastructure ou en immobilier. La (ré)assurance peut jouer un rôle d'adjuvant en la matière mais elle ne saurait se substituer aux banques dans le portage du crédit aux petites et moyennes entreprises.

Une réforme utile et pleinement justifiée de la régulation porterait sur les chargements en capital des actions et des obligations souveraines dans le cadre de la formule standard de Solvabilité II qui devrait être utilisée par la grande majorité des (ré)assureurs français et européens. Comme on l'a vu, cela aurait tout son sens de moduler le chargement en capital prévu par la formule standard de Solvabilité II pour les actions en fonction non plus de la volatilité des actions à un an mais en fonction de leur volatilité à un horizon de temps cohérent avec la durée des passifs du (ré)assureur concerné. Cette réforme serait plus efficace que l'actuel «*dampener*». Concernant les obligations souveraines, il est clair que l'actuel régime favorise grandement le détournement des financements longs au profit de l'endettement de l'État et que cette situation, qui incite en outre les États européens à entretenir des finances publiques déficitaires, devrait être corrigée au plus vite. Ceci suppose d'imposer aux obligations souveraines un chargement en capital au titre du risque de crédit des États concernés. Ce chargement en capital permettrait de corriger les incitations de la régulation et de réorienter l'investissement vers le financement des entreprises, dans des proportions probablement plus importantes que la mesure présentée plus haut.

Ceci nous conduit au problème de la dette publique qui procure certes des titres «sûrs» dont les (ré)assureurs et les épargnants sont friands, quand les États

4 Cf. Aghion (P) et Howitt (P) (1998) : «Endogenous growth theory», MIT Press ; ainsi que Aghion (P), Cetin (G.) et Cohen (E.) (2014) : «Changer de modèle», Ed. Odile Jacob.

contreparties possèdent un bon «*track record*» comme c'est le cas pour l'Allemagne, mais qui constitue aussi l'un des principaux absorbeurs de financements longs. Or, les États utilisent ces financements longs non point pour faire des investissements d'avenir, qui sont en déclin dans un pays comme la France par exemple, mais pour financer des dépenses courantes sous forme de salaires des fonctionnaires et de droits «sociaux». Pour réduire ce «trou noir» dans le financement long de l'économie, il faudrait d'une part générer des excédents publics et d'autre part imposer une véritable gestion actif/passif aux pouvoirs publics, à l'instar de ce qu'eux-mêmes imposent aux autres agents économiques, notamment aux entreprises. Pour cela, il faudrait que le Parlement dispose d'un véritable bilan de l'État, incluant à son passif l'ensemble des engagements souscrits par l'État, sachant que la part du lion des engagements de l'État est constituée de passifs «hors bilan», au titre des retraites principalement. La Cour des comptes chiffre ces engagements non comptabilisés à 3 000 milliards d'euros, soit une fois et demi le PIB. Il faudrait aussi que l'État soit astreint au respect d'une règle de congruence entre ses actifs et ses passifs, *i.e.* que la durée de ses actifs soit cohérente avec la durée de ses passifs, de façon à en assurer un financement intégral et stable.

Mais, surtout, pour faciliter le financement long de l'économie, il faudrait aussi inciter à l'épargne longue. Celle-ci suppose en effet d'accepter non seulement de sacrifier une consommation présente au profit d'une consommation future éloignée mais aussi de troquer une consommation certaine, *i.e.* présente, pour une consommation incertaine, *i.e.* future, et d'autant plus incertaine qu'elle est renvoyée loin dans le temps. Or, les agents économiques ont un biais en faveur de la certitude et donc du présent. Sachant que les investissements qui supportent l'innovation et la croissance doivent être largement financés par des financements longs, nous sommes clairement en présence d'une situation qui justifie, au-delà de la pure neutralité, un traitement fiscal unilatéralement favorable et incitatif à l'épargne longue. Ceci veut dire que le revenu correspondant à l'épargne longue ne devrait être taxé :

- qu'une seule fois, à l'entrée ou à la sortie, afin de respecter le principe de neutralité fiscale ;

- dans des conditions d'autant plus avantageuses, par rapport à celles qui s'appliquent aux autres revenus, que l'engagement d'épargne est long, ceci afin de compenser le biais en faveur de la certitude présente (dans l'idéal, l'impôt progressif ne devrait concerner que le revenu consommé) ;
- en exonérant notamment les plus-values, à l'issue d'une période qui peut être d'une dizaine d'années, de façon à préserver le pouvoir d'achat du revenu épargné (ainsi, une opération de cession-rachat immobilière ne se traduira pas par une perte de pouvoir d'achat).

À cet égard, la situation française pose problème. Le revenu épargné y subit en effet une double taxation puisqu'il est taxé à la fois à l'entrée et à la sortie, et désormais pendant la période d'accumulation avec les prélèvements sociaux! Les avantages dont il peut bénéficier en termes de taux, ou d'assiette, pour les plus-values, ont été progressivement rognés et compensés par l'impôt sur la fortune, par des prélèvements sociaux qui n'ouvrent droit à aucune prestation sociale et par des prélèvements exceptionnels récurrents. Au final, le taux moyen implicite de taxation du capital, qui inclut l'ensemble des taxes pesant sur le capital (taxes sur les flux, y compris les plus-values, et sur le stock de capital, mobilier et immobilier, des entreprises et des personnes physiques), s'élevait en 2012 à 46,9 %, soit le niveau le plus élevé en Europe, devant l'Italie qui se situe, à 37 %, significativement en dessous de la France⁵. Ce taux a augmenté de 6,6 points depuis 2000, soit la seconde plus forte hausse en Europe, juste derrière l'Italie, sachant que dans les deux tiers des pays européens ce taux a diminué. Si l'on exclut les taxes sur le stock de capital, qui sont particulièrement élevées en France, le taux implicite de taxation des revenus du capital, y compris plus-values, se situe à 25,7 %, soit le second niveau le plus élevé d'Europe, derrière l'Italie (26,5%). Ce taux a augmenté de 2,8 points depuis 2000 soit, là aussi, la seconde plus forte hausse en Europe, juste derrière l'Italie, sachant que dans les deux tiers des pays européens ce taux a diminué. Les taux marginaux de taxation, une fois saturés les plafonds des dispositifs ciblés, ne font que renforcer le tableau d'un niveau très élevé des prélèvements sur l'épargne en France. Les taux marginaux supérieurs d'imposition sur les loyers, les intérêts, les dividendes et les plus-values

5 Cf. Commission européenne (2014) : «Taxation trends in the European Union».

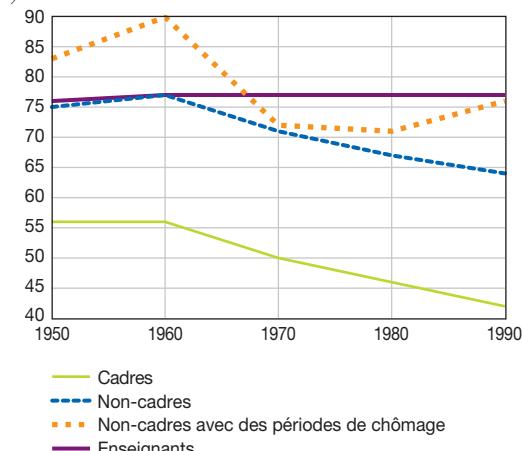
mobilières s'élèvent à respectivement 62 %, 58 %, 55 % et 40 %⁶. Seuls l'assurance-vie, certaines poches de l'investissement locatif (Scellier, etc.) et certains plans d'épargne financière (DSK, etc.) échappent à ces taux confiscatoires. Encore faut-il préciser que, dans le cas des produits portant intérêts⁷, ces taux d'imposition s'appliquent à l'ensemble de la rémunération financière, qui inclut la compensation de l'inflation, nécessaire au maintien du pouvoir d'achat du principal. Rapportés à la rémunération réelle, qui constitue seule un revenu net, ces taux d'imposition doublent⁸. Ainsi, le taux de prélèvement nominal de 23 % sur l'assurance-vie correspond-t-il à un taux effectif de taxation de 46 %. Quant au taux de prélèvement nominal de 58 % qui est supporté par l'épargne financière classique, il correspond à un taux effectif de 116 % ! À un tel niveau, la fiscalité ne peut que dissuader l'épargne financière et le financement long de l'économie par les ménages. Il serait donc essentiel de l'abaisser très substantiellement.

Quant aux fonds de pension, qui constituent le support privilégié de l'épargne de cycle de vie chez la plupart de nos partenaires, où ils contribuent à l'essentiel du financement long domestique, ils sont *de facto* bannis du paysage français dans la mesure où ils n'y bénéficient pas du régime fiscal et social des cotisations d'assurance vieillesse. Leur taxation est particulièrement élevée et complexe. La raison en est que l'État a voulu conférer un monopole de fait à la retraite par répartition, asséchant de ce fait la principale source de financement long domestique des entreprises, qui ont été contraintes de se tourner vers des financements étrangers. En pratique, la France a troqué des droits de propriété réels sur ses entreprises, qu'elle a cédés aux investisseurs étrangers (plus de 50 % du capital du CAC 40 sont détenus par des investisseurs étrangers), contre des droits de propriété virtuels, sous forme de droits sociaux non financés, *i.e.* financés par endettement. Or, notre système d'assurance retraite, confronté à des problèmes de financement croissants, se dirige vers un système «beveridgien» par réduction progressive du niveau relatif des pensions des classes moyennes et supérieures du secteur privé, comme le montre le graphique 8⁹. Celles-ci doivent donc impérativement

Graphique 8

Taux de remplacement à la retraite des générations nées entre 1950 et 1990

(en %)



Source : Direction de la Sécurité sociale.

épargner pour la retraite si elles veulent éviter une chute brutale de leur niveau de vie au moment du passage à la retraite. La mise en place, en France, d'un système de fonds de pension similaire à celui de nos principaux partenaires et bénéficiant du même traitement fiscale-social que les cotisations d'assurance vieillesse reste donc d'actualité.

5 CONCLUSION

Le financement à long terme des économies développées est un sujet prioritaire de politique économique. La (ré)assurance, de par la nature de son bilan, notamment le fait qu'elle souscrit à des engagements de long terme qui supposent, en contrepartie, de placer le produit des primes à un horizon congruent, est un acteur important de ce financement de long terme. Pour autant, elle ne saurait en être un acteur exclusif. En outre, pour ce qui concerne l'assurance-vie, elle est largement dépendante des incitations ou désincitations à l'épargne de long terme. De ce point de vue, l'existence d'un régime fiscal favorable à l'épargne financière et

6 Cf. Artus (P), Bozio (A.) et Garcia-Penalosa (C.) (2013) : «Fiscalité des revenus du capital», notes du Conseil d'analyse économique, n° 9.

7 À l'exclusion toutefois des obligations indexées sur l'inflation.

8 Le calcul est fait pour une rémunération des obligations et une inflation équivalentes à la moyenne des quinze dernières années.

9 Cf. direction de la Sécurité sociale (2013) : «Calcul de taux de remplacement sur cas-types de salariés du secteur privé et de fonctionnaires de l'État» (scénarios revalorisation de la valeur d'achat du point sur le salaire moyen et de la valeur de service du point sur les prix) et Conseil d'orientation des retraites (2014) : «Rapport annuel», annexes.

plus particulièrement à l'épargne longue est une clé. Mais, comme le montre l'expérience, le vecteur institutionnel le plus pertinent pour le financement de long terme demeure le mécanisme des fonds de pension dont l'absence fait si cruellement défaut à la France. L'existence de financements longs domestiques abondants, celle d'un secteur de la

(ré)assurance fort et de fonds de pension solides contribuent à la stabilité financière à la fois parce qu'ils constituent des absorbeurs de choc en cas de crise et parce qu'ils permettent de limiter le recours aux financements externes qui sont, par nature, beaucoup plus volatiles et incertains, surtout en temps de crise.

Le rôle des investisseurs dans la promotion d'une croissance durable à long terme

BARBARA NOVICK
Vice-présidente
BlackRock

Face à la crise financière de 2008, les réponses immédiates des autorités publiques ont été concentrées, à juste titre, sur la réduction des risques. Alors même que nous envisageons d'apporter de nouvelles améliorations à l'écosystème financier, il est important d'élargir notre réflexion à des éléments qui favorisent la croissance économique à long terme tout en respectant les paramètres d'un cadre réglementaire d'après-crise. Aujourd'hui, les détenteurs d'actifs jouent un rôle de plus en plus important dans le soutien de la croissance, ce qui signifie que nous devons avoir une meilleure connaissance des différents types de détenteurs d'actifs, de leurs objectifs d'investissement et de leurs contraintes. Le présent article tente de décrire le rôle des différents détenteurs d'actifs dans l'économie réelle et met en lumière l'incidence des politiques monétaires et des réformes de la réglementation financière mises en œuvre après la crise. Dans de nombreux cas, ces politiques ont modifié le comportement des détenteurs d'actifs en matière d'allocation des actifs, parfois en contradiction avec d'autres objectifs des autorités. Le présent article décrit les avantages du financement de marché comme facteur de soutien de la croissance et complément du financement bancaire. Il explique également de quelle manière les réformes de la structure des marchés pourraient améliorer la confiance des investisseurs et encourager l'investissement. Enfin, l'article examine les initiatives prises au niveau européen dans ce domaine, qui pourraient avoir une incidence positive sur l'économie européenne.

La crise financière de 2008 (la « crise ») a été l'occasion pour chacun de prendre du recul et de réévaluer de nombreux aspects relatifs aux marchés financiers et aux sociétés de services financiers. Au lendemain de la crise, les réactions immédiates des autorités publiques du monde entier ont été concentrées, à juste titre, sur la réduction des risques, en particulier du risque systémique. Afin d'améliorer la sécurité et la solidité des banques, les autorités de régulation de nombreuses juridictions ont rendu obligatoires la constitution de fonds propres supplémentaires et l'accroissement de la liquidité. Dans le même temps, les politiques monétaires à travers le monde ont maintenu les taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas afin de stabiliser le système, et les régulateurs des marchés de valeurs mobilières ont pris plusieurs initiatives destinées à renforcer la transparence et la sécurité des marchés, notamment le règlement sur les infrastructures de marché européennes (*European Market Infrastructure Regulation* – EMIR), la directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID), la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et la loi Dodd-Frank (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), entrée en vigueur en 2010, pour n'en nommer que quelques-unes. Ensemble, ces mesures ont créé un système financier plus sûr et plus solide.

Alors même que nous envisageons d'apporter de nouvelles améliorations à l'écosystème financier, nous devons élargir notre réflexion à des éléments qui favorisent la croissance économique à long terme tout en respectant les paramètres d'un cadre réglementaire d'après-crise. Nous sommes de plus en plus conscients que ce ne sera pas une tâche facile. Les incidences

cumulées de la réglementation ont réduit la capacité et la volonté des banques à consentir des prêts et à animer le marché ; et la réglementation a influé sur la capacité des détenteurs d'actifs à acquérir et à détenir certains actifs. Dans le même temps, plusieurs des principales économies du monde éprouvent des difficultés à mettre en place les éléments propices à une croissance économique durable. Pour relever ce défi, il nous faut un écosystème financier qui réalise le bon équilibre entre le recours à des sources de financement diverses, notamment le financement bancaire et le financement de marché, et le maintien d'un système financier solide.

Les détenteurs d'actifs jouant un rôle de plus en plus significatif dans le soutien de la croissance, il est important d'en apprêhender les différents types, ainsi que leurs objectifs d'investissement et leurs contraintes. Le présent article a pour objet de mieux faire comprendre le rôle des détenteurs d'actifs dans l'économie réelle et met en lumière l'incidence des politiques monétaires ainsi que des réformes dans le domaine de la réglementation financière mises en place après la crise. Dans de nombreux cas, ces politiques ont modifié le comportement des détenteurs d'actifs en matière d'allocations des actifs, parfois en contradiction avec d'autres objectifs des autorités. Le présent article décrit les avantages du financement de marché en tant que soutien de la croissance et explique de quelle manière les réformes de la structure des marchés pourraient améliorer la confiance des investisseurs afin d'encourager l'investissement. Ensuite, l'article examine les initiatives prises en Europe dans le domaine du financement de marché, qui pourraient avoir une incidence positive sur l'économie européenne.

Tableau 1
Principales législations et réglementations financières depuis la crise financière de 2008

Principaux éléments de législation/réglementation financière	Principales réformes
Accords de Bâle	Fonds propres, tests de résistance et règles en matière de liquidité des banques
Solvabilité II	
Loi Dodd-Frank de 2010	Réformes des dérivés de gré à gré
Règlement sur les infrastructures de marché européennes (EMIR)	Amélioration des règles de placement de trésorerie
Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) II/MiFIR	
Réformes des fonds d'investissement monétaires par la SEC en 2010 et en 2014	
Réformes des fonds d'investissement à court terme (STIF) par l'OCC en 2012	
Orientations de l'AEMF sur les fonds d'investissement monétaires en 2010	
Orientations de l'AEMF sur les ETF et autres questions relatives aux OPCVM en 2012	
Directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs	Déclaration et enregistrement des fonds alternatifs/privés

1| LES DÉTENTEURS D'ACTIFS JOUENT UN RÔLE ESSENTIEL POUR FAVORISER LA CROISSANCE

Il est primordial de comprendre les motivations et les contraintes des détenteurs d'actifs pour pouvoir trouver de nouvelles pistes susceptibles d'encourager l'investissement dans l'économie réelle. Les détenteurs d'actifs recouvrent les fonds de pension, les sociétés d'assurance, les institutions officielles, les banques, les fondations, les fonds de dotation, les *family offices* et les investisseurs individuels. Comme le montre le tableau 2, les fonds de pension, les assureurs et les fonds souverains affichent un montant total d'actifs de, respectivement, 34 000 milliards de dollars, 24 000 milliards et 5 000 milliards environ. Chacun a des contraintes et des objectifs différents¹. Par exemple, les fonds de pension et les assureurs ont généralement du mal à engendrer des revenus suffisants pour couvrir leurs engagements prévus, alors que les fondations et les fonds de dotation cherchent à maximiser leurs rendements à long terme et à préserver le principal tout en effectuant des versements d'une partie de leurs bénéfices. Les fonds souverains, en revanche, cherchent à favoriser la croissance à long terme des actifs ou à offrir une diversification du PIB national. Les engagements prévus des fonds de pension et des assureurs diffèrent notablement, permettant à chaque détenteur d'actifs d'adapter l'allocation de ses actifs à son profil. De même, les institutions officielles peuvent avoir des statuts différents et donc des portefeuilles d'investissement sur mesure. La plupart des détenteurs d'actifs institutionnels sont également assujettis à une réglementation et à des règles fiscales et comptables qui leur imposent des obligations supplémentaires ; alors que la plupart des fonds de pension sont exonérés d'impôt, la majorité des sociétés d'assurance sont des entités imposables, ce qui les oblige à tenir compte de l'incidence fiscale des plus-values et des moins-values latentes liées à la cession d'actifs. Les investisseurs individuels peuvent avoir des objectifs d'investissement très différents, même tout au long de leur propre existence (par exemple, épargne pour l'achat d'un logement, épargne pour l'éducation d'un enfant, planification de la retraite, etc.). Il n'est donc pas surprenant que les détenteurs d'actifs adaptent l'allocation de leurs actifs en fonction de l'environnement dans

Tableau 2
Détenteurs d'actifs

(en billions de dollars)

	Actif
Fonds de pension	33,9
Sociétés d'assurance	24,1
Fonds souverains	5,2
Banques ^{a)}	50,6
Fondations/Dotations ^{b)}	1,4
<i>Family Offices</i> ^{c)}	0,14 - 0,42
Particuliers fortunés ^{d)}	52,4
Clientèle aisée	59,5

a) Représente les vingt-cinq principales banques. Source: <http://www.relbanks.com/worlds-top-banks/assets>. À compter de 2013.

b) Source : McKinsey & Company. À compter de 2012.

c) Source : Estimations de Cerulli relatives aux family offices détenus à 100 % par une seule famille aux États-Unis. À compter de novembre 2011. Données disponibles limitées concernant les actifs des family offices.

d) Particuliers dont les actifs de placement s'élèvent au minimum à un million de dollars, hors résidence principale, objets de collection, biens consommables et biens de consommation durables.

Source (sauf indication contraire ci-après) : « Asset management 2020: A brave new world ». PWC. Données à compter de 2012. Analyse de PWC sur la base de données provenant de diverses sources, notamment la base de données du Crédit Suisse sur la richesse mondiale (Credit Suisse Global Wealth Data Book), Institut SWF, TheCityUK, OCDE, et Insurance Europe. Disponible aux adresses suivantes : <http://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/pwc-asset-management-2020-a-brave-new-world-final.pdf>. Certains actifs ont peut-être été comptabilisés deux fois.

lequel ils interviennent, de l'évolution des marchés, et de leur sentiment concernant les arbitrages risque/rendement.

2| L'INCIDENCE SUR LES DÉTENTEURS D'ACTIFS DES POLITIQUES PUBLIQUES D'APRÈS-CRISE

Les politiques monétaires de par le monde ont maintenu les taux d'intérêt à un niveau extrêmement bas durant une période prolongée. Ces politiques ont apporté une stabilité essentielle durant l'immédiat après-crise. Plus de cinq années après, cependant, leur caractère prolongé a des conséquences en termes de risque systémique. Aujourd'hui, les politiques monétaires sont l'un des principaux moteurs des marchés, poussant les prix d'actifs à la hausse et réduisant la volatilité et les revenus. Pour les détenteurs d'actifs qui doivent financer leur passif et/ou générer des revenus de leurs investissements,

1 BlackRock ViewPoint. « Who owns the assets? developing a better understanding of the flow of assets and the implications for financial regulation », mai 2014, disponible à l'adresse suivante : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-who-owns-the-assets-may-2014.pdf>

comme les fonds de pension, les sociétés d'assurance et les retraités percevant un revenu fixe, il est devenu plus difficile, dans ce contexte de bas niveau des taux d'intérêt, d'atteindre leurs objectifs d'investissement. Pour remédier à cela, de nombreux détenteurs d'actifs se sont nécessairement tournés vers la « quête de rendement », prenant davantage de risques pour pouvoir respecter leurs engagements ou leurs exigences en matière de revenus. Par conséquent, la politique monétaire est un facteur essentiel de l'augmentation des arbitrages en faveur d'actifs mieux rémunérés, tels que les obligations à haut rendement, les titres de dette des marchés émergents et les actifs sous forme de prêts bancaires.

La réforme de la réglementation financière qui a eu lieu après la crise a eu une incidence sur les décisions des détenteurs d'actifs en matière d'allocation des actifs. De nouvelles règles ont été introduites qui ont modifié le profil des activités bancaires et d'assurance. Alors que nombre d'entre elles ont eu une incidence positive en renforçant la solidité financière des entreprises exerçant ces activités (et, donc, la sécurité et la stabilité des marchés concernés), elles ont également eu des conséquences indésirables pour les détenteurs d'actifs. Par exemple, l'Europe a entrepris une réforme en profondeur de la réglementation du secteur de l'assurance, connue sous le nom de Solvabilité II. Les nouvelles exigences de fonds propres qu'elle définit pour les titrisations demeurent élevées par rapport à celles s'appliquant aux obligations émises par les sociétés, ce qui risque de limiter l'intérêt de la part des assureurs européens. Par ailleurs, l'incidence cumulée de la nouvelle réglementation a réduit la liquidité, dans la mesure où les nouvelles règles ont accru le coût du financement bancaire par le bilan et ont rendu plus coûteux pour les banques le risque lié au portage d'actifs, réduisant ainsi considérablement leur activité d'animation du marché². Ensemble, ces facteurs ont contribué à accroître l'importance du financement de marché.

Dans le même temps, la politique monétaire et les expériences négatives durant la crise ont eu une incidence sur les épargnants. Nombre d'entre eux ont subi de très grosses pertes durant la crise et ont eu

connaissance d'abus largement médiatisés commis par certains intervenants de marché. Ces expériences ont fondamentalement modifié leur état d'esprit en matière d'investissement ainsi que leur confiance dans leurs chances d'être traités équitablement sur les marchés. En réaction, de nombreux épargnants détiennent une large proportion de leurs actifs sous forme d'espèces, dans un contexte de taux historiquement bas³. La conséquence est qu'ils risquent de ne pas être en mesure de générer les revenus nécessaires pour pouvoir subvenir à leurs besoins pendant leur retraite. Il y a également une incidence sociétale : plus les fonds non placés sont importants, moins le capital immédiatement disponible pour financer la croissance économique est élevé, et plus la charge que les engagements au titre des retraites risquent de représenter pour le budget de l'État à long terme est lourde. Pour l'avenir, nous devons trouver des moyens d'améliorer la confiance des investisseurs afin d'encourager l'investissement et permettre aux épargnants de remplir leurs objectifs en matière de retraite.

3| LE FINANCEMENT DE MARCHÉ EST UN OUTIL PRÉCIEUX POUR LA CROISSANCE

Après la crise, les autorités publiques se sont concentrées sur le « système bancaire parallèle », avec l'intention de limiter diverses pratiques. Le « système bancaire parallèle » est un terme péjoratif qui nie les avantages du financement de marché et l'autorité des régulateurs de valeurs mobilières. De fait, le financement de marché est une source de capital alternative, essentielle pour l'économie réelle. Les pouvoirs publics prennent de plus en plus conscience de l'importance de ce type de financement et étudient les possibilités de mobiliser en toute sécurité les activités qui y sont liées par le biais des marchés de capitaux classiques, notamment la titrisation, les fonds d'investissement qui financent globalement la croissance économique et le crédit privé, tel que les projets d'infrastructure et les prêts directs aux petites et moyennes entreprises (PME)⁴.

2 BlackRock ViewPoint. « Corporate bond market Structure: The time for reform is now », septembre 2014, disponible à l'adresse suivante : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-corporate-bond-market-structure-september-2014.pdf>

3 BlackRock US Investor Pulse Survey 2014, disponible à l'adresse suivante : <http://www.blackrock.com/investing/literature/brochure/investor-pulse-brochure-va-us.pdf>

4 Cf. le communiqué des dirigeants du G20, Sommet de Brisbane, 15-16 novembre 2014, disponible à l'adresse suivante : https://g20.org.tr/wp-content/uploads/2014/12/brisbane_g20_leaders_summit_communique1.pdf

Les banques en Europe et dans d'autres pays du monde ayant réduit leur activité de prêts directs en liaison avec le renforcement des exigences de fonds propres et la réforme réglementaire d'après-crise, les sociétés de taille moyenne se tournent de plus en plus vers les marchés de capitaux pour trouver des financements. Cela signifie que les détenteurs d'actifs sont une source de financement pour l'économie par le biais de leurs placements en obligations, en actions, en produits titrisés, en infrastructures, pour n'en citer que quelques-uns. Ils ont la possibilité soit d'acquérir et de céder leurs placements directement, soit de faire appel à un gestionnaire extérieur qui gère les actifs pour leur compte. Ainsi, le rôle des détenteurs d'actifs consiste essentiellement à combler un vide dû à la réduction de l'activité de prêt. C'est ce que l'on appelle le « financement de marché ».

Bien entendu, les détenteurs d'actifs ont des objectifs variés, différents de ceux des banques, et il faut en tenir compte lorsqu'on étudie les façons

possibles d'encourager le financement de marché. En particulier, ils investiront uniquement dans les catégories d'actifs susceptibles de répondre à leurs objectifs et à leurs contraintes d'investissement, raison de plus pour bien cerner leurs motivations et leurs contraintes. Ils doivent également avoir l'assurance d'être traités équitablement et de bénéficier de la protection et de la transparence adéquates.

L'idée que le financement de marché puisse comporter des avantages pour l'économie est communément admise. Toutefois, avec le développement du financement de marché, certains commentateurs ont mis en garde contre le fait qu'il pouvait présenter un risque systémique, étant, selon eux, moins réglementé que le financement bancaire. Cette affirmation n'est pas exacte dans la mesure où elle ne tient compte ni de l'important corpus de réglementations spécifiques aux activités de financement de marché (cf. tableau 3), ni du profil de risque fondamentalement différent des activités de financement bancaire par

Tableau 3
Autorités publiques et régulateurs pour une sélection d'activités de financement de marché

Titrisation	Marchés de capitaux	Fonds d'investissement
ABE	AEMF	CE
CE	AMF	AEMF
BCE	BaFIN	AMF
AEMF	UK FCA	FCA
AEAPP	ASIC	BaFIN
Banque d'Angleterre	CFTC	ASIC
Banque de France	SEC	CFTC
Bundesbank	FINRA	SEC
Autres banques centrales de l'UE	IROC	OCC
FDIC	TSX	Département du travail des États-Unis
Système fédéral de réserve des États-Unis	OSFI	Autorités de régulation des États américains
FHFA	Autres autorités de régulation nationales et des provinces	Autres autorités de régulation nationales et des provinces
HUD		
OCC		
SEC		
Département du Trésor des États-Unis		
Ministère des Finances (Canada)		
Banque du Canada		
OSFI		
Autres autorités de régulation nationales et des provinces		

Note : À titre d'illustration. Liste non exhaustive.

Définition des acronymes : ABE = Autorité bancaire européenne, AEAPP = Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, AEMF = Autorité européenne des marchés financiers, AMF = Autorité des Marchés Financiers, ASIC = Australian Securities and Investments Commission, BaFIN = Autorité fédérale allemande de surveillance financière, BCE = Banque centrale européenne, CE = Commission européenne, CFTC = Commodities Futures Trading Commission, FCA = Autorité de conduite financière britannique (Financial Conduct Authority), FDIC = Commission fédérale d'assurance des dépôts bancaires (Federal Deposit Insurance Corporation), FHFA = Agence fédérale du financement du logement (Federal Housing Finance Agency), FINRA = Autorité de régulation du secteur financier (Financial Industry Regulatory Authority), HUD = Département du logement et du développement urbain des États-Unis (US Department of Housing and Urban Development), IROC = Organisme de réglementation du commerce des valeurs mobilières (Canada), OCC = Bureau du contrôleur de la monnaie (Office of the Comptroller of the Currency), OSFI = Bureau du surintendant des institutions financières (Canada), SEC = Securities and Exchange Commission, TSX = Bourse de Toronto.

rapport à celles relatives aux marchés de capitaux. La différence majeure réside dans le fait que les activités de financement de marché ne sont pas assorties d'une garantie de l'État ni d'aucune garantie pour les investisseurs de récupérer le principal. Les protections mises en place pour les banques, telles que les coussins de fonds propres et de liquidité, sont destinées à protéger les contribuables du coût de renflouement d'une banque en faillite. En l'absence de garanties analogues, ces mesures ne conviennent pas à la régulation des activités de financement de marché.

Pour l'avenir, nous incitons les pouvoirs publics à considérer le financement de marché comme un complément bénéfique aux canaux de financement bancaire existants, lorsqu'il est régi par un cadre réglementaire et prudentiel approprié, qui tienne compte des différences entre financement de marché et financement bancaire. Les autorités européennes ont déjà commencé à étudier des façons de promouvoir le recours au financement de marché afin de favoriser une croissance durable de l'économie.

4| REMÉDIER AUX PROBLÈMES DE STRUCTURE DES MARCHÉS AFIN D'AMÉLIORER LA CONFIANCE DES INVESTISSEURS

Les marchés mondiaux de capitaux, notamment les marchés d'obligations, d'actions et de produits dérivés, sont les éléments fondamentaux du financement de marché ainsi qu'une source de capital pour de nombreuses entités. Il est primordial, pour encourager l'investissement, de veiller à ce que les investisseurs aient confiance dans la capacité de résistance et dans l'équité des marchés. Il est, par conséquent, nécessaire de mettre en place des garde-fous pour les contreparties centrales (CCP) afin de réduire le risque systémique que la compensation de produits dérivés par ces entités est susceptible d'engendrer. Il faut également accroître la liquidité des marchés obligataires secondaires. En outre, la mise en œuvre de réformes mesurées de la structure des marchés d'actions contribuerait grandement à l'amélioration de la confiance des investisseurs et à la capacité de résistance de ces marchés.

4|1 Marchés de produits dérivés

L'obligation pour les dérivés de gré à gré de faire l'objet d'une compensation centrale est une des réformes les plus importantes adoptées en réponse à la crise. Aux États-Unis, la loi Dodd-Frank consacre une section entière à la réforme de la structure des marchés de dérivés de gré à gré, chargeant la *Securities and Exchange Commission* (SEC) et la *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) d'une refonte et de la surveillance de ce marché. En Europe, la réglementation des marchés de dérivés de gré à gré fait l'objet d'une réforme dans le cadre du règlement EMIR et de la directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV). Le concept de compensation centrale fait sens dans la mesure où il élimine de nombreux risques de contrepartie inhérents au caractère bilatéral des opérations de gré à gré. Cependant, la compensation centrale concentre les risques au sein des différentes contreparties centrales, créant une nouvelle forme de risque auquel il convient de remédier. Afin de réduire ce risque, les investisseurs ont demandé aux autorités de régulation de se concentrer sur l'élaboration de normes de fonds propres et sur l'obligation pour les contreparties centrales de procéder à des tests de résistance, aux fins d'une plus grande transparence, et sur la définition d'un plan de résolution, en particulier d'un dispositif clair de protection par paliers successifs en cas de défaut d'une contrepartie centrale⁵.

4|2 Marchés des obligations d'entreprise

Un marché obligataire stable et qui fonctionne bien constitue une composante essentielle de l'infrastructure de marché, fournissant des capitaux pour les émetteurs et des opportunités d'investissement pour les épargnants et les investisseurs. L'incidence cumulée des nouvelles réglementations, qui comprennent les règles relatives aux fonds propres des banques, les ratios de liquidité à court terme et les règles limitant les transactions pour compte propre, a réduit la capacité collective des banques d'utiliser leurs bilans pour porter des obligations. Par ailleurs, les transactions sont fragmentées en milliers d'obligations assorties de

⁵ BlackRock ViewPoint. « Central clearing counterparties and too big to fail », avril 2014, disponible à l'adresse suivante : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-ccp-tbtf-april-2014.pdf>

coupons et d'échéances variables, provenant souvent du même émetteur.

La structure des marchés de valeurs à revenu fixe est généralement celle de marchés « principaux » de gré à gré, où l'opérateur possède ou acquiert les obligations, en étant rémunéré de son activité de tenue de marché par l'écart entre prix acheteur et prix vendeur. Cette situation contraste avec le marché « d'agence » sur lequel l'achat ou la vente sont effectués par un intermédiaire, rémunéré par une commission explicite. Pour fonctionner de façon efficace, un marché principal exige que l'ensemble des intermédiaires utilisent leurs bilans pour porter un montant important d'obligations permettant de répondre à la demande des investisseurs. Étant donné la diversité des plates-formes de négociation, les marchés d'obligations d'entreprise demeurent fortement décentralisés et les informations relatives aux prix, disponibles avant la réalisation d'une transaction, se limitent aux cotations fournies directement par les intermédiaires à leur base de clientèle essentiellement institutionnelle. Les changements réglementaires, conjugués à la croissance du marché des obligations d'entreprise, ont affecté la liquidité du marché secondaire. Sous l'effet d'un volume record de nouvelles émissions, la taille du marché a considérablement augmenté tandis que sa capacité de négociation a diminué. Le risque d'exécution, qui concerne généralement le courtier dans un marché de gré à gré, s'est en fait déplacé vers l'investisseur, alors que la structure du marché n'a pas évolué vers un modèle d'agence. Suite à la conjonction de ces facteurs, le modèle traditionnel pour les transactions à revenu fixe, basé sur le principal et de gré à gré, est devenu « obsolète » et nécessite d'être modernisé.

BlackRock a formulé plusieurs recommandations en vue d'améliorer la liquidité sur ce marché, notamment : a) développer un nombre plus important de plates-formes de négociation « s'adressant à tous » ; b) adopter des protocoles multiples de négociation électronique ; c) standardiser certaines

caractéristiques des nouvelles émissions d'obligations d'entreprise au-delà d'un certain montant ; et d) encourager les changements de comportement des intervenants de marché eu égard à la transformation de l'environnement. Une standardisation ciblée entraînerait des avantages supplémentaires (nombre accru d'instruments de couverture, offre plus importante de garanties de bonne qualité et baisse du coût d'émission) ⁶.

Fait intéressant : tandis que des préoccupations relatives à la liquidité du marché des obligations d'entreprise se faisaient jour, un courant d'opinion est apparu selon lequel les fonds « obligations » étaient susceptibles de créer ou de transmettre le risque systémique, en raison notamment des sorties qui pourraient être déclenchées, selon certains, par l'anticipation d'un contexte de hausse des taux. Certains régulateurs et universitaires ont émis l'hypothèse que les demandes de rachat de fonds communs de placement de la part des investisseurs créent un risque de liquidité qui pourrait décevoir les anticipations des investisseurs, soit par l'impossibilité de rembourser si la liquidité ne peut être créée dans le délai requis, soit parce que cette liquidité est produite à un coût jugé déraisonnable. Bien que les données historiques et notre expérience sur les marchés indiquent que cette hypothèse ne s'est pas vérifiée dans le passé ⁷, il convient de reconnaître que la liquidité des marchés obligataires n'est pas importante seulement pour les fonds communs de placement, mais qu'elle affecte également l'ensemble des détenteurs d'actifs et des investisseurs, y compris ceux qui utilisent des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM ou UCITS). Même s'il est possible de réaliser des améliorations structurelles, pour augmenter la résilience des fonds, et de mener des tests de résistance, pour garantir que ces fonds intègrent la gestion du risque de liquidité dans leur processus d'investissement ⁸, l'objectif fondamental doit être de corriger la structure sous-jacente du marché en vue d'améliorer la liquidité des marchés obligataires pour l'ensemble des investisseurs.

⁶ BlackRock ViewPoint, « Corporate bond market structure: the time for reform is now », septembre 2014, disponible sur : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-corporate-bond-market-structure-september-2014.pdf>

⁷ BlackRock ViewPoint, « Who owns the assets? A closer look at bank loans, high yield bonds and emerging markets debt », septembre 2014, disponible sur : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-closer-look-selected-asset-classes-sept2014.pdf>

⁸ BlackRock ViewPoint, « Fund structures as systemic risk mitigants », septembre 2014, disponible sur : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-fund-structures-as-systemic-risk-mitigants-september-2014.pdf>

4|3 Marchés boursiers

En ce qui concerne les marchés boursiers, nous recommandons aux régulateurs d'adopter une approche mesurée afin d'améliorer la confiance des investisseurs sans perturber les marchés qui fonctionnent correctement. En particulier, les futures réformes doivent tenir compte des avancées déjà réalisées pour améliorer la résilience et l'équité des marchés boursiers et doivent s'attacher à favoriser une plus grande transparence et à réduire la complexité. En Europe, les régulateurs ont été vigilants dans leurs efforts pour garantir la transparence et la protection des investisseurs et de nombreuses améliorations ont été réalisées depuis la mise en œuvre de la première directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID I) en 2007. Depuis lors, par exemple, la négociation électronique s'est largement développée pour toutes les classes d'actifs, notamment pour les actions. De plus, lorsqu'ils existent, les carnets d'ordres électroniques se sont améliorés, les systèmes devenant de plus en plus efficaces et attractifs pour les investisseurs. La déclaration des transactions portant sur des ordres importants peut être reportée afin de minimiser la distorsion de marché. Sur certains marchés, des bases de données consolidées donnent une image plus complète de la liquidité d'un titre donné sur les différentes plates-formes, même s'il n'existe pas encore de base de données fiable sur une base européenne. Étant donné ces améliorations importantes sur les marchés boursiers au cours des dernières années, les investisseurs finaux seraient mieux servis par une adaptation ciblée et limitée du cadre réglementaire que par une refonte radicale.

Plus spécifiquement, les investisseurs finaux bénéficieraient de la poursuite du développement des bases de données consolidées en Europe. En effet, ils sont actuellement pénalisés car il leur est difficile de répondre à deux questions simples relatives aux actions européennes : quel est le prix d'une action ? Et combien d'actions ont été négociées ? Le développement de bases de données consolidées en Europe et de régimes harmonisés de transparence post-négociation améliorerait la situation actuelle.

La structure du marché pourrait également être améliorée par la transparence d'exécution pour les fonds indiciels négociables en bourse (*exchange traded funds* – ETF) en Europe, où une proportion importante des transactions sur les ETF s'effectue de gré à gré plutôt que sur des marchés organisés, ce qui

réduit le degré de transparence pour les investisseurs. Nous incitons les régulateurs à développer en Europe des marchés d'ETF plus robustes, plus transparents et plus liquides, puisque les investisseurs en quête de la meilleure exécution exigent une transparence des prix et des volumes et la possibilité de réaliser facilement des transactions entre pays européens. Comme pour d'autres actions et titres assimilables à des actions, nous sommes favorables à une base de données consolidées pour les ETF en Europe et à un cadre réglementaire cohérent. Étant donné le montant important d'ETF actuellement négociés de gré à gré en Europe, nous préconisons de demander aux ETF de déclarer la totalité des volumes négociés et d'inclure les ETF dans la directive révisée sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II). Une base de données consolidée améliorerait considérablement la transparence et la liquidité sur les marchés des ETF et nous encourageons par conséquent les autorités à intégrer des dispositions concernant les ETF dans la directive MiFID II et dans le règlement MiFIR.

Aux États-Unis, plusieurs évolutions positives ont récemment modifié la structure du marché boursier. Le 19 novembre 2014, la SEC a voté pour adopter le règlement *Systems Compliance and Integrity* (Reg SCI), destiné à renforcer l'infrastructure technologique des marchés de titres américains. Le Reg SCI fournira une structure réglementaire formelle permettant de régir les systèmes automatisés des intervenants sur les marchés de titres. Les règles, qui s'appliquent à certains intervenants de marché, visent à réduire les problèmes liés aux systèmes technologiques et à fournir un cadre pour une action corrective appropriée lorsque ces problèmes surviennent. Le Reg SCI facilitera la fourniture d'informations aux intervenants de marché et exigera des tests de la continuité opérationnelle et des examens annuels des systèmes. Les marchés étant évolutifs, les régulateurs doivent continuer d'examiner s'il est nécessaire d'étendre les protections du Reg SCI à d'autres intervenants, plates-formes ou marchés essentiels. Par ailleurs, nous sommes encouragés par les remarques de la présidente de la SEC, Mary Jo White, qui, dans un discours de juin 2014, indique que le personnel de la SEC a reçu des directives pour élaborer une règle de négociation « anti-perturbation » en vue de remédier aux pratiques prédatrices de la négociation à haute fréquence. Il est important de noter que Mme White fait la distinction entre les formes potentiellement abusives de négociation à haute fréquence et la négociation algorithmique

ou informatisée, qui peut être un fournisseur de liquidité bénéfique pour les marchés. Dans le même discours, la présidente White a également indiqué que la SEC élaborera un règlement exigeant que les négociateurs pour compte propre actifs et non inscrits s'inscrivent comme courtiers, ce qui les placerait sous une surveillance prudentielle renforcée⁹. Nous considérons les initiatives de la SEC aux États-Unis comme des évolutions positives et nous encourageons les autres décideurs à examiner les travaux de la SEC afin de déterminer s'ils peuvent s'appliquer dans d'autres juridictions.

5| INITIATIVES CONCERNANT LE FINANCEMENT DE MARCHÉ AU SEIN DE L'UNION EUROPÉENNE

Les autorités de l'UE ont déjà mené une réflexion poussée sur un certain nombre d'initiatives en vue de favoriser la croissance économique par le biais du financement de marché. En effet, de nombreuses activités de financement de marché pourraient procurer un réel avantage à l'économie européenne et compléter les canaux existants du financement bancaire. Pour permettre à ces initiatives d'être efficaces, il convient de garantir l'existence d'une proposition attractive d'investissement et la protection adéquate des droits des investisseurs.

5|1 Titrisation

En complément d'autres sources de financement (marchés des obligations d'entreprise et marchés boursiers, par exemple), la réhabilitation de la titrisation en Europe peut jouer un rôle pour combler le déficit de financement des entreprises dans cette zone. Le processus de titrisation, par lequel des actifs générant des flux de trésorerie et appartenant aux banques et à d'autres émetteurs sont regroupés et vendus comme titres négociables à des investisseurs, pourrait être

utilisé pour créer une capacité de prêt supplémentaire au bilan des banques. La titrisation permet d'accéder aux marchés de capitaux à des coûts potentiellement attractifs par rapport à d'autres options de financement. Cependant, les marchés de la titrisation, historiquement plus restreints en Europe qu'aux États-Unis, ont considérablement diminué depuis la crise¹⁰. Le cadre réglementaire actuel de la titrisation en Europe est complexe et fragmenté, dix textes législatifs européens ayant une incidence, d'une façon ou d'une autre, sur la titrisation¹¹. Ces règles peuvent, dans certains cas, être incohérentes et contreproductives quand il s'agit de promouvoir la croissance des marchés de la titrisation. Par exemple, les règles de Solvabilité II applicables aux assureurs augmenteront le montant des capitaux que ceux-ci sont obligés de conserver pour certaines expositions titrisées, rendant ainsi moins intéressants pour ces détenteurs d'actifs des investissements qui seraient sinon attractifs.

Le besoin de financement des PME au sein de l'UE a été largement débattu, notamment la titrisation des prêts aux PME comme moyen d'acheminer vers elles le financement des investisseurs. Même si la titrisation peut constituer un instrument utile dans cette zone, il reste nécessaire de résoudre un certain nombre de difficultés pour accroître l'intérêt des investisseurs. Plus précisément, il semble que les initiateurs d'une titrisation et les sponsors puissent être enclins à vendre leurs expositions sur les PME les plus risquées ; par ailleurs, l'asymétrie d'information entre les parties et l'hétérogénéité des crédits aux PME compliquent l'évaluation de ces titrisations par les investisseurs. De plus, la confiance de l'investisseur à l'égard des pratiques de la banque en matière d'octroi de prêts et de services est importante, la performance des prêts directs accordés aux PME étant liée à la relation entre la banque et la PME (facteur qualitatif difficile à évaluer à partir des données historiques). Une plus grande transparence permettrait aux investisseurs d'effectuer des analyses exhaustives et de renforcer la confiance. La transparence accrue permise par le dernier examen de la qualité des actifs (*asset quality review* – AQR) devrait réduire les craintes des

⁹ Présidente Mary Jo White, « Enhancing our equity market structure », discours au Club économique de New York, 5 juin 2014, disponible sur : <http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1370542004312>

¹⁰ BlackRock ViewPoint, « Securitisation: A tool for European growth », mai 2014, disponible sur : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/securitisation.pdf>

¹¹ Des exemples de réglementation concernant la titrisation dans l'UE incluent la directive AIFM, la CRD IV, Bâle III et Solvabilité II. Cf. BlackRock ViewPoint, « Securitisation: A tool for European growth », mai 2014, disponible sur : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/securitisation.pdf> pour plus d'informations.

investisseurs quant aux risques de sélection adverse de la part des banques qui sponsorisent les titrisations de prêts aux PME.

Nous encourageons les autorités à se concentrer sur la création d'un cadre réglementaire exhaustif et cohérent permettant à la fois de protéger les investisseurs et de favoriser des marchés de la titrisation sains. La titrisation constitue une méthode de financement autant qu'une classe distincte d'actifs et, à cet égard, la réglementation doit tenir dûment compte des différences entre la titrisation et d'autres types d'actifs. Il est essentiel d'adopter des mesures incitatives bien calibrées pour inciter les investisseurs à placer des capitaux en instruments titrisés, notamment dans le domaine des fonds propres prudentiels. Les récents efforts des autorités pour remédier à la discordance actuelle des réglementations ayant un effet sur la titrisation sont tout à fait opportuns¹².

5|2 Infrastructures

De nombreux projets d'infrastructure nécessitent des capitaux pour être viables. Ces projets peuvent améliorer les infrastructures et créer des emplois, tout en proposant des investissements attractifs pour les détenteurs d'actifs. L'investissement en actions et en titres de créance liés aux infrastructures intéresse de plus en plus les détenteurs d'actifs. L'attention des investisseurs s'est notamment concentrée sur la dette *senior* d'infrastructure, susceptible de générer des flux de trésorerie stables et prévisibles et des rendements attractifs, protégés de l'inflation et supérieurs à ceux de la dette publique.

Bien que le développement de l'investissement en infrastructure puisse efficacement contribuer à favoriser la croissance, certains obstacles freinent la participation des investisseurs. Par exemple, de nombreux projets d'infrastructure sont complexes et l'investissement direct nécessite un niveau élevé de diligence raisonnable et d'évaluation. Les détenteurs d'actifs ne sont pas tous préparés à effectuer cette analyse. Nombre d'entre eux doivent

adapter leurs processus de diligence raisonnable et de suivi des risques ou engager un gestionnaire d'actifs extérieur disposant de l'expertise nécessaire. Par ailleurs, l'investissement en classes d'actifs liés aux infrastructures dépendra du développement de données exactes relatives aux performances des investissements à long terme et de la transparence permanente pour les détenteurs d'actifs.

Pour les détenteurs d'actifs, les investissements en infrastructure doivent être considérés à la fois dans une perspective réglementaire et dans une perspective de placement. Les autorités doivent réexaminer les réglementations qui limitent les investissements dans des fonds communs détenant des actifs illiquides (interdictions d'effectuer des placements dans des fonds d'investissement alternatifs, entraves fiscales à ce type d'investissement et restrictions et/ou interdictions d'accorder des crédits imposées à des entités non bancaires, par exemple). Plus l'arbitrage entre liquidité, risque et rendement au sein de la stratégie globale de portefeuille d'un investisseur est attractif, plus les détenteurs d'actifs seront incités à réaliser des placements en infrastructure.

5|3 Les prêts : une classe d'actifs en développement

Dans un certain nombre de pays européens, les entreprises qui empruntent ont de plus en plus recours aux investisseurs en tant que source de financement en complément des prêts accordés par les banques. Ce type de prêts peut revêtir des formes multiples. Dans certains cas, l'emprunteur négociera un prêt directement auprès d'un investisseur institutionnel ou d'un fonds spécialisé dans l'octroi de prêts. Plus fréquemment, une banque agira comme intermédiaire et syndiquera un prêt direct à une entreprise par le biais d'un *pool* d'investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension et/ou fonds communs de placement). Nous désignons ce type de prêts par le terme d'actifs sous forme de prêts bancaires. Il s'agit d'instruments à taux variable (habituellement basés sur une marge au-dessus du Libor et généralement assortis de plancher)

¹² Cf., par exemple, la Commission européenne : *Communication de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur le financement à long terme de l'économie européenne*, 27 mars 2014, disponible sur : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/financing-growth/long-term/140327-communication_en.pdf
Groupe d'experts de haut niveau de la Commission européenne pour les PME et le financement des infrastructures, « *Finance for growth* », 11 décembre 2013, disponible sur : http://ec.europa.eu/enterprise/working_groups/hleg_report_2013.pdf

dont la rémunération s'accroît à mesure que les taux d'intérêt augmentent. Les États-Unis ont la plus grande expérience de ces actifs, qui ont enregistré des performances plus favorables que les bons du Trésor américains dans un contexte de hausse des taux sur ces vingt dernières années. Ces facteurs, conjugués à une corrélation historique négative par rapport aux bons du Trésor, ont fait de ces actifs sous forme de prêts bancaires des placements attractifs pour les détenteurs¹³. Cela étant, certains régulateurs ont exprimé leur préoccupation quant au fait que la qualité de crédit des emprunteurs dans ces prêts, entraîne une mauvaise valorisation de ces actifs¹⁴.

Le fait d'augmenter la disponibilité des actifs sous forme de prêts bancaires peut créer une source de financement pour les PME mais, pour certains responsables, l'allocation de ces actifs dans des fonds peut être préoccupante en raison du décalage entre leurs cycles de règlement et ceux des prêts bancaires sous-jacents¹⁵. Afin de répondre à ces inquiétudes, les régulateurs bancaires pourraient travailler à transformer les actifs sous forme de prêts bancaires en instruments « assimilables à des titres de créance » : cela consisterait essentiellement à standardiser le règlement de ces prêts, ce qui les rendrait plus conformes aux obligations et aux autres titres de créance et améliorerait considérablement les caractéristiques de liquidité structurelles de ces actifs. Depuis plusieurs années, aux États-Unis, les investisseurs proposent de modifier la structure de ces actifs, notamment en standardisant les structures de négociation et en éliminant des éléments manuels de l'environnement opérationnel. Nous encourageons les régulateurs bancaires à envisager de codifier ces changements.

En Europe, un certain nombre de problèmes structurels freinent le développement d'un marché des actifs sous forme de prêts bancaires. En particulier, les restrictions à la détention de ces actifs par les entités non bancaires nécessitent d'être réexaminées et corrigées en vue de recevoir des capitaux importants en provenance de détenteurs

d'actifs institutionnels. Ces problèmes pourraient être résolus en permettant à des fonds spécialisés dans l'octroi de prêts, comme les fonds de prêts à l'économie en France, d'investir/de prêter sur une base transfrontières au sein de l'UE, ou en autorisant les OPCVM à placer une partie de leurs portefeuilles en actifs sous forme de prêts bancaires. Dans tous les cas, ces fonds spécialisés dans l'octroi de prêts doivent respecter des exigences exhaustives en matière de souscription, disposer de procédures de gestion de la liquidité et du risque spécifiques à cette classe d'actifs et garantir que les prêts éligibles respectent des exigences strictes de règlement.

5|4 L'Union des marchés de capitaux

En juillet 2014, le président de la Commission européenne, M. Juncker, a annoncé que le projet d'Union des marchés de capitaux (UMC) constituait une pièce maîtresse de son programme¹⁶. L'UMC vise à remédier à la fragmentation des marchés de capitaux en supprimant les obstacles aux flux de capitaux dans l'ensemble de l'UE. L'UMC examine également l'équilibre entre sources de financement bancaires et non bancaires. Nous soutenons l'effort de l'UMC et l'objectif global de diversifier les sources de financement sur les marchés européens (et de réduire le coût des capitaux pour les entreprises et les projets d'investissement).

Les principales initiatives généralement mentionnées comme éléments de l'UMC sont des propositions concernant l'harmonisation des lois européennes relatives aux titres et à l'insolvabilité ainsi qu'une proposition permettant de relancer les marchés européens de la titrisation. Une UMC ambitieuse doit s'attacher à attirer les investisseurs et les épargnants vers les marchés, à développer et à optimiser les marchés publics comme source primaire de financement de marché et à garantir que les États membres de l'UE disposent de cadres réglementaires, fiscaux et comptables encourageant

13 BlackRock ViewPoint, « Who owns the assets? A closer look at bank loans, high yield bonds and emerging markets debt », septembre 2014, disponible sur : <http://www.blackrock.com/corporate/en-us/literature/whitepaper/viewpoint-closer-look-selected-asset-classes-sept2014.pdf>

14 Cf., par exemple, Central bank of Ireland: « Loan origination by investment funds », Discussion Paper, juillet 2013 et Office of Financial Research, 2014 Annual Report, 3 décembre 2014, disponible sur : http://www.treasury.gov/initiatives/ofr/about/Documents/OFR_AnnualReport2014_FINAL_12-1-2014.pdf

15 Office of Financial Research, 2014 Annual Report, 3 décembre 2014, disponible sur : http://www.treasury.gov/initiatives/ofr/about/Documents/OFR_AnnualReport2014_FINAL_12-1-2014.pdf

16 Jean-Paul Juncker, Discours d'ouverture de la session plénière du Parlement européen, « Un nouvel élan pour l'Europe : mon programme pour l'emploi, la croissance, l'équité et le changement démocratique », 15 juillet 2014, disponible sur : http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg_en.pdf

et favorisant le recours au financement de marché par les investisseurs. À plus long terme, une UMC doit développer un marché du crédit privé en Europe. À cet effet, nous pensons que le projet d'UMC peut intégrer un certain nombre d'aspects soulignés dans la présente étude et apporter la dynamique politique permettant de mettre en place un vaste ensemble de projets favorisant le financement de marché en Europe.

6| CONCLUSION

Plus de six ans après la crise, nous nous trouvons à un moment crucial. Notre système financier est plus sûr qu'avant la crise mais il existe encore des obstacles à la croissance dans de nombreuses économies. En reconnaissant que les détenteurs d'actifs seront des acteurs clés de la croissance, nous devons examiner leurs objectifs et leurs contraintes. Selon nous, les politiques publiques devraient continuer à encourager la croissance et l'investissement et la prochaine phase de réforme réglementaire devrait traiter des préoccupations relatives à la structure de marché afin d'améliorer la confiance des investisseurs. De plus, une évaluation du fonctionnement effectif des nouvelles règles

constituera un aspect important de ces efforts, les incidences cumulées des nouvelles réglementations ayant altéré la capacité des détenteurs d'actifs à acheter et à détenir certains actifs. Le nouvel environnement réglementaire a non seulement affecté le comportement des détenteurs d'actifs, mais il a également réduit la capacité de prêt des banques, et donc leur contribution à la croissance. L'ensemble des évolutions de l'environnement financier soulignent l'importance du financement de marché dans le financement de l'économie. À l'avenir, la politique adoptée devra refléter l'importance du financement de marché comme complément du financement bancaire, soutenant ainsi non seulement la croissance économique, mais pouvant également améliorer la stabilité financière. Dans un discours récent, le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, a souligné le fait que des sources de financement diversifiées pour une économie, comprenant des activités de financement de marché, pouvaient avoir une incidence stabilisatrice et devaient être accueillies favorablement¹⁷. Nous invitons les autorités à continuer d'apporter leur soutien aux initiatives qui encourageront une croissance économique durable sur le long terme, tout en favorisant également le développement de marchés sains pour l'ensemble des investisseurs.

¹⁷ Gouverneur Stephen Poloz, « Réflexions sur l'avenir de la finance », Discours au Club économique de New York, 11 décembre 2014, disponible sur : <http://www.bankofcanada.ca/2014/12/speculating-future-finance/>

Réallouer l'épargne à l'investissement

Le nouveau rôle des gestionnaires d'actifs

YVES PERRIER

Directeur général

Amundi

La « Grande Récession » a mis en exergue des changements importants : des rendements décroissants pour les facteurs de production, des innovations technologiques et des investissements productifs insuffisants ou insuffisamment porteurs en termes de croissance future, etc. Or investir dans l'économie pour la croissance de demain, c'est investir dans des projets et dans des entreprises souvent de taille modérée. Il faut avant tout pour cela i) que l'épargne soit mieux allouée en termes de supports, afin de favoriser l'épargne longue et les actifs « risqués ». La fiscalité et l'éducation seront en ce sens des apports incontournables ; ii) que les flux d'épargne circulent mieux au niveau européen, afin de mieux orienter les excédents d'épargne du Nord vers les déficits d'investissement du Sud.

Les gestionnaires d'actifs, qui gèrent l'épargne privée et l'épargne institutionnelle, se trouvent naturellement au carrefour de ces circuits financiers, et ils jouent un rôle majeur entre les besoins de rendement des investisseurs (qu'ils soient domestiques ou internationaux) et les besoins d'investissement des entreprises (qu'elles soient petites ou grandes). Il est de ce fait crucial de ne pas contraindre le potentiel des entreprises développant de nouvelles technologies, à cause d'une mauvaise méconnaissance de leurs activités, de cadres de régulation inadaptés, mais aussi, en allouant les capitaux de façon inadéquate. C'est en particulier sur ce dernier point que se trouve l'apport des gestionnaires d'actifs.

Comment favoriser l'investissement productif ? Voilà sans aucun doute une des questions cruciales dans l'environnement économique actuel. Le texte qui suit met en perspective le contexte actuel, et développe des solutions, vues par un gestionnaire d'actifs en lien avec des investisseurs long terme, nationaux et internationaux.

1| INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES : UN DOUBLE ENJEU, LA CROISSANCE ET L'EMPLOI

L'excès de dette et de déficits a conduit le Japon, puis les États-Unis et l'Europe, dans la mise en place de politiques monétaires très fortement expansionnistes et de politiques budgétaires et fiscales très fortement restrictives. Au total, l'austérité budgétaire et les largesses monétaires ont apaisé la sphère financière mais ont révélé au grand jour les lacunes de la sphère économique :

- des modèles de croissance non soutenables, avec notamment des excès de crédit ;
- des divergences fortes entre les pays dans une zone euro où la convergence devait être la référence.

Sans le levier apporté par le crédit pendant plus d'une décennie, la réalité est apparue au grand jour, et elle est peu flatteuse :

- l'investissement est en panne, à peu près partout en zone euro ;
- la croissance potentielle a partout été révisée à la baisse : aux États-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, en Allemagne, en France, en zone euro et même en Chine. Elle est désormais de 1 % en zone euro ou au Japon et un peu plus de 2 % aux États-Unis ;
- le taux de chômage reste élevé en Europe, car la croissance économique est insuffisante ;
- le taux de chômage a fortement baissé aux États-Unis, mais le taux de participation est globalement décevant ;
- l'emploi des jeunes est extrêmement déprimé, particulièrement en Europe.

Plus que jamais, la croissance et l'emploi sont les priorités des autorités européennes. La Commission Juncker a notamment défini sa priorité n° 1 comme « *le retour à la croissance en Europe et la création d'emplois sans avoir recours à de nouvelles dettes.* »

1|1 Pourquoi en est-on arrivé là ?

Les tenants de la « grande stagnation » ont identifié les « vents de face » venant peser sur la croissance et sur l'emploi.

- Le vieillissement de la population se traduit par une baisse du taux d'activité et un déclin des gains de productivité. Les *baby boomers* se retirent graduellement de la vie active, les taux de natalité sont souvent trop faibles et l'allongement de l'espérance de vie maintient l'effet dépressif sur l'activité économique. Plus une population vieillit, et plus les fonds de pension entameront rapidement leur phase de distribution, où la liquidité des actifs devient cruciale et la prise de risque réduite. En d'autres termes, les classes d'actifs long terme et réelles sont naturellement graduellement délaissées au profit des actifs de taux.
- La mondialisation exerce une pression à la baisse sur les salaires des pays avancés, conséquence de la concurrence des pays émergents et de la délocalisation industrielle. L'égalisation des prix des facteurs s'opère inévitablement au détriment des pays aux salaires les plus élevés, *i.e.* les pays avancés. Cette pression à la baisse des salaires dans les pays avancés gêne la consommation et donc la croissance et l'investissement.
- La gestion de la crise environnementale réduira graduellement le budget que les ménages consacrent aux autres postes de dépenses de consommation.
- Le désendettement du secteur privé et la nécessaire stabilisation de la dette publique réduisent revenu disponible et dépenses de consommation. Le retour de l'endettement public sur une trajectoire soutenable pèsera également sur le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB), car il contraint les politiques économiques, les pays ayant de moins en moins les moyens de relancer la croissance et l'investissement.

- La mauvaise allocation des dépenses d'éducation : il faut aller vers une meilleure efficacité, favoriser une orientation vers les secteurs d'avenir afin de retrouver le lien entre éducation et croissance, un lien qu'il est parfois difficile de démontrer.

La « Grande Récession » (*i.e.* la récession qui a suivi la crise financière de 2008) a par ailleurs mis en exergue des changements importants : des rendements décroissants pour les facteurs de production, et des innovations technologiques insuffisantes, le tout conduisant à une « grande stagnation ». Les conséquences sont assez claires :

- des taux d'investissement et de croissance économique faibles ;
- des taux d'inflation bas ;
- des taux courts et longs bas ;
- des prix d'actifs élevés ;
- une volatilité financière plus élevée.

Il est difficile de trouver actuellement d'où peut provenir la croissance économique. La période actuelle de faible croissance peut encore durer longtemps si l'on ne fait rien. « *La nouvelle normalité, c'est une situation de taux bas et de prix d'actifs élevés, et ceux qui croient en une normalisation des taux d'intérêt auront tort, c'est une quasi-certitude* » (Krugman, *Forum international d'Amundi*, juin 2014).

1|2 Innovations et mutations technologiques

Quand on parle de « Grande stagnation », on fait donc référence aux déficits d'innovations, à des investissements productifs insuffisants ou insuffisamment porteurs en termes de croissance future, à des facteurs fortement structurels et non pas seulement conjoncturels. Les réponses doivent donc être structurelles, et non pas seulement conjoncturelles.

Il convient de favoriser les investissements porteurs à terme de croissance. Selon un rapport rédigé pour la Commission européenne (2010), les technologies les plus prometteuses en termes d'innovation et de croissance sont :

- les nouvelles technologies de communication ;
- le développement d'énergies alternatives ;

- les biotechnologies ;
- les nanotechnologies ;
- la robotisation ;
- le développement de nouveaux matériaux ;
- les technologies relatives à la santé.

Ajoutons qu'en cette période d'agitation sur les marchés des matières premières, le développement de technologies de stockage d'énergie revêt un caractère particulièrement important.

Ces technologies innovantes sont bien souvent développées par des petites et moyennes entreprises (PME), dont il faut faciliter le financement, et elles sont le support indispensable du redressement de l'industrie européenne. Rappelons que la nouvelle Commission européenne a formulé l'objectif d'un retour du poids de l'industrie en Europe à 20 % du PIB depuis moins de 16 % aujourd'hui. Ce point est crucial pour des secteurs stratégiques tels que l'automobile, l'aéronautique, l'ingénierie, l'espace, les industries chimiques et pharmaceutiques.

2| COMMENT SORTIR DE CETTE SITUATION DE FAIBLE INVESTISSEMENT/CROISSANCE ? LE RÔLE DES GESTIONNAIRES D'ACTIFS

Pour relancer l'investissement, il y a bien sûr des réponses publiques traditionnelles, mais aussi des réponses innovantes, ciblées et privées.

2|1 Les stratégies publiques

Trois stratégies (publiques) de sortie sont fréquemment évoquées.

Stratégie n° 1 : renouer avec le plein-emploi

Selon cette stratégie, il serait crucial de renouer avec le plein-emploi, et pour cela de poursuivre des politiques monétaires ultra-accommodantes, pendant une période de temps plus longue que nécessaire au besoin, quitte même à accepter l'existence de bulles. Clairement suivie par Alan Greenspan autrefois, cette stratégie avait conduit à des excès dévastateurs.

À cette stratégie sont également associées des politiques d'investissements comme le plan Juncker, un plan qui vise à favoriser les investissements en infrastructures. On notera que ces politiques ont rapidement trouvé leurs limites : même si les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon ont su mener des politiques de relance de grande ampleur, tous ont atteint des déficits publics (11 % du PIB) que l'Europe ne peut rechercher. Aussi sensé soit-il, le plan Juncker mise fortement sur la participation privée, la contribution d'argent frais public étant somme toute assez marginale.

Stratégie n° 2 : un retour de l'inflation

Rendre la politique économique efficace passerait par un retour de l'inflation afin d'enrayer définitivement la spirale déflationniste, qui pousse à retarder les achats, sachant que le prix sera plus bas ultérieurement. Ce thème, évoqué à de nombreuses reprises par Olivier Blanchard (Fonds monétaire international – FMI) et par Paul Krugman, est également l'un des chevaux de bataille des banques centrales (le vice-président du Système fédéral de réserve, Stanley Fischer, évoque fréquemment ce sujet) et des gouvernements. La Banque du Japon est dans cette logique.

Stratégie n° 3 : des réformes structurelles

Mener des réformes structurelles s'avère indispensable. La Banque des règlements internationaux (BRI) et les banquiers centraux en général ne manquent pas de rappeler régulièrement la nécessité de rendre les économies moins dispendieuses et plus flexibles, seule façon de ne pas créer de bulle financière (stratégie n° 1) ou (stratégie n° 2) de ne pas laisser déraper l'inflation (un des objectifs cruciaux – sinon le seul pour certains – des banques centrales). On sait que les réformes – quand elles sont bien ciblées et bien menées – se traduisent par des gains de croissance à terme plus ou moins rapproché, mais il ne faut pas que, dans l'environnement actuel déjà déprimé, elles pèsent trop brutalement sur la croissance à court terme. Telle est leur limite à l'heure actuelle.

Aussi légitimes qu'elles soient, ces trois stratégies – très « traditionnelles » et très « macro, top down » – nous semblent insuffisantes. D'autres stratégies existent, et elles ne doivent pas être sous-estimées. Elles doivent au contraire être favorisées. Les gestionnaires d'actifs

ont la capacité de s'insérer dans ces stratégies, voire même d'en être les moteurs.

2|2 Réallouer l'épargne à l'investissement : un enjeu clef pour la croissance

Le constat est clair : le financement de l'économie de la zone euro pâtit d'une sous-allocation structurelle de l'épargne au financement de long terme en actions. C'est particulièrement le cas en France, où seuls 20 % des encours gérés sont investis en actions, contre plus de 40 % au Royaume-Uni. Cela correspond au total à un écart de détention de plus de 1 000 milliards d'euros sur les actions qui s'explique par deux raisons :

- d'une part, une faible détention d'actions par les assureurs français, une situation que sont venues aggraver les contraintes liées à Solvency II. Les assureurs ont moins de 10 % d'actions cotées dans leurs portefeuilles (dont la moitié sont investis en titres d'entreprise ou d'institution financière), et les trois quarts en obligations (dont une très faible portion de titres émis par les entreprises françaises) ;
- d'autre part, l'absence de fonds de pension, des investisseurs long terme généralement fortement investis en actifs de long terme (actions et *private equity*), est un réel handicap dans un pays comme la France.

Ce montant de 1 000 milliards d'euros doit être mis en parallèle avec les besoins de financement des entreprises. Les besoins en fonds propres pour les PME/ETI (entreprises de taille intermédiaire) françaises seraient de 11 milliards d'euros selon l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), et de 20 milliards d'euros à l'horizon de 2020 selon le rapport Fineco de Paris Europlace. Les besoins en fonds propres et en dettes pour l'ensemble des entreprises seraient de 80 milliards d'euros selon le rapport Fineco de Paris Europlace, et de 100 milliards d'euros selon le rapport Berger/Lefebvre (dont 15 à 25 milliards d'euros pour les seules PME/ETI).

Autrement dit, il faut absolument mettre en place mesures et structures permettant de redistribuer l'épargne vers les besoins de financement de l'économie. Les banques sont à l'origine d'une partie

importante du financement de l'économie *via* le crédit bancaire (plus de 90 % du crédit aux entreprises en zone euro), mais les investisseurs institutionnels sont également cruciaux pour répondre aux besoins, dettes ou fonds propres, de l'ensemble des acteurs économiques, qu'il s'agisse des PME, des ETI, des grandes entreprises, de l'État ou du secteur public en général, etc. En effet, l'industrie de la gestion d'actifs, qui assure la gestion pour compte de tiers des investisseurs institutionnels et capte en direct des capitaux étrangers ou des épargnants, contribue activement au financement de l'économie. Il existe plusieurs canaux distincts :

- la détention d'une partie significative de la capitalisation boursière en actions (plus de 20 % dans le cas de la France) ;
- le financement à moyen et long terme : détention de 20 % du stock de dette en titres à moyen et long terme des émetteurs français, de 25 % du stock d'obligations d'entreprises non financières et de plus de 20 % du stock des obligations d'État ;
- le financement à court terme : détention de plus de 30 % du stock de dette en titres à court terme des émetteurs français, de 45 % des certificats de dépôts (pour le financement de la liquidité des banques) et de plus de 35 % des billets de trésorerie des entreprises ;
- le financement en fonds propres des PME non cotées, *via* le capital-investissement, s'avère indispensable, notamment en France où le manque de fonds propres est patent.

Il est donc nécessaire de développer l'épargne à long terme, et cela passe par plusieurs pistes incontournables :

- revoir la fiscalité de l'épargne, en faisant bénéficier l'épargne longue de la clause de « l'épargne la plus favorisée fiscalement » ;
- compléter et renforcer l'offre de dispositifs et produits contribuant au financement de long terme de l'économie, en développant par exemple les produits de type fonds diversifiés avec contraintes d'emplois (actions non cotées : 10 %, actions cotées : 40 %, obligations : 30 %, cash : 20 %), éligibles au plan d'épargne en actions (PEA), au PEA PME et aux supports en unités de compte de

l'assurance-vie à taux préférentiel, ainsi que les fonds Euro-Croissance. Il s'agit également de proposer des fonds d'investissement de long terme, dans le cadre des ELTIFs (*European long-term investment funds*) ;

- compléter la retraite par répartition avec une épargne retraite individuelle et collective, en s'appuyant notamment sur les dispositifs existants (assurance-vie, plan d'épargne pour la retraite collectif – PERCO, épargne salariale, dispositifs individuels, etc.). Cela passe inévitablement par des incitations notamment fiscales, et cela pour chacune des familles de produits d'épargne retraite ;
- mettre en place des actions pédagogiques pour sensibiliser les investisseurs privés potentiels des bénéfices collectifs et individuels de l'investissement de long terme, et leur permettre de mieux comprendre les modalités du couple « risque/rendement ». Cela permet *in fine* d'objectiver et de « rationaliser » l'aversion au risque du grand public. Favoriser et rémunérer la prise de risque est nécessaire, car la croissance passe par la capacité à affronter les risques.

Au total, pour mobiliser l'épargne vers l'investissement productif, il faut favoriser l'épargne longue, attirer les capitaux privés grâce une fiscalité attractive, et assurer une plus grande captation des actifs étrangers : seulement 14 % des actifs gérés en France proviennent de l'étranger contre 38 % à Londres. Pour cela, il est nécessaire de rompre avec le caractère dissuasif de la réglementation actuelle, et d'assouplir les règles qui poussent les investisseurs à long terme traditionnels à se « désintéresser » des actifs risqués longs. C'est grâce à de telles mesures qu'il sera possible aux gestionnaires d'actifs d'apporter une plus grande contribution au financement de l'économie. À ce rôle traditionnel s'ajoutent des actions plus novatrices.

2|3 Les gestionnaires d'actifs et la relance de l'investissement : un nouveau rôle

Nous avons évoqué plus haut le fait que nous vivons une période de mutations technologiques, avec notamment le digital, la transition énergétique, etc. Ce sont les investissements dans ces secteurs qui seront à terme les plus générateurs de croissance, et une approche plus « micro » est inévitable et souhaitable.

Sauver l'existant est important, mais se préparer à l'avenir est vital. Or investir dans l'économie pour la croissance de demain, c'est investir dans des projets et dans des entreprises souvent de taille modérée. Pourquoi les PME ? Plusieurs raisons à cela :

- il faut rappeler qu'en 2012, les PME employaient 87 millions de personnes en Europe (soit 67 % de la main-d'œuvre totale) et ont généré 58 % de la valeur ajoutée globale. Elles représentent près de 80 % de la main-d'œuvre et 70 % de la valeur ajoutée en Italie, en Espagne et au Portugal. Dans ces pays, le secteur des PME est dominé par les toutes petites entreprises (comprenant moins de dix salariés). Plus encore, les PME ont assuré 85 % des créations nettes d'emploi entre 2002 et 2010. Sans aide, sans investissement des PME, difficile de croire en un quelconque redressement de l'emploi ;
- en outre, quand on parle d'investissement, on parle de financement. Les grandes entreprises et les entreprises cotées, notées et connues n'ont pas de problème de financement. Elles peuvent lever des fonds sur les marchés d'actions ou d'obligations. Par exemple, en l'espace de deux ans, il y aura eu près de cent soixante nouveaux émetteurs *high yield*. L'accès au financement est aisément tenu du niveau des taux et de la recherche de rendement de la part des investisseurs. Pour les PME, l'histoire est différente : elles dépendent à plus de 95 % du financement des banques, des banques devenues frileuses depuis la crise financière et la crise de la dette. La toute dernière enquête de la Banque centrale européenne (BCE) au sujet du financement des PME montre que le taux d'acceptation des prêts bancaires aux PME reste faible dans les pays d'Europe du Sud (Espagne, Italie, Portugal, Grèce) mais aussi, de manière plus inattendue, aux Pays-Bas ;
- la troisième raison réside dans l'environnement actuel. Ce n'est plus seulement la lutte des « petits » contre les « gros », mais aussi et surtout dans certains domaines d'innovations, la lutte entre les « rapides » et les « lents ». La PME, *a priori* plus rapide et plus agile, doit être mise en avant.

Mener des stratégies qui impactent les PME et les secteurs d'avenir est donc crucial. Les investisseurs institutionnels et les gestionnaires d'actifs ont un rôle à jouer dans ce contexte, car au-delà des investissements directs et des créations d'entreprises,

et au-delà des grands plans publics (plan Juncker, etc.), trois pistes additionnelles se dessinent.

Solution n° 1 : le financement des PME via le développement des *asset-backed securities* (ABS)

La dépendance des PME vis-à-vis des banques en termes de financement est un handicap dans une situation où les banques prêtent moins, prennent moins de risque, etc. *Via* la réactivation du marché des ABS, la BCE espère faciliter l'accès des PME aux crédits. Les banques auraient ainsi la possibilité de se défaire de tout ou partie des crédits accordés *via* des produits de titrisation, rachetés par des intervenants pouvant porter à moyen et long terme le risque. Certains gestionnaires d'actifs (dont Amundi) sont très actifs sur ce sujet, *via* deux canaux : le premier, c'est la gestion de portefeuilles d'ABS, une gestion que la crise financière n'a pas contrariée ; le second, c'est le partenariat de gestion et d'analyse pour la BCE elle-même.

Solution n° 2 : des investissements en partenariat

Il s'agit ici de mettre en relation investissement productif et investissement financier, entreprises et investisseurs long terme, qu'ils soient français, européens ou mondiaux. À cet égard, des partenariats très concrets peuvent être mis en place entre emprunteurs et gestionnaires d'actifs à l'exemple de celui qui a tout récemment été conclu entre EDF et Amundi. L'objectif est de créer un portefeuille d'investissement sur la thématique de la transition énergétique, un sujet emblématique sur les mutations technologiques et sur la croissance à long terme.

Solution n° 3 : le développement de financements intra-européens

Une des caractéristiques actuelles de la zone euro, c'est l'ampleur des divergences entre les pays. Il y a une convergence apparente (le retour aux excédents courants) qui reflète en réalité l'une des divergences les plus douloureuses : un excédent d'épargne dans le nord de l'Europe et un déficit d'investissement dans les pays du Sud. La zone euro n'est pas capable d'assurer un recyclage de l'excès d'épargne du Nord vers les investissements dans le Sud : perception du risque, habitudes, cloisonnement des économies, etc. autant de facteurs qui gênent l'investissement. L'excès d'épargne des pays du Nord doit servir à financer les entreprises du sud de l'Europe qui peinent

à se financer. Ne se faisant pas de façon naturelle, il est nécessaire de favoriser le développement des financements intra-européens, notamment en fonds propres, et le cas échéant en ajoutant un garant européen comme la Banque européenne d'investissement (BEI). Les gestionnaires d'actifs connaissent les investisseurs de long terme et sont susceptibles d'être les bras armés des projets de financement intra-européens.

Au total, la bonne santé de la zone euro ne concerne pas seulement sa solvabilité financière. Elle passe également par cette capacité à s'installer dans les investissements représentant la croissance de demain, les emplois. Cela déterminera par ricochet sa capacité à rembourser son endettement, un sujet bien d'actualité pour les pays les plus fragiles.

Pour favoriser l'investissement et l'entreprise, il faut donc changer la donne.

- Réduire les incitations directes ou indirectes à investir dans l'immobilier ; deux tiers de la richesse financière des ménages français sont placés dans l'immobilier.
- Être capable de cesser de favoriser les investissements dans la dette publique. Certes, on comprend bien l'intérêt des États qui poussent vers ces investissements (réglementation et répression financière, moindre dépendance vis-à-vis des investisseurs non-résidents, financement aisément stable de la dette, etc.), mais tout ceci se fait au détriment de la croissance à long terme ; les États portent cette responsabilité.
- Ne pas trop compter sur les investissements publics. La solution ne viendra pas des États car compte tenu du poids de la dette, bon nombre d'États ne peuvent plus jouer qu'un rôle marginal en matière d'investissements. Le secteur privé est et restera le moteur.
- Ne pas trop miser sur les investissements en infrastructures. Ce n'est pas inutile, mais ce n'est pas l'enjeu majeur de l'Europe, contrairement à d'autres parties du monde.
- Les investisseurs long terme domestiques existent, mais ils ne sont pas suffisamment présents. Capter l'épargne étrangère ne doit pas empêcher de développer l'épargne longue en zone euro.

- Il faut enfin être capable de mieux accompagner les entreprises dans leur développement (financement, fiscalité, etc.), une grande différence entre la France et l'Allemagne, par exemple. Créer une entreprise est assez facile, la développer et la transmettre le sont beaucoup moins, surtout dans certains pays.

3 | CONCLUSION

Renouer avec la croissance et retrouver des niveaux de plein emploi sont indubitablement les enjeux majeurs de la zone euro. Pour rendre plus homogène la zone euro et permettre de mener de façon plus efficace des politiques communes, il conviendra également de réduire les divergences économiques qui n'ont jamais été aussi fortes :

- des modèles de croissance différents, qui ont mené aux excès des années deux mille ;
- des moteurs de croissance différents (les exportations en Espagne et en Allemagne, la consommation en Allemagne, l'investissement nulle part, la dépense publique en France) ;
- des situations fort différentes en matière de compétitivité ;
- des équilibres budgétaires solides (Allemagne), fragiles (pays périphériques) ou dégradés (France) ;
- des situations de la dette publique sous contrôle (Allemagne), fragilisées (France) ou encore vulnérables (Espagne, Italie, etc.) ;
- des balances courantes en excédent partout sauf en France, mais qui reflètent des réalités différentes : des excédents d'épargne dans le Nord de la zone et des déficits d'investissement dans le Sud. Pire encore, l'incapacité pour la zone de recycler les excédents du Nord vers les déficits du Sud.

La BCE ne peut pas tout faire. Par ses actions et ses déclarations, elle a su apaiser la crise financière et assurer une grande partie de la convergence financière.

En matière de convergence économique, gouvernements et politique budgétaire et fiscale

doivent être les moteurs. Trois leviers majeurs doivent être utilisés :

- le coût du travail : le réduire et l'harmoniser permettraient d'accroître la compétitivité-coût de la zone. Réduire la dépense publique pour réduire la fiscalité sur le travail permettrait par exemple de faire d'une pierre deux coups : améliorer les finances publiques, d'une part, et restaurer compétitivité et emploi, d'autre part ;
- la compétitivité technologique : sans opposer nouvelle économie et ancienne, le développement économique se fait toujours *via* des sauts technologiques qu'il faut savoir capter pour améliorer ses marges, sa compétitivité, son niveau d'emploi et sa croissance potentielle. Pour l'heure, ce sont plutôt les États-Unis, plus agiles et plus flexibles, qui ont montré par le passé leur capacité à capter nouvelles technologies et mutations technologiques ;
- la réallocation de l'épargne vers l'investissement. Plus que jamais, l'investissement et l'innovation technologique ont un rôle majeur à jouer dans la

croissance de l'économie européenne de demain. Il faut pour cela :

- que l'épargne soit mieux allouée en termes de supports, afin de favoriser l'épargne longue et les actifs « risqués ». La fiscalité et l'éducation seront en ce sens des apports incontournables ;
- que les flux d'épargne circulent mieux au niveau européen, afin de mieux orienter les excédents d'épargne du Nord vers les déficits d'investissement du Sud.

Les gestionnaires d'actifs, qui gèrent l'épargne privée et l'épargne institutionnelle, se trouvent naturellement au carrefour de ces circuits financiers, et ils jouent un rôle majeur entre les besoins de rendement de investisseurs et les besoins d'investissement des entreprises, qu'elles soient petites ou grandes. Il est de ce fait crucial de ne pas contraindre le potentiel des entreprises développant de nouvelles technologies, à cause d'une mauvaise méconnaissance de leurs activités, de cadres de régulation inadaptés, mais aussi, en allouant les capitaux de façon inadéquate. C'est en particulier sur ce dernier point que se trouve l'apport des gestionnaires d'actifs.

BIBLIOGRAPHIE

Commission européenne (2010)

« *The regional impact of technological change in 2020* », septembre.

Ernst et Young (2013)

« *The power of three : the EY G20 entrepreneurship barometer 2013* ».

Gordon (R. J.) (2012)

« *Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds* », Centre for Economic Policy Research (CEPR), septembre.

Juncker (J.-C.) (2014)

« *A new start for Europe: my agenda for jobs, growth, fairness and democratic change* », 15 juillet.

Paris Europlace (2010)

« *Le développement de l'épargne longue* », juin.

Paris Europlace (2013)

« *Redonner sa compétitivité au pôle investisseurs de la Place de Paris* », *Rapport final*, septembre.

ÉTUDES PUBLIÉES

Novembre 2002

- Eurosystème, zone euro et stabilité financière
- Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière ?
- Quel crédit accorder aux *spreads* de crédit ?
- Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière
- Infrastructures post-marché et stabilité financière
- Le système CLS : une réponse au risque de règlement dans les opérations de change
- Codes et standards internationaux : enjeux et priorités pour la stabilité financière

Juin 2003

- La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation
- Vers un « continuum de marché » ? Modèles structurels et interactions entre marchés de crédit et d'actions
- L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux
- Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit
- Normalisation comptable internationale et stabilisation financière
- Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine

Novembre 2003

- Stabilité financière et nouvel accord de Bâle
- Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ?
- Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés
- Les défis de la gestion alternative
- La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit
- Vulnérabilités et surveillance du système financier international

Juin 2004

- L'incidence des notations sur les dynamiques de marchés : une revue de la littérature
- Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit
- Techniques de marché des dérivés de crédit : les *swaps* de défaut
- Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américain et européens
- Goodwill*, structures de bilan et normes comptables

Novembre 2004

- Bilan des « *stress tests* » menés sur le système bancaire français
- Assurance et stabilité financière
- La surveillance des moyens de paiement scripturaux : objectifs et modalités de mise en oeuvre
- La robustesse des infrastructures post-marché et des systèmes de paiement
- Gestion du risque de crédit et stabilité financière

Juin 2005

- Le marché des CDO : modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière
- Soutenabilité de la dette publique et crises des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic
- Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français
- La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension
- Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement

Novembre 2005

- Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière
- Capital réglementaire et capital économique
- Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières
- L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix
- (Re) structuration des dettes souveraines. Où en est-on ?

Mai 2006

- Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation
- La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques
- Productivité et prix des actifs boursiers
- Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par « les capitaux propres nets en risque ou *net worth at risk* »
- Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie
- Les implications de la globalisation pour la stabilité financière

Décembre 2006

- Les matières premières : une classe d'actifs à part entière ?
- Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ?
- Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents
- Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ?
- Liquidité bancaire et stabilité financière
- Microstructure des marchés monétaires et financiers
- Le dispositif de Bâle II : rôle et mise en œuvre du pilier 2

Avril 2007**Hedge funds**

- Hedge funds*, transfert du risque de crédit et stabilité financière
- Évolution et régulation des *hedge funds*
- Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ?
- Hedge funds* et stabilité financière
- Hedge funds* et risque systémique
- Stratégies de réplication des *hedge funds* : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs
- Hedge funds* et *prime broker dealers* : éléments de proposition en matière de « bonnes pratiques »
- Exigences de transparence et *hedge funds*
- Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds*
- La supervision indirecte des *hedge funds*
- Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ?
- La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière
- Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité.
- La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative
- Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque
- Les *hedge funds* sur les marchés émergents
- Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives
- Hedge funds* : un point de vue de banque centrale

Février 2008**Liquidité**

- Liquidité et contagion financière
- Les chaises musicales : un commentaire sur la crise du crédit
- Liquidité de marché et stabilité financière
- Dix questions à propos de la crise des prêts *subprime*
- Qu'est-il advenu de la dispersion des risques ?
- La gestion du risque de liquidité
- La réglementation de la liquidité et le prêteur en dernier ressort
- Déficits de liquidité : fondements théoriques
- La liquidité sur les marchés mondiaux
- L'impact de la directive MIF sur la liquidité des marchés financiers
- Liquidité de marché et liquidité bancaire : interdépendances, vulnérabilités et communication financière
- Actifs liquides, contraintes de liquidité et déséquilibres mondiaux
- L'innovation financière et la frontière de la liquidité
- Liquidité des marchés financiers et le prêteur en dernier ressort
- Évolutions récentes de la liquidité intrajournalière dans les systèmes de paiement et de règlement

Octobre 2008

Valorisation et stabilité financière

- Les défis de la valorisation dans un environnement changeant
- La valorisation aux prix de marché convient-elle aux institutions financières ?
- Définir un cadre adapté au fonctionnement des marchés de capitaux modernes – Les leçons de la crise récente
- Révision des pratiques de valorisation sur l'ensemble du cycle économique : davantage de symétrie est nécessaire
- Valorisation et fondamentaux
- La prise en compte des événements extrêmes pour la valorisation d'options européennes
- Juste valeur et stabilité financière : enjeux de marché et dynamiques stratégiques
- Comment réagir face aux bulles des prix d'actifs ?
- Réglementation, valorisation et liquidité systémique
- Comptabilisation en juste valeur et stabilité financière
- Procyclicité des systèmes financiers : est-il nécessaire de modifier les règles comptables et la réglementation actuelles ?
- Valorisation dans l'assurance et crise financière
- Instiller de la transparence dans l'information financière : vers l'amélioration du cadre comptable après la crise du crédit
- Améliorer la comptabilisation en juste valeur

Septembre 2009

Le futur de la régulation financière

- Quelle régulation financière pour l'après-crise ?
- Le système bancaire parallèle : implications pour la régulation financière
- Gérer la transition vers un système financier plus sûr
- Réforme de l'architecture financière globale : un nouveau contrat social entre la société et la finance
- L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières
- Minimiser l'impact des crises financières à venir : six points incontournables pour réformer la régulation
- Réflexions sur l'efficacité de la régulation financière
- Le traitement des banques en difficulté
- Credit default swaps* et stabilité financière : quels risques ?
- Quels enjeux pour les régulateurs ?
- L'avenir de la régulation financière
- L'avenir de la régulation financière : échange de vues
- Émergence d'une ébauche de régulation financière : défis et dynamique
- Régulation-supervision : quelles perspectives pour l'après-crise ?
- Au-delà de la crise : la réponse stratégique du Comité de Bâle

Juillet 2010

Dérivés – Innovation financière et stabilité

Repenser les marchés des dérivés de gré à gré pour garantir la stabilité financière

Les CDS : quels avantages et coûts collectifs ?

Fiat lux – Un jour nouveau sur les marchés de produits dérivés

Dette publique et interactions avec les marchés dérivés : le cas européen

Les produits dérivés : le point de vue d'un assureur

Credit default swaps et stabilité financière

Les *credit default swaps* – Innovation financière ou dysfonctionnement financier ?

Faut-il interdire la spéculation sur les marchés des obligations souveraines ?

Les marchés de produits dérivés de gré à gré en Inde : questions et perspectives

Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale :

toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation ?

La finance du XXI^e siècle ne peut faire l'économie d'une bonne régulation des marchés dérivés de gré à gré

Risque systémique : une approche alternative

Produits dérivés OTC : défis pour la stabilité financière et réponses des autorités

Sous-collatéralisation et « réhypothécation » sur les marchés des produits dérivés de gré à gré

Silos et silences : les difficultés à déceler les problèmes liés aux instruments de crédit structurés et les leçons pour l'avenir

Réduire le risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré (OTC)

Credit default swaps : Quels sont les risques et défis en matière de stabilité financière ?

Structure des marchés de dérivés OTC et profils de crédit des banques de financement et d'investissement

Contreparties centrales et stabilité financière : quelles leçons tirer de la théorie des réseaux et du risque endogène ?

Marché des CDS et marché obligataire : qui dirige l'autre ?

Risque de concentration et nombre optimal de contreparties centrales pour un actif unique

Février 2011

Déséquilibres mondiaux et stabilité financière

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de l'Agence monétaire saoudienne

Les flux internationaux de capitaux et le repli vers les actifs sûrs aux États-Unis, 2003-2007

La stabilité financière confrontée aux afflux massifs de capitaux : le point de vue d'un marché émergent

Les déséquilibres mondiaux, le système monétaire international et la stabilité financière

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque du Mexique

Complémentarité et coordination des politiques macroéconomiques et financières pour remédier aux déséquilibres internes et externes

Déséquilibres mondiaux : un problème commun à résoudre pour les économies avancées et les économies de marché émergentes

Équilibre mondial et stabilité financière : des objectifs indissociables pour un système économique mondial résistant

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque d'Angleterre

Déséquilibres mondiaux et pays en développement

Les déséquilibres mondiaux : un point de vue sud-africain

La nature volatile des flux de capitaux : l'expérience indonésienne et les nouveaux rôles du FMI

Déséquilibres mondiaux et stabilité financière

Les déséquilibres mondiaux et les déséquilibres des comptes de transactions courantes

Les déséquilibres mondiaux vus au travers du prisme de l'épargne et de l'investissement

Déséquilibres mondiaux : le point de vue de la Banque de réserve d'Inde

Les défis intellectuels qui se posent à l'analyse de la stabilité financière à l'ère de la surveillance macroprudentielle

Renouer avec la stabilité et la croissance après la crise

La règle de Tinbergen revisitée : le maintien de la stabilité financière à l'aide d'outils macroprudentiels

Du taux d'épargne

Avril 2012

Dette publique, politique monétaire et stabilité financière

- L'activité de banque centrale dans un contexte de dette publique élevée
- Perspectives budgétaires et risques pour la viabilité budgétaire
- Lorsque la dette souveraine des économies occidentales devient risquée
- Le retour de la répression financière
- L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains
- Les banques, l'aléa moral et la dette publique
- Solvabilité des emprunteurs souverains et stabilité financière : une perspective internationale
- Stabilité, croissance et réforme de la réglementation
- Le risque souverain est-il correctement traité par la réglementation financière ?
- Contagion et crise de la dette européenne
- Politique monétaire et dette publique
- La clé d'un assainissement budgétaire réussi : coopération ou confrontation avec la politique monétaire ?
- Domination monétaire dans la zone euro et défis budgétaires : une perspective théorique
- Indépendance de la banque centrale et défaut souverain
- La crise de la dette souveraine et la politique monétaire
- Soutenabilité de la dette publique : condition préalable à la stabilité du système financier et des prix
- L'importance de la confiance dans les efforts de stabilisation macroéconomique
- Quelle politique pour la dette souveraine ?
- Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro
- Restaurer la croissance et l'optimisme pour une nouvelle ère budgétaire
- Les lacunes de la structure institutionnelle de la zone euro
- La crise de l'euro : quelques éléments de réflexion sur la réforme institutionnelle

Avril 2013

Les produits dérivés de gré à gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques

Avant-propos

La mise en œuvre complète du programme de réforme lancé par le G20 en vue de renforcer les marchés des produits dérivés de gré à gré

Réforme de la réglementation des produits dérivés de gré à gré : passé, présent et futur

Vue d'ensemble des travaux conduits à l'échelle internationale pour une réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré et défis restant à relever

Coordination internationale : la condition *sine qua non* du succès de la réforme des marchés de dérivés négociés de gré à gré

Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière

La réforme du marché international des *swaps*

Promouvoir la transparence et réduire les risques

Les principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers définis par le CSPR et l'OICV : des vecteurs pour une convergence internationale

Une norme de transparence pour les dérivés

De nouvelles infrastructures pour un système financier plus solide

L'importance de la qualité des données pour l'efficacité de la politique de stabilité financière – L'identifiant pour les entités juridiques : une première étape vers la nécessaire réforme des données financières

Transparence et stabilité financière

L'évaluation des risques de contagion sur le marché des CDS

Pourquoi le règlement des CDS grecs n'a pas conduit à la débâcle redoutée

Les contreparties centrales, instruments de stabilité et d'atténuation du risque

Une compensation centralisée compatible avec les incitations

L'accès aux contreparties centrales : son importance et son évolution

Les contreparties centrales et l'évolution des marchés de capitaux : sécurité, redressement et résolution

Les garanties et les nouvelles possibilités offertes pour une gestion optimisée : une révolution industrielle

Rareté du collatéral et part croissante des actifs gagés dans les bilans bancaires : les conséquences pour le système financier européen

Marché des dérivés de gré à gré : évolution réglementaire et dynamique du collatéral

Dérivés de gré à gré : pour des marchés sûrs et efficents, qui soutiennent la croissance économique

Les conséquences du nouveau paysage réglementaire sur les marchés des produits dérivés de gré à gré

La nouvelle réglementation des marchés de gré à gré va-t-elle entraver l'innovation financière ?

Avril 2014

Politiques macroprudentielles : mise en œuvre et interactions

- De la théorie à la mise en œuvre de la politique macroprudentielle
- Cinq questions et six réponses sur la politique macroprudentielle
- La gouvernance de la politique macroprudentielle
- Du « *tapering* » à une politique préventive
- Les problèmes d'action collective dans la politique macroprudentielle et la nécessité d'une coordination internationale
- Une perspective macroprudentielle pour la réglementation des grandes institutions financières
- L'incidence de la politique macroprudentielle sur l'intégration financière
- La politique macroprudentielle européenne de sa gestation aux premiers balbutiements
- La politique macroprudentielle en France : exigences et mise en œuvre
- La mise en œuvre des politiques macroprudentielles : l'approche suisse
- Les effets de la politique macroprudentielle sur les risques du marché de l'immobilier résidentiel : le cas de Hong Kong
- La politique macroprudentielle en Corée – Principales mesures et approches
- Cadre pour la conduite de la politique macroprudentielle en Inde : expériences et perspectives
- Les enseignements de l'histoire de la politique macroprudentielle aux États-Unis
- Politiques prudentielles et instruments quantitatifs : une perspective historique européenne
- La politique macroprudentielle au-delà de la réglementation bancaire
- Deux principes pour la réglementation macroprudentielle
- Justification et évaluation de l'efficacité des instruments de fonds propres macroprudentiels
- Marché immobilier : l'impact des mesures macroprudentielles en France
- Trois critiques de la régulation prudentielle des banques
- La politique macroprudentielle et les cycles d'offre de crédit
- Interactions entre politiques monétaire et macroprudentielle

« Vous recevez cette publication de la part de la Banque de France parce que vous figurez dans la liste informatique de ses contacts. Vos coordonnées ne sont pas transmises à des tiers. Si vous souhaitez modifier les informations vous concernant ou si vous ne souhaitez plus recevoir cette publication, merci de nous le préciser à tout moment dans le coupon-réponse que vous adresserez à : Banque de France 07-1397 SDRP Pôle Support aux Relations Externes 75049 Paris Cedex 01 ou par courriel à diffusion@banque-france.fr ».

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs – 75001 Paris

Directeur de la publication

Nathalie AUFAUVRE

Directeur de la rédaction

Ivan ODONNAT

Comité éditorial

Olivier de BANDT
Laurent CLERC
Christian DURAND
Olivier JAUDOIN
Dominique ROUGÈS
Marion SANCHEZ

Traduction et réalisation

*Service de Traduction
Service des Publications économiques
Direction de la Communication*

Demandes d'abonnement

Banque de France – 07-1397
Service de la Documentation et des Relations avec le public
9, rue du Colonel Driant – 75049 Paris Cedex 01
Téléphone : 01 42 92 39 08

Imprimeur

Navis, Paris

Dépôt légal

Avril 2015

Internet

<http://www.banque-france.fr/publications/revue-de-la-stabilite-financiere.html>

