

|
JECO - Lyon
9 novembre 2011

Financement à long terme de l'économie dans le nouveau cadre réglementaire

Olivier GARNIER
Chef-Economiste Groupe

Le déséquilibre originel

- **Offre et demande d'épargne :**
 - Offre: préférence pour la liquidité et la sécurité
 - Demande : prépondérance des investissements à long terme et risqués

- **Le rôle des intermédiaires financiers dans l'ajustement de l'offre à la demande : « intermédiation de bilan »**
 - Transformation de la maturité
 - Transformation du risque d'investissement / Mutualisation, garanties,...

- **Impact des nouvelles réglementations prudentielles (Bâle 3, Solvabilité 2) sur la capacité de transformation des intermédiaires financiers ?**
 - Quelles conséquences pour le financement de l'économie?
 - Quelles conséquences pour les épargnants?

Les épargnants: préférence encore accrue pour la liquidité et la sécurité

Tableau 1 : Définition des classes de risque et poids de chacune d'entre elles dans le patrimoine financier des ménages (poids en % et écarts en points)

Degré de risque	Composition	2000	2005	2009	2010	Ecart 2010/2000
Actifs de risque 1	Dépôts et liquidités, OPCVM monétaires (*), TCN détenus directement, contrats d'assurance vie en euros	74,2	77,9	81,7	81,4	+7,3
Actifs de risque 2	Obligations détenues directement, OPCVM obligataires (*), garantis et à formule (*)	7,1	6,3	5,5	5,4	-1,7
Actifs de risque 3	OPCVM actions, diversifiés et alternatifs (*)	10,9	9,1	7,0	6,8	-4,2
Actifs de risque 4	Actions cotées (**)	7,9	6,8	5,8	6,5	-1,4

(*) via l'ensemble des canaux de distribution
 (**) y compris celles détenues en direct dans le cadre de l'épargne salariale
 Sources : AFG, AMF, Banque de France

Le rôle de transformation des banques

Zone euro: Position créditrice nette par secteur et maturité (Encours en milliers de milliards d'euros, 2010)

	Ménages	Sociétés Non Fin	Admin publiques	Tot Sect Non Fin	Banques	Assurances Fds pension	Autres IF	Reste du monde
Court terme	6,2	0,6	-0,6	6,2	-9,8	1,2	1,9	1,8
Long terme*	5,4	-9,0	-4,6	-8,1	10,8	-1,3	-1,8	-0,5
Ensemble	11,6	-8,4	-5,2	-1,9	0,9	-0,1	0,1	1,3

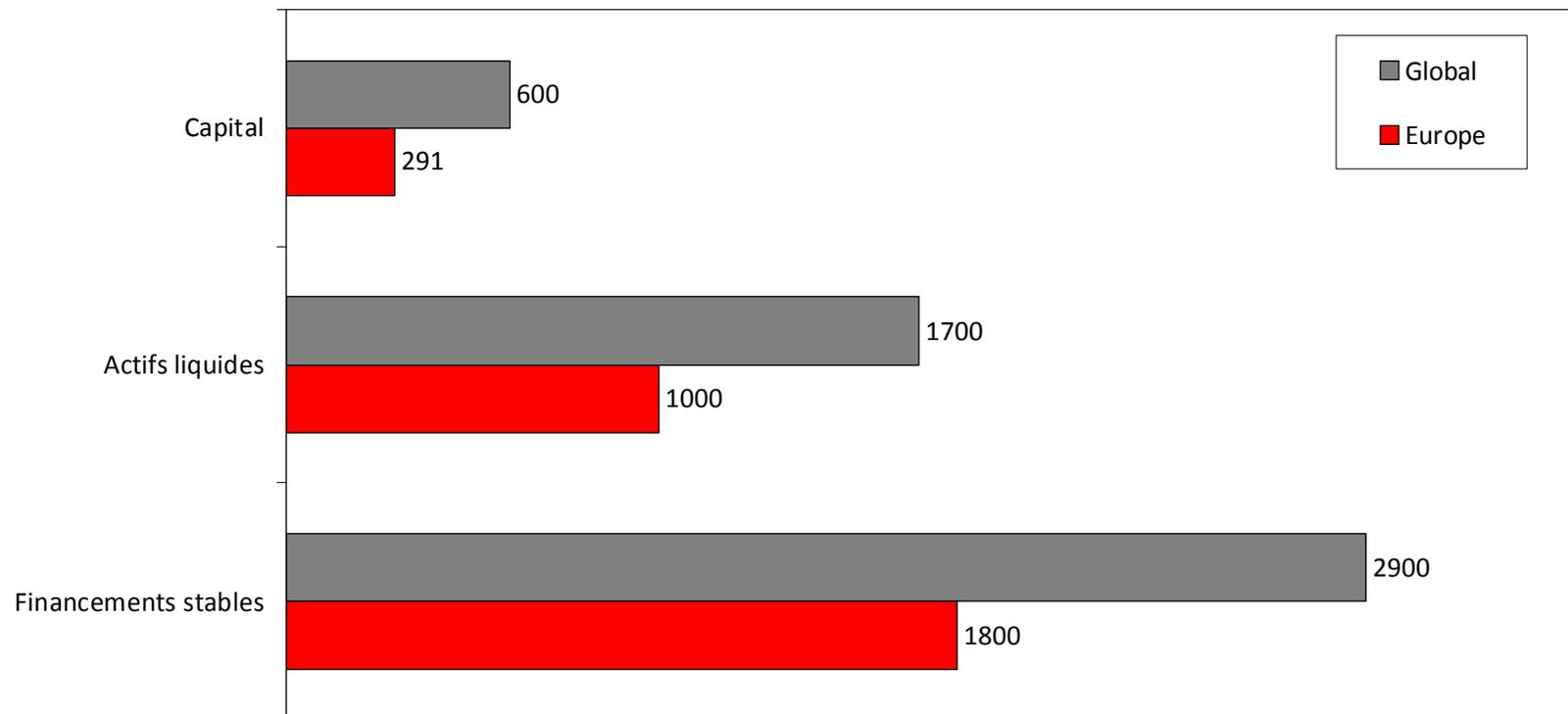
* Actifs et dettes de maturité supérieure à un an, Actions

Source: BCE

- Le secteur non financier dans son ensemble est créancier net à CT et emprunteur net à LT
- Les banques sont le seul secteur financier emprunteur net à CT et créancier net à LT
- Le reste du monde (non-résidents) ne contribue pas à réduire le besoin de transformation: créancier net à CT, emprunteur net à LT

Bâle 3: des besoins substantiels en actifs liquides et en financements stables

Banques européennes: besoins estimés pour satisfaire les ratios Bâle 3
sans mesure d'atténuation de la part des banques, € milliards

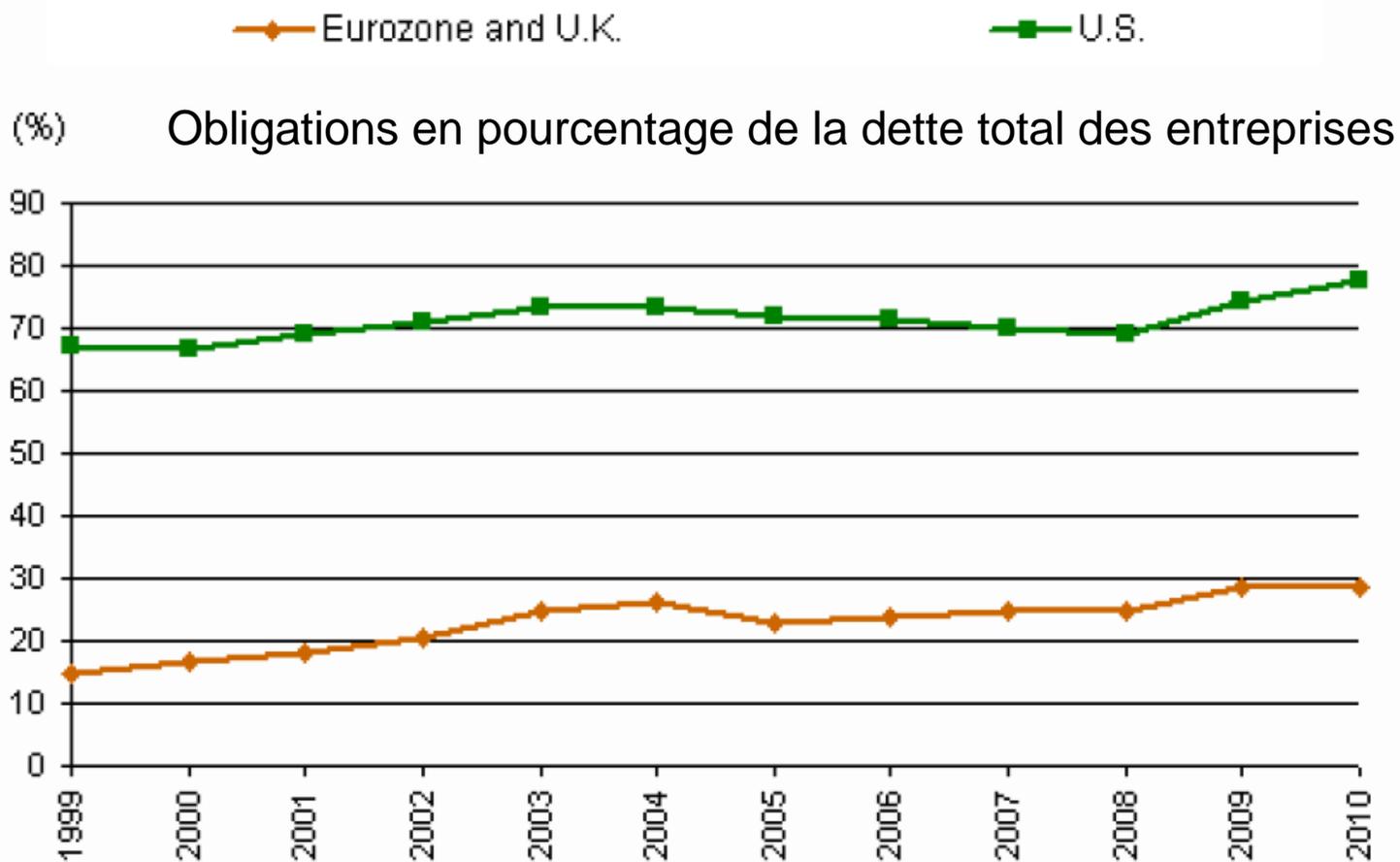


Notes: Les montants totalisent la somme des sous-capitalisations estimées au sein de chaque banque pour laquelle une insuffisance de capital est observée.

Les insuffisances estimées en actifs liquides (LCR) et en financement stables (NSFR) ne sont pas additifs.

Source: CEBS Quantitative Impact Study (Dec; 2010)

Vers une désintermédiation accrue des financements

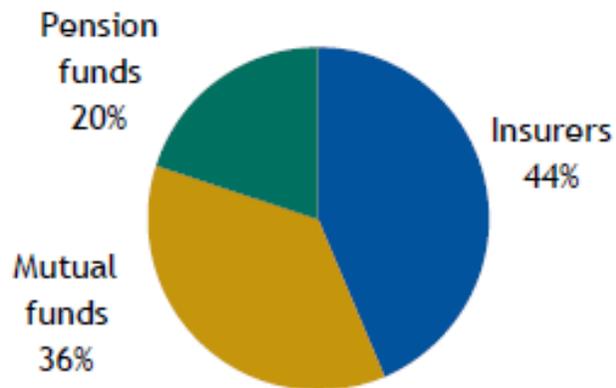


Source: Standard & Poor's calculations, BIS, ECB, FED.

Le poids des assureurs en Europe

Insurers' Assets: Market Share

Total EUR16trn, Insurers EUR6.7trn

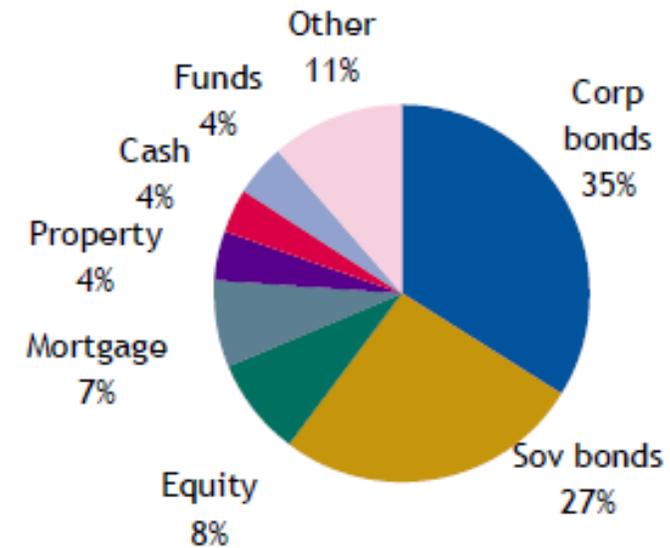


Total investments

Source : EFAMA, Mercer, CEA, Fitch (scope is just Europe)

QIS5 Balance Sheet - Groups

(excluding unit-linked)

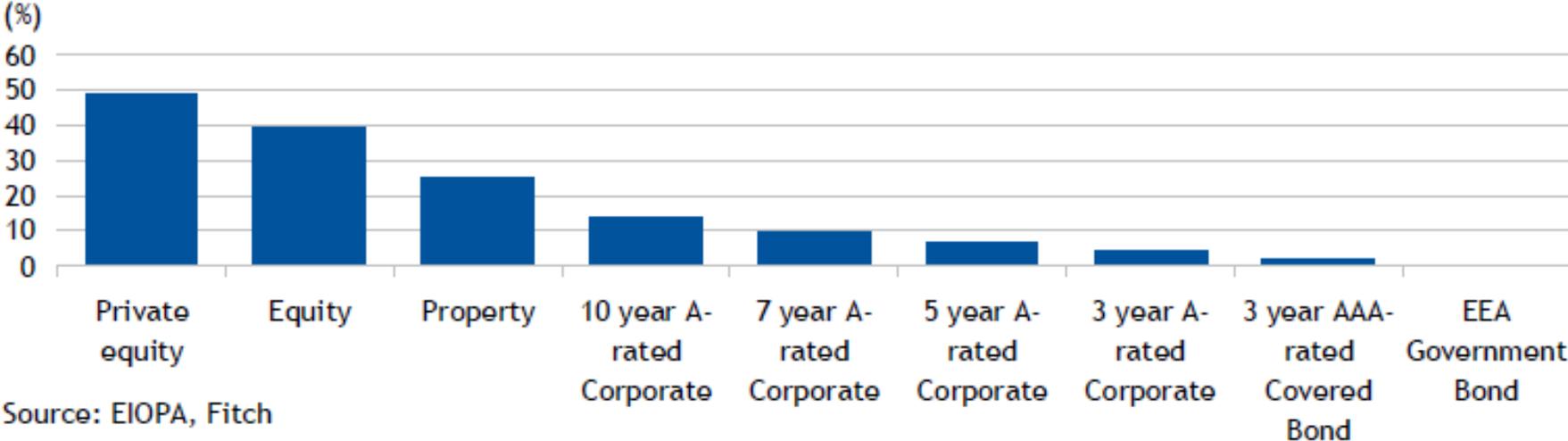


Source: EIOPA

Solvabilité 2: réallocation vers la dette corporate courte et bien notée et vers la dette publique

Market Risk for the Insurance Sector Under New Capital Rules

Standalone standard capital charges by asset class



Source: EIOPA, Fitch

Vers une hausse des primes de risque et du coût du capital...

- **Pénurie relative d'actifs liquides « sans risque »**
 - **Moins d'offre:**
 - Diminution du nombre d'émetteurs souverains très bien notés
 - Marchés de dettes dans les économies émergentes encore peu développés et peu liquides
 - **Plus de demande:**
 - Intermédiaires financiers (réglementation prudentielle)
 - Banques centrales économies émergentes (réserves)

- **Des financements à long terme (actions, dettes LT) plus coûteux dans les économies développées**
 - **Emetteurs:**
 - Désintermédiation bancaire, concurrence accrue au sein des marchés développés entre les émetteurs de notation intermédiaire (corporates, banques, souverains,...),
 - Accélération des besoins d'investissement à LT des économies émergentes (infrastructures, équipements industriels,...)
 - **Investisseurs:**
 - Moindre appétit pour les actifs risqués à LT sur les marchés développés: vieillissement, contraintes prudentielles et comptables, diversification accrue vers les marchés émergents
 - Le surplus d'épargne des économies émergentes va progressivement décroître (maturation) et être de plus en plus investi au sein même de ces économies (yc via des investissements transfrontaliers intra-émergents)

... et, *in fine*, un transfert du risque sur les épargnants

- **Moindre capacité des intermédiaires financiers à porter et transformer/mutualiser le risque dans leurs bilans**
 - Banques: moins de transformation, plus d'origination et distribution
 - Produits d'épargne: moins de mutualisation/garanties, plus de risque d'investissement porté par l'épargnant
 - Ex.: contrats d'assurance-vie : euros → UC ?
 - Le précédent des fonds de pension US (contraintes réglementaires et comptables) : prestations définies → cotisations définies

- **Conséquence non intentionnelle des réglementations prudentielles: report des risques de transformation et d'investissement dans le bilan des ménages/épargnants**
 - Nécessaire *in fine* pour réduire le « déséquilibre originel » (si moindre « intermédiation de bilan »)
 - A défaut: contraction des financements à LT

- **Vers un conflit entre réglementations prudentielles des IF et réglementations sur la protection des épargnants?**
 - Capacité des épargnants à assumer le risque d'investissement à LT ?
 - Education financière
 - Capacité des IF à commercialiser des produits d'épargne risqués ?
 - Contraintes réglementaires (MIF) / risque de « *misselling* »