

ÉDITORIAL

La crise mondiale a engendré un vaste mouvement de « re-réglementation ». Il s'agit de mieux contrôler les risques pris par les intermédiaires financiers, en particulier les banques, de mieux prévenir et contenir les risques systémiques, d'accroître la transparence de l'information, de réduire les conflits d'intérêts... plus généralement de remettre la finance au service de l'économie réelle (l'investissement, la croissance et l'emploi).

Dans les travaux de refondation de la finance figure en première ligne le dispositif Bâle III. Ce dernier exige de la part des banques des ratios de solvabilité plus élevés, le respect de deux ratios de liquidité et d'un coefficient de levier.

Il se veut moins déstabilisant (moins « pro-cyclique »), et vise à rétablir la confiance grâce à un meilleur contrôle des risques.

Quels effets sur le financement de l'économie réelle, donc en définitive sur la croissance et l'emploi ? Les réponses apportées dans ce rapport sont contrastées, puisqu'elles vont d'un impact jugé somme toute marginal à une vive inquiétude sur l'évolution des taux d'intérêt et l'accès aux financements. Par-delà les divergences, il faut relever un questionnement partagé sur le financement des PME ou des collectivités locales dans le monde de Bâle III.

L'Europe doit tout faire pour entraîner dans cette « re-réglementation » les autres régions du monde. Il y a là un enjeu de concurrence loyale au plan international, mais aussi un signal sur la volonté politique de tirer ensemble les leçons d'une crise mondiale inachevée à ce jour.

Christian de Boissieu

n° 4/2012
Rapport CAE n° 104

DÉCEMBRE 2012

Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire

Rapport de Jézabel Cuppey-Soubeyran, Olivier Garnier et Jean-Paul Pollin

En réponse à la crise, des réformes financières sont en cours qui visent à soumettre les banques à des exigences prudentielles renforcées. Conformément aux accords de Bâle III, les banques devront détenir des fonds propres en plus grande quantité et de meilleure qualité, devront aussi veiller à la stabilité de leurs ressources et à la liquidité de leurs actifs. Autres acteurs importants du financement de l'économie, les assurances devront elles aussi respecter des exigences accrues de fonds propres (Solvabilité II). Indispensables pour renforcer la stabilité des systèmes financiers, ces réformes exigent des efforts d'ajustement de la part des établissements financiers et auront vraisemblablement un impact sur le financement des économies. Le rendront-elles plus difficile, plus rare, plus coûteux ? Doit-on craindre une désintermédiation des financements et un report des risques que les banques et les assurances ne pourront plus prendre vers des épargnants beaucoup moins enclins en Europe qu'aux États-Unis à réaliser des placements longs et risqués ? Ou bien encore un report des risques vers d'autres acteurs moins surveillés, auquel cas le *shadow banking* que le régulateur cherche à réduire s'en trouverait au contraire accru ? C'est à ces questions que ce rapport entend répondre.

Avant d'analyser l'impact que pourraient avoir les nouvelles réglementations sur le coût, le volume et la structure des financements, le rapport débute par un premier chapitre dans lequel

Jézabel Cuppey-Soubeyran examine les facteurs structurels qui sont susceptibles d'influencer en profondeur les modalités du financement dans les pays avancés ainsi que dans les pays émergents. Le creusement de l'écart entre la demande et l'offre de financements par action (« *equity gap* »), le vieillissement démographique et le moindre appétit pour le risque qu'il suscitera très vraisemblablement, la forte quête d'actifs sans risque et la perspective, une fois la crise passée, d'une politique monétaire probablement plus contracyclique, pèseront sur le coût et le volume du financement de long terme. Face à ces tendances qui risquent de rendre le financement de l'économie plus rare et plus cher, l'enjeu d'une plus grande stabilité financière est crucial. Dans un système financier mieux maîtrisé et contrôlé, on peut en effet s'attendre à ce que la pénurie d'actifs sans risque soit moindre (en raison d'une moindre demande d'actifs sans risques et d'une offre plus large) et à ce que les investisseurs soient moins réticents à détenir des actifs dont ils estiment les risques mieux évalués. Les tensions haussières sur le coût du capital pourraient aussi être réduites par une meilleure articulation des politiques monétaire et prudentielle. Le renforcement de la stabilité financière passe inévitablement par celui des règles micro- et macro-prudentielles. Ainsi donc, ces nouvelles règles pourraient aider à déjouer des tendances structurelles qui, si rien n'est fait pour les contrer, affecteront lourdement les modalités du financement. Cette incidence positive des nouvelles

règles prudentielles pour le financement de l'économie est bien sûr à mettre en balance avec les difficultés d'ajustement qu'elles occasionneront pour les établissements qu'elles concernent.

Dans le chapitre 2 du rapport, Jean-Paul Pollin s'attache précisément à examiner l'impact à moyen-long terme des nouvelles exigences réglementaires (tout particulièrement celles issues des accords de Bâle III dans le domaine bancaire), sans omettre les problèmes de transition que celles-ci pourront induire à plus court terme. L'objectif n'est pas de juger de la pertinence des Accords de Bâle III, ni des arguments qui lui sont opposés. Il est plutôt d'évaluer l'importance des ajustements à réaliser pour se conformer à la nouvelle réglementation, ainsi que les effets sur le coût des financements et finalement les transformations qui pourraient en résulter sur l'architecture du système financier.

Hormis l'étude de l'IIF jugée peu crédible en raison d'hypothèses très discutables (notamment celle portant sur le coût du capital), les nombreuses études qui se sont efforcées d'estimer l'influence de la nouvelle régulation bancaire sur le coût du crédit et la croissance à moyen-long terme, concluent toutes à un très faible impact. Une augmentation de 4 à 5 points de pourcentage du ratio de « fonds propres durs » (soit un doublement du ratio « Common Equity Tier1 » – CET1) n'élèverait le taux moyen des crédits que de 40 à 50 points de base, et le taux de croissance du PIB ne faiblirait que de 0,1 à 0,2 point de pourcentage. Encore ces chiffres sont-ils obtenus sous des hypothèses très prudentes et il importe de souligner que le coût en termes de croissance potentielle a pour contrepartie des crises financières moins fréquentes et moins graves.

Les visions très pessimistes diffusées par la profession bancaire sur les conséquences de la nouvelle régulation ne sont donc nullement justifiées pour Jean-Paul Pollin. Selon lui, si l'on doit critiquer les Accords de Bâle III, c'est plutôt pour leur excessive prudence. D'ailleurs, les études qui se sont risquées à comparer les coûts et bénéfices de niveaux de capitaux propres plus ou moins élevés trouvent en général que le ratio optimal de CET1 sur actifs se situe au-delà de 10 %. Les exigences de Bâle III sont bien inférieures à cet optimum.

Cela n'exclut bien évidemment pas à court terme des coûts d'ajustement (inélasticité des ressources, inertie des « *business models* »...) qui peuvent

entraîner une contraction du crédit et donc un freinage temporaire de l'activité, d'autant que les marchés ont imposé une accélération du rythme de mise en place du nouveau dispositif. Ce processus accéléré de recapitalisation des banques et de réduction de leur risque de liquidité a ou aura des conséquences naturellement différentes selon les pays et les établissements. Mais globalement, il ne semble pas poser de difficultés insurmontables si l'on en juge par la rapidité avec laquelle il se poursuit, selon ce qu'indiquent les études d'impact et les communications des banques.

Les exigences de liquidité seront plus délicates à satisfaire. Mais, là aussi, l'ajustement a progressé. Cela s'observe notamment au niveau du rapport crédits/dépôts que les exigences de liquidité obligent à ramener à un niveau proche de 100 %. En France, ce ratio s'est beaucoup amélioré, passant de 130 à 115 % environ en trois ou quatre ans. En outre, le ratio de liquidité de court terme (*liquidity coverage ratio*) sera très probablement révisé car toutes les expositions souveraines ne constituent plus des actifs liquides de haute qualité depuis la crise des dettes souveraines en zone euro.

Quoi qu'il en soit, dans le chapitre 2, Jean-Paul Pollin ne souscrit pas à l'idée que la nouvelle réglementation ait été et puisse être à l'origine d'un « *credit crunch* » touchant globalement les économies européennes. Il reconnaît cependant que la Banque centrale européenne a joué dans ce contexte un rôle d'accompagnement très utile par ses opérations de refinancement à moyen terme et en maintenant ses taux directeurs à des niveaux très faibles. Il reste à voir si la fin de ces politiques accommodantes ne soulèvera pas de nouvelles difficultés. Car le problème du financement long des banques françaises reste posé, du fait de la concurrence des produits d'assurance-vie et peut-être aussi de Solvabilité II qui pourrait réduire l'achat d'actions et de dettes bancaires par les assureurs.

Sur ce point, il apparaît difficile de proposer la création de nouveaux produits d'épargne bancaire sans risquer d'amplifier la décade déjà bien amorcée de l'assurance-vie. En revanche, il faut recommander aux pouvoirs publics d'examiner attentivement les conséquences de toute initiative qui viendrait ponctionner les ressources stables des banques. Il faut aussi veiller à ce que les rémunérations, nettes de prélèvements fiscaux, des produits d'épargne garantissent un avantage aux

placements longs. Plus généralement, toute mesure incitant au développement de l'épargne de long terme, même si celle-ci ne se retrouve pas directement dans les bilans bancaires, sera favorable au financement de l'économie.

Au total, pour Jean-Paul Pollin, rien n'indique que les nouvelles réglementations vont bouleverser la structure du financement de l'économie. Selon lui, il est douteux que les variations des conditions de crédit qu'elles impliquent modifient significativement le partage entre banques et autres intermédiaires financiers ou entre banques et marchés. D'autant que les grandes entreprises ont depuis longtemps « désintermédié » leurs financements, tandis que les ménages resteront fatalement dépendants des banques pour leurs crédits.

Deux groupes d'agents pourraient, en revanche, être candidats à un recours plus large aux financements de marchés :

- les PME-ETI mais l'argument n'est pas nouveau et l'observation montre que ces entreprises ne souffrent pas en France d'un handicap de capitalisation par rapport à l'étranger. On peut admettre que cet argument a aujourd'hui plus de poids du fait de la nécessité de financer des investissements et des secteurs innovants mais rien ne montre que des émissions obligataires par ce type d'entreprises pourraient se faire à des conditions de taux plus favorables que celles du crédit bancaire ;
- le financement des collectivités locales risque quant à lui de souffrir davantage, voire même faire l'objet d'un rationnement de la part des banques. On peut donc s'attendre à ce qu'elles recourent plus volontiers à l'avenir à des émissions obligataires en solo ou de façon groupée. Cela ne leur permettra sans doute pas de retrouver des conditions de financement aussi favorable que par le passé (du fait de la montée de l'endettement public et des contraintes de budget qu'elles vont enfin connaître), mais peut-être y trouveront-elles l'opportunité de réduire le coût de leurs emprunts.

Dans ces deux cas, il est souhaitable que les pouvoirs publics prennent les dispositions législatives, réglementaires, institutionnelles qui facilitent ces opérations de désintermédiation. Diverses propositions ont été faites en ce sens. Ce n'est pas cependant ce qui provoquera l'avènement d'un nouveau modèle de financement.

L'éventuel développement de la titrisation pose des problèmes plus compliqués. La vente de portefeuilles de crédits, initiés par des banques, à des institutions non bancaires (le *shadow banking*) conduit en effet à soustraire les risques de ces portefeuilles à la régulation. Or, la crise a montré que le transfert de risques de crédits au *shadow banking* tend à accroître le risque systémique dans la mesure où il augmente les interconnexions au sein du système financier, ainsi que leur opacité.

Cet apparent paradoxe (la régulation accroît l'instabilité par l'arbitrage réglementaire qu'elle suscite) ne doit pas être un prétexte pour remettre en cause le renforcement de la régulation. Il signifie au contraire qu'il est urgent de se préoccuper de la régulation du *shadow banking* afin d'en maîtriser l'importance et le caractère déstabilisant. Des travaux sont en cours sur ce point et diverses propositions ont été faites. Les projets réglementaires de cloisonnement dans le cadre de la loi Dodd-Frank aux États-Unis, du rapport Vickers au Royaume-Uni, du rapport Liikanen en Europe et plus récemment de nouvelle loi bancaire et financière en France envisagent chacune à leur manière de réduire les liens entre la banque de détail et les diverses institutions constituant le *shadow banking*.

Si l'on peut se convaincre que la nouvelle régulation ne provoquera pas globalement de rationnement du crédit ni d'explosion de son coût, il est fort probable qu'elle touchera différemment les types de financement selon leurs risques, leur maturité, leur destination. Le durcissement des exigences réglementaires doit entraîner une extension de la gamme des conditions de crédit. Plus précisément, le phénomène devrait toucher les investissements et les secteurs les plus risqués (notamment la recherche et développement, les entreprises innovantes...), les investissements à maturité longue (les infrastructures) et les financements des exportations. Cette différenciation des conditions de crédit est en elle-même une évolution souhaitable, puisqu'elle devrait inciter les banques à mieux sélectionner, tarifer et gérer les risques. Mais dans la mesure où ces financements concernent des activités qui présentent des externalités et sont génératrices de croissance potentielle, une intervention publique en ce domaine est parfaitement justifiable.

On sait que l'intervention de l'État dans le financement de l'économie a toujours été et reste très importante. Elle mobilise de nombreux moyens

d'actions : canaux et organismes spécialisés (CDC, OSÉO, FSI, Coface... et désormais aussi la Banque publique d'investissement), fiscalité, subventions et bonifications, garanties publiques... Mais, l'intervention de l'État dans le financement n'a pas vocation à répondre à toutes les défaillances de marché ou aux difficultés structurelles de l'économie. Plus encore dans une situation de difficultés budgétaires, il est essentiel de savoir au nom de quels principes et de quels objectifs ces interventions sont engagées. L'idée d'une prise en charge de certains risques bien identifiés que les marchés ou le système bancaire ne peuvent et ne doivent pas supporter, pourrait servir de ligne directrice.

À cet égard, on peut penser utile :

- de mieux articuler les moyens d'actions. En ce sens, l'idée d'un pôle de financement public peut amener à une meilleure répartition des tâches, et à des interventions plus cohérentes ;
- d'évaluer de façon plus systématique l'efficacité des institutions et des dispositifs par lesquels passe l'action de l'État dans le système financier ;
- d'éviter la multiplication des lieux de décisions. Par exemple, on peut se demander dans quelle mesure et sous quelle forme il est souhaitable de donner aux collectivités locales un rôle dans ce domaine. De ce point de vue, une régionalisation de la Banque publique d'investissement qui conduirait à impliquer les collectivités locales dans la distribution des financements se révélerait fort peu opportune.

Enfin, la mise en place de nouveaux ratios réglementaires ne suffira pas à garantir la stabilité et l'efficacité du système financier. Au-delà de la régulation du *shadow banking* déjà évoquée, il faudra parachever les dispositifs de « résolution » des difficultés bancaires, afin de mieux traiter le dilemme du *too big to fail*. C'est ce que prévoit en France le projet de nouvelle loi bancaire et financière. Restera à aborder la régulation de la concurrence bancaire qui a été soigneusement mise de côté durant la crise, alors même que celle-ci a accru la concentration déjà forte du secteur. Ces différentes perspectives d'actions pourraient avoir un effet significatif sur la structure et les conditions du financement de l'économie. Un effet peut-être plus sensible que celui, somme toute modéré, des nouveaux Accords de Bâle.

Dans le chapitre 3, Olivier Garnier envisage un impact plus marqué des nou-

velles réglementations et s'attend à une déformation sensible de la structure du financement de l'économie. Il s'attache au préalable à confronter l'actif et le passif du bilan agrégé des secteurs non financiers en France, dans l'ensemble de la zone euro et aux États-Unis afin de mettre en évidence un déséquilibre originel du marché de l'épargne plus marqué en France et dans la zone euro : bien plus qu'aux États-Unis, la maturité du passif des agents non financiers est beaucoup plus longue que celle de leur actif. L'Europe a de ce fait un besoin de transformation des ressources des épargnants plus important. Or, les nouvelles exigences prudentielles rendront, d'après Olivier Garnier, ce besoin plus difficile à satisfaire.

À ce besoin de transformation répond un ensemble d'institutions financières (établissements de crédit, assurances et fonds de pension, autres institutions). Parmi ces institutions, seules les banques, dont le poids est trois fois plus élevé en Europe qu'aux États-Unis (en proportion du PIB), effectuent une transformation positive d'échéance consistant à emprunter court pour prêter long et cette transformation bancaire est de beaucoup plus grande ampleur dans la zone euro (et en France) qu'aux États-Unis. Les montants transformés dans les bilans bancaires représentent de l'ordre de 120 à 130 % du PIB dans la zone euro et en France, soit respectivement plus de 10 000 et plus de 2 000 milliards d'euros à comparer à un pourcentage moitié moindre aux États-Unis.

Dans le cas de la France, et à la différence des deux autres cas présentés, le besoin de transformation résultant de la position des agents non financiers résidents est renforcé par le fait que le reste du monde est aussi, vis-à-vis de la France, emprunteur net à long terme alors qu'il est prêteur net à court terme, ce qui accroît le manque d'épargne longue.

En raison de ce besoin de transformation plus marquée, le financement des économies des pays d'Europe devrait selon Olivier Garnier davantage pâtir des nouvelles règles prudentielles et en particulier des exigences de liquidité. Ces nouvelles contraintes devraient dès lors façonner un nouveau modèle de financement.

Au niveau de chaque banque considérée isolément, les stratégies vers lesquelles poussent ces évolutions sont assez facilement identifiables :

- pour la banque de détail, la priorité sera de subordonner davantage la distribution du crédit à la collecte de dépôts, en en raccourcissant aussi la maturité ; ceci va notamment inciter les banques à réduire les activités de prêts qui ne procurent pas de dépôts (crédit à la consommation), à promouvoir l'offre de dépôts à terme et peut-être aussi à proposer des produits d'épargne longue ;
- pour la banque de financement et d'investissement, par nature déficitaire en liquidité, l'adaptation des modèles devra être plus radicale. S'agissant des activités de financement, les activités les plus coûteuses en liquidité vont être fortement restreintes (collectivités locales, infrastructures/grands projets...). De manière générale, les banques de financement et d'investissement vont chercher à immobiliser moins d'actifs dans leurs bilans, ce qui devrait conduire à une généralisation du modèle « *originate and distribute* » : distribution par refinancement obligataire, utilisation de *covered bonds*, développement des émissions obligataires *high yield* pour les entreprises classées en catégorie « spéculative »...

L'agrégation macroéconomique de telles stratégies individuelles toutes similaires et simultanées est problématique. Pour illustrer les différents types possibles de bouclage macro-financier sur les structures d'épargne et de financement, Olivier Garnier construit trois scénarios simples mettant en relation les bilans du secteur bancaire et du secteur non financier :

- le premier scénario, délibérément extrême, suppose que pour s'adapter aux nouvelles contraintes prudentielles et financières, les banques n'ont pas la capacité de lever davantage de ressources stables (capital, dette à long terme, dépôts). Elles doivent donc améliorer leur solvabilité et leur liquidité par contraction de leur bilan avec une baisse encore plus marquée des prêts bancaires (qui permet une hausse de la détention de titres liquides). En outre, la chute du crédit bancaire entraîne elle-même une baisse des dépôts bancaires ;
- le deuxième scénario illustre un autre cas extrême opposé du précédent. Au lieu de réduire leurs prêts, les banques s'ajustent en levant davantage de ressources

stables (capital, dette à long terme et dépôts) et en investissant ces ressources accrues dans des obligations du Trésor ou des titres à court terme ;

- le troisième scénario envisage une combinaison d'ajustements à taille des bilans bancaires inchangés.

Au total, ces trois scénarios montrent que les ajustements des bilans bancaires ne pourront se faire sans trop pénaliser le financement à long terme de l'économie que si plusieurs types d'ajustement s'opèrent parallèlement du côté du secteur non financier :

- accroître la part de l'épargne à long terme (y compris dépôts bancaires à long terme) en proportion de l'épargne financière totale, afin que la réduction de la capacité de transformation du secteur bancaire ne se fasse pas par diminution de l'investissement productif à long terme ;
- trouver de nouvelles solutions de financement (en substitution des prêts bancaires) pour les emprunteurs n'ayant pas ou difficilement la capacité d'émettre directement de la dette sur les marchés.

S'ensuivent plusieurs types d'enjeux :

- des enjeux de politique de l'épargne : il faudra chercher à accroître le volume total de l'épargne à long terme, ce qui implique de développer davantage l'éducation financière et de ne pas alourdir la fiscalité de l'épargne au détriment des placements risqués ou à long terme. Olivier Garnier considère à cet égard que l'évolution récente et en cours de la fiscalité de l'épargne en France va complètement à rebours de ce qui serait souhaitable pour promouvoir l'épargne de long terme. L'imposition des revenus et plus-values mobilières au barème de l'impôt sur le revenu, tout en laissant exonérée une bonne partie de l'épargne contractuelle à court terme, conduit à des taux de prélèvements (y compris prélèvements sociaux) tout à fait dissuasifs non seulement sur les actions mais aussi sur les obligations et les dépôts bancaires à terme. Il y a donc une forte incohérence entre l'évolution de la politique fiscale de l'épargne et celle de la réglementation prudentielle sur les banques.
- des enjeux d'accès aux marchés obligataires pour les PME et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) : une première solution réside dans le développement du marché obligataire à haut rende-

ment en euro, qui est resté jusqu'ici relativement étroit. Toutefois, l'accès à ce marché nécessite pour l'entreprise d'être notée par une agence et d'émettre pour des montants de taille suffisante (d'au moins une centaine de millions d'euros). Une autre solution serait de développer les placements privés, qui ne nécessitent pas de notation et peuvent se faire pour des montants minimaux plus limités (d'un peu moins de 50 millions d'euros), comme cela existe aux États-Unis (« *US Private Placement* »). L'extension des « *covered bonds* » aux crédits aux PME constitue également une voie intéressante.

- des enjeux de stabilité financière : le régulateur devra veiller à d'éventuels problèmes de report du risque sur les épargnants, sur les entreprises, sur le *shadow banking*. Olivier Garnier soulève ici la question de la compatibilité entre la politique menée par les régulateurs du côté banques-assurances, d'une part, et celle menée en matière de protection des épargnants, d'autre part. En effet, cette dernière cherche de plus en plus à éviter le « *misselling* » auprès des investisseurs non avertis, rendant plus difficile la vente de produits financiers « risqués », alors que les évolutions auxquelles on peut s'attendre selon lui impliqueront des épargnants qu'ils soient à même de supporter davantage de risques.

Les analyses présentées dans les chapitres 2 et 3 divergent donc sensiblement quant à l'ampleur de la désintermédiation et des reports de risque (des banques vers d'autres acteurs financiers ou non financiers) attendus. L'explication de ces divergences tient avant tout aux hypothèses retenues par chacun pour caractériser les ajustements qui vont pouvoir s'opérer. Olivier Garnier retient une perspective de court terme dans laquelle les structures de financement sont supposées relativement inertes. À court terme, les actifs comme les passifs sont assez peu substituables les uns aux autres et l'offre d'épargne est peu élastique. Jean-Paul Pollin retient, quant à lui, une perspective de moyen-long terme, dans laquelle l'offre d'épargne peut, au contraire, être supposée plus élastique, et les actifs et passifs financiers plus aisément substituables. Logiquement, les coûts d'ajustement sont plus importants à court terme qu'ils ne le sont à moyen-long terme, une fois les effets de transition passés.

L'horizon retenu entraîne également une différence de perception quant à la nature des ajustements qui vont s'opérer. L'analyse présentée par Olivier Garnier compare différents scénarios de bouclage macro-financier sous le seul angle des quantités, sans étudier quels ajustements des prix pourraient conduire à long terme à tel scénario plutôt qu'à tel autre ; en particulier, la possibilité de rationnement quantitatif du crédit n'est pas exclue, au moins à court terme. En revanche, l'analyse de Jean-Paul Pollin part des prix plutôt que des quantités. Dès lors que le bouclage se fait par les prix, il y a tout lieu de penser que le prix du risque peut et même doit augmenter pour certaines catégories d'actifs (sauf à supposer que le risque était parfaitement bien tarifé avant la crise, hypothèse pour le mieux difficile à soutenir). L'ajustement par les prix réduit la perspective d'un rationnement du crédit que provoqueraient les nouvelles exigences réglementaires. Un prix du crédit mieux ajusté au risque va aussi dans le sens d'une meilleure sélection et d'une meilleure gestion des risques, et donc d'une plus grande stabilité du système financier.

Par ailleurs, comme le montrent Jean-Paul Pollin et Olivier Garnier à partir d'exemples chiffrés, l'appréciation du coût d'ajustement aux nouvelles réglementations est très sensiblement différente selon que l'on combine un plus ou moins grand nombre de variables. Par exemple, au lieu de jouer fortement sur un seul levier, les banques peuvent améliorer leurs ratios de solvabilité en les combinant tous à la marge : un peu plus de dépôts et de fonds propres, allongement de la maturité de la dette, un peu plus d'actifs liquides non risqués et un peu moins d'actifs risqués, etc. En l'occurrence, la seconde option semble la plus souhaitable.

En outre, les efforts d'ajustement entrepris pour augmenter les fonds propres contribueront à réduire ceux nécessaires pour se conformer aux exigences de liquidité : par exemple, plus de fonds propres réduit la part des dettes de marché et augmente la capacité à satisfaire le NSFR ; plus de fonds propres de meilleure qualité (CET1) augmente la part des réserves d'actifs liquides et facilite le respect du LCR. Réciproquement d'ailleurs, l'augmentation des réserves d'actifs liquides participe à l'augmentation des fonds propres durs (capital + réserves). La prise en compte de ce recouvrement partiel entre les efforts d'ajustement des fonds propres et les efforts d'ajustement de la liquidité réduit d'autant le coût

associé à l'effort d'ajustement global. Toutefois, pour Olivier Garnier, cette combinaison d'ajustements n'est pas nécessairement possible si le secteur non financier considéré dans son ensemble n'a pas, au moins à court terme, la capacité d'absorber plus de risques dans son bilan (via l'achat d'actions et de dettes longues bancaires et la cession de titres plus courts et moins risqués).

Pour toutes ces raisons, les coûts d'ajustement sont estimés plus élevés dans l'analyse d'Olivier Garnier que dans celle de Jean-Paul Pollin. Ce dernier insiste, par ailleurs, sur l'excès de prise de risque et la mauvaise allocation des financements qui caractérisaient la situation d'avant crise. Dans cette perspective, il n'est pas anormal et il est même souhaitable que le volume de risque diminue par rapport à son niveau d'avant-crise. Cela relativise l'ampleur des transferts de risques vers les entités non bancaires (dont les entreprises et les épargnants) qu'Olivier Garnier envisage, au contraire, comme une conséquence très probable de l'impact de Bâle III sur le bilan des banques (la diminution du risque dans le bilan des banques ayant pour contrepartie, à besoins de financement inchangés du secteur non financier, un risque accru dans le bilan de ce dernier). Quoi qu'il en soit, si l'objectif du régulateur est d'abaisser le volume global de risque de l'ensemble du système financier, et pas seulement celui porté par les banques, il devra, ainsi que le relève Jean-Paul Pollin, se montrer particulièrement attentif à l'activité du *shadow banking* et soumettre le vaste ensemble d'entités financières qui y participent à un encadrement. L'encadrement du *shadow banking* est une condition nécessaire au rétablissement de la titrisation comme instrument de refinancement des banques. Dans le cas contraire, les risques bancaires continueront de pouvoir être transférés sur des entités qui n'auront aucune obligation de correctement les gérer. Le renforcement des exigences de fonds propres relatives aux opérations de titrisation prévu dans Bâle III devrait toutefois contribuer à limiter ces transferts.

Enfin, le coût net d'ajustement envisagé dépend bien entendu des bénéfices attendus de la réglementation quant à l'amélioration de la stabilité financière. Plus la situation d'avant-crise est perçue comme instable et dommageable pour l'économie réelle et plus le bénéfice qu'on attribue à la correction de l'instabilité est important, avec un coût net d'ajustement d'autant plus faible pour l'ensemble du système financier.

Olivier Garnier s'intéresse à l'impact du resserrement réglementaire sur la structure des bilans bancaires et non bancaires et ne se prononce pas sur le coût net de ce resserrement. Il note toutefois que le gain espéré en termes de stabilité financière pourrait être diminué s'il y avait in fine un report des risques de financement de l'économie (y compris en termes de transformation) vers les épargnants et les entreprises. En revanche, l'analyse coûts-bénéfices à laquelle se livre Jean-Paul Pollin dans le chapitre 2 le conduit à la conclusion que les bénéfices du durcissement réglementaire l'emportent largement sur les coûts, du moins au niveau auquel ont été fixées les exigences de capital et de liquidité.

Néanmoins, en dépit de ces divergences, les préconisations retenues dans les chapitres 2 et 3 ne sont finalement pas très éloignées :

- on retiendra en particulier la nécessité d'encourager et de ne surtout pas décourager (notamment par des mesures fiscales inappropriées) l'épargne de long terme au risque sinon d'accroître les difficultés de financement de la zone euro. Avec toutefois un bémol du côté de Jean-Paul Pollin concernant les produits bancaires d'épargne longue qui risqueraient de déstabiliser l'assurance-vie davantage qu'elle ne l'est déjà ;
- tous deux évoquent également la nécessité de faciliter la désintermédiation des financements des PME-ETI, même si Jean-Paul Pollin émet des doutes quant à l'avantage en termes de coûts d'emprunt que ces entreprises pourront en retirer. Olivier Garnier souligne néanmoins que les PME devraient continuer à bénéficier d'un bon accès aux prêts bancaires dans la mesure où elles sont aussi globalement pourvoyeuses de dépôts stables. En revanche les entreprises de taille intermédiaire (ETI) pourraient être plus affectées.

Les préconisations d'Olivier Garnier se situent toutefois davantage du côté de solutions de marché visant à accompagner la désintermédiation qu'il estime inévitable. Celles de Jean-Paul Pollin ménagent une attention plus grande au rôle que peut jouer l'État dans le financement en précisant cependant qu'il s'agit davantage de mutualiser certains risques, de cibler certains types de financement bien identifiés que de suppléer aux difficultés structurelles des acteurs à besoin de financement. ■

Les Rapports du Conseil d'analyse économique

1. La réduction du temps de travail
2. Partage de la valeur ajoutée
3. Service public/Secteur public
4. Croissance et chômage
5. Coordination européenne des politiques économiques
6. Pauvreté et exclusion
7. Retraites et épargne
8. Fiscalité de l'environnement
9. Les cotisations sociales à la charge des employeurs : analyse économique
10. Innovation et croissance
11. Fiscalité et redistribution
12. Emplois de proximité
13. Régulation du système de santé
14. Instabilité du système financier international
15. Égalité entre femmes et hommes : aspects économiques
16. Agriculture et négociations commerciales
17. L'architecture des prélèvements en France : état des lieux et voies de réforme
18. Architecture financière internationale
19. Le temps partiel en France
20. Le cycle du millénaire
21. Retraites choisies et progressives
22. Formation tout au long de la vie
23. Réduction du chômage : les réussites en Europe
24. État et gestion publique
25. Développement
26. Politiques industrielles pour l'Europe
27. Questions européennes
28. Nouvelle économie
29. Régulation des relations entre fournisseurs et distributeurs
30. Plein emploi
31. Aménagement du territoire
32. Prix du pétrole
33. Inégalités économiques
34. Enchères et gestion publique
35. Démographie et économie
36. Enjeux économiques de l'UMTS
37. Gouvernance mondiale
38. La Banque centrale européenne
39. Kyoto et l'économie de l'effet de serre
40. Compétitivité
41. Propriété intellectuelle
42. Les normes comptables et le monde post-Enron
43. Crises de la dette : prévention et résolution
44. Protection de l'emploi et procédures de licenciement
45. Ségrégation urbaine et intégration sociale
46. Éducation et croissance
47. La société de l'information
48. Productivité et croissance
49. Productivité et emploi dans le tertiaire
50. Les crises financières
51. Réformes structurelles et coordination en Europe
52. Réformer le Pacte de stabilité et de croissance
53. Financer la R&D
54. Politiques environnementales et compétitivité
55. Désindustrialisation, délocalisations
56. Croissance équitable et concurrence fiscale
57. La famille, une affaire publique
58. Les seniors et l'emploi en France
59. Politique économique et croissance en Europe
60. Politiques de la concurrence
61. Une stratégie PME pour la France
62. La France et l'aide publique au développement
63. Vieillesse, activités et territoires à l'horizon 2030
64. Évolution récente du commerce extérieur français
65. Économie politique de la LOLF
66. Performance, incitations et gestion publique
67. Consolidation mondiale des Bourses
68. Temps de travail, revenu et emploi
69. Infrastructures de transport, mobilité et croissance
70. Perspectives agricoles en France et en Europe
71. Mondialisation : les atouts de la France
72. Les leviers de la croissance française
73. Mesurer le pouvoir d'achat
74. Gaz et électricité : un défi pour l'Europe et pour la France
75. Private equity et capitalisme français
76. La mondialisation immatérielle
77. Innovation et compétitivité des régions
78. La crise des *subprimes*
79. Salaire minimum et bas revenus : comment concilier justice sociale et efficacité économique ?
80. Politique de change de l'euro
81. Performances à l'exportation de la France et de l'Allemagne
82. Loger les classes moyennes : la demande, l'offre et l'équilibre du marché du logement
83. Le financement des PME
84. Immigration, qualifications et marché du travail
85. Le partage des fruits de la croissance en France
86. Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers
87. Politique climatique : une nouvelle architecture internationale
88. Refondation du droit social : concilier protection des travailleurs et efficacité économique
89. Investissement direct étranger et performances des entreprises
90. Les mobilités des salariés
91. Investissements et investisseurs de long terme
92. Créativité et innovation dans les territoires
93. Les effets d'un prix du pétrole élevé et volatil
94. Les marchés de brevets dans l'économie de la connaissance
95. Évaluer la performance économique, le bien-être et la soutenabilité
96. Banques centrales et stabilité financière
97. Valoriser le patrimoine culturel de la France
98. L'émergence de la Chine : impact économique et implications de politique économique
99. Réformer le système monétaire international
100. Crise et croissance : une stratégie pour la France
101. La protection du consommateur : rationalité limitée et régulation
102. Les mutations du marché du travail allemand
103. Réflexions sur l'organisation du système de santé
104. Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire

Les rapports du CAE sont disponibles
à La Documentation française
29 quai Voltaire
75344 PARIS Cedex 07
Téléphone : 01 40 15 70 00
Télécopie : 01 40 15 72 30
et sur : www.cae.gouv.fr

 La
documentation
Française



113 rue de Grenelle 75007 Paris – Tél. : 01 42 75 53 00 – Fax : 01 42 75 51 27
Directeur de la publication : Agnès Bénassy-Quéré
Rédacteur en chef : Pierre Joly
Conception et réalisation graphique : Christine Carl