

# L'impact de la réglementation bancaire sur le modèle de financement de l'économie

Par Clémentine GALLÈS

Responsable des Études macrosectorielles, Société Générale

et Olivier GARNIER

Chef-économiste et membre du Comité de direction du groupe Société Générale

Depuis 2009, les banques doivent s'ajuster massivement sous la pression cumulée de la crise économique et financière, des régulateurs et des investisseurs. La place et le rôle de l'intermédiation financière sont dans une phase de modification importante, notamment dans la zone euro, et plus particulièrement en France. Ces changements ne resteront cependant pas sans conséquence pour les autres acteurs du financement de l'économie. En effet, cette modification significative de la taille et de la structure des bilans bancaires poussée par les changements réglementaires prudeniels produit des effets indéniables sur le risque supporté *in fine* par les ménages, les entreprises et les autres intermédiaires financiers.

Cet article analyse les conséquences potentielles de ces modifications sur le modèle de financement de l'économie dans son ensemble <sup>(1)</sup>. La première partie rappelle les caractéristiques des différents modèles d'intermédiation financière existants. La deuxième partie illustre les évolutions récemment observées dans la zone euro et en France en particulier, et souligne les enjeux de la poursuite de ce processus au regard du bouclage macro-financier global. Enfin, la troisième et dernière partie pose les questions de l'impact de ce nouveau contexte de financement en termes de stabilité financière et de la cohérence de ces changements avec d'autres mesures en cours de discussion au niveau européen.

## Le rôle et la place de l'intermédiation financière dans le financement de l'économie

Le financement de l'économie est confronté à un déséquilibre « originel » entre l'offre et la demande d'épargne. Du côté de l'offre, les ménages (globalement prêteurs nets) ont une préférence marquée pour la liquidité et la sécurité. Côté demande, les entreprises non financières et les administrations

publiques (globalement emprunteurs nets) ont par nature des besoins de financement plus longs et/ou plus risqués.

Ce déséquilibre entraîne un besoin de transformation de l'épargne en matière de maturité et de risque. Même si ce besoin existe dans tous les pays, son ampleur est variable : il est plus important dans les pays d'Europe continentale que dans les pays anglo-saxons du fait notamment que les systèmes de retraites y reposent davantage sur la répartition que sur la capitalisation. Des facteurs aussi divers que la fiscalité, l'éducation financière et le degré de développement du système financier peuvent aussi influencer sur l'ampleur de ce besoin de transformation.

Pour répondre à ce déséquilibre, différentes structures de financement existent, qui accordent des rôles plus ou moins importants aux deux types de financement :

- *le financement par intermédiation de bilan* : les intermédiaires financiers prennent en charge dans leurs bilans tout ou partie du risque au bénéfice des épargnants et des emprunteurs.

(1) Cette note est largement inspirée de la contribution d'Olivier Garnier, rapport du Conseil d'Analyse Économique, n°104, « Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », 2012.

Ainsi, les banques portent dans leurs bilans le risque de transformation de la maturité et du risque entre des dépôts le plus souvent sans risque et liquides, et des crédits généralement à maturité plus longue et d'une nature plus risquée ;

- le financement de marchés en direct ou par intermédiation de marché. En direct ou par l'intermédiaire de fonds d'investissement (comme les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)), l'offre et la demande d'épargne se rencontrent, mais les risques restent, en principe, supportés *in fine* par les épargnants.

Aux États-Unis, ce sont les financements de marchés qui dominent, tandis que dans la zone euro ainsi qu'en France, les financements par intermédiation de bilan apparaissent prépondérants. La différence la plus notable se situe dans le faible poids des prêts bancaires aux États-Unis (à peine 15 % du financement total des ménages, entreprises non financières et administrations publiques considérés dans leur ensemble, y compris les financements en actions - cotées et non cotées) comparativement à la zone euro (un peu plus de 40 % du financement des mêmes secteurs non financiers). L'écart est même encore plus prononcé lorsque l'on ne considère que le financement du secteur privé non financier (ménages + entreprises non financières) : moins de 20 % du total aux États-Unis, contre près de 60 % dans la zone euro. Cela reflète non seulement le plus grand recours du secteur privé aux financements dits de marchés (titres de dettes et actions), mais aussi le développement beaucoup plus important de la titrisation aux États-Unis (notamment en matière de prêts immobiliers).

Il convient toutefois de souligner que le risque de transformation n'a pas forcément disparu dans un système désintermédié. Tout d'abord, ce risque peut, par exemple, être supporté directement par les émetteurs eux-mêmes, si ceux-ci financent leurs investissements à long terme par des obligations de plus courtes durées. D'autre part, et surtout, la plus grosse partie des fonds d'investissement offrent à leurs détenteurs une liquidité journalière, alors même que certains de leurs actifs ne sont qu'imparfaitement liquides, notamment en temps de crise. De ce fait, ils peuvent dans certaines circonstances être eux aussi victimes de phénomènes de *run* (fuite des détenteurs), comme on l'a vu en 2007-2008 pour certains fonds monétaires.

## Des changements réglementaires modifiant le bouclage macro-financier

### Vers un modèle de financement plus désintermédié en Europe (en France, en particulier)...

En raison de risques plus importants portés à leurs bilans, les banques de la zone euro sont particulièrement concernées par l'ajustement aux nouvelles réglementations prudentielles bancaires regroupées dans les Accords de Bâle III, qui visent à durcir les contraintes sur différents axes : capital, levier, liquidité... Cet ensemble de contraintes encourage chaque banque à réduire la taille de son bilan et à y porter moins de transformations des risques (de crédit et de liquidité). Pour ce faire, elles mettent en place des stratégies qui leur permettent

d'ajuster à la fois leur passif (augmentations de capital, rétention des profits, allongement de la dette, rémunération accrue des dépôts...) et leur actif (réduction d'activités de prêts à long terme ou ne procurant pas de dépôts, réduction du risque porté au bilan par recours au modèle « origination, puis distribution » et à la titrisation...).

Les banques européennes se sont déjà largement adaptées, augmentant significativement leurs ratios de capital depuis 2008, ainsi que leurs différents ratios de liquidité. Par exemple, si l'on regarde le ratio de capital « Core equity Tier 1 », qui sert désormais de référence, celui-ci a dépassé 10 % fin 2013, progressant de 3,6 points de pourcentage depuis juin 2011 <sup>(2)</sup>.

En contrepartie, le processus de désintermédiation des financements (vers moins d'intermédiation de bilan et vers plus d'intermédiation de marché) est déjà bien enclenché, en particulier en France. En effet, dans la zone euro, le financement des sociétés non financières par les marchés représente aujourd'hui 20 % de leur endettement, contre 13 % en 2009. C'est en France que le mouvement est le plus marqué, avec une part du financement de marchés qui représente aujourd'hui 36 % de l'encours de la dette des sociétés non financières, contre 26 % en 2009 (et même les deux tiers des flux nets d'endettement sur les neufs premiers mois de 2014). En Italie et en Allemagne, ce mouvement de désintermédiation des financements est également visible, mais dans des proportions qui restent moins importantes. En Espagne, le financement désintermédié reste quasi inexistant à ce jour pour les entreprises, il n'est donc pas du tout venu compenser l'effondrement du crédit bancaire.

L'application complète de Bâle III s'étalant jusqu'en 2019, cet ajustement des circuits de financement de la zone euro devrait se poursuivre.

### ... nécessitant une adaptation de la structure de l'épargne et des placements des entreprises

Par un effet miroir, toute modification de la taille et de la structure du bilan du système bancaire a pour contrepartie des ajustements dans le bilan du secteur non bancaire considéré dans son ensemble <sup>(3)</sup>. Ainsi, à montant et à structure inchangés des investissements finaux, si le système bancaire prend moins de risque de transformation dans son bilan, ce risque devra alors être assumé par les autres intermédiaires financiers, les épargnants ou les emprunteurs. En d'autres termes, 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'ajustements s'opèrent parallèlement du côté du secteur non financier :

- il faut augmenter la part des placements à long terme dans l'épargne financière totale afin que la réduction de la capacité de transformation du secteur bancaire ne se fasse pas par la diminution de l'investissement productif de long terme ;

(2) Source EBA, « Basel III monitoring exercise », septembre 2014, sur ratio CRDIV.

(3) On néglige ici les ajustements financiers qui pourraient être réalisés avec des non-résidents plutôt qu'avec des résidents non bancaires.

- il faut aussi accroître les possibilités d'accès direct aux marchés ou aux investisseurs (en substitution des prêts bancaires) pour les emprunteurs n'ayant pas du tout (ou que difficilement) la capacité d'émettre directement sur les marchés.

Mais de telles évolutions qui touchent à la structure de l'épargne vont nécessairement prendre beaucoup de temps.

Du côté de l'épargne, on sait en effet que les comportements font preuve d'une grande inertie. En outre, si l'on considère le cas de la France, on constate même que la part des placements risqués dans le patrimoine financier total des ménages n'a cessé de diminuer au cours des quinze dernières années. Or, plusieurs facteurs pourraient encore amplifier cette tendance qui va à rebours de ce qui serait souhaitable dans un système plus désintermédié. D'une part, le vieillissement de la population devrait accroître le poids des placements non risqués. D'autre part, et surtout, l'évolution récente de la fiscalité de l'épargne (avec notamment la soumission des revenus mobiliers au barème de l'impôt sur le revenu) a pénalisé encore davantage les placements risqués par rapport à certains placements non risqués bénéficiant d'exonérations ou de régimes privilégiés

Du côté des emprunteurs, les évolutions sont plus rapides, même si elles se produisent de façon inégale, et elles sont d'ailleurs déjà bien engagées. Les grandes entreprises se financent désormais quasi-exclusivement sur les marchés. Pour les entreprises de taille intermédiaire, qui n'ont pas directement accès aux marchés, des mécanismes de placements privés de leurs dettes tendent à se développer rapidement, même si les montants restent encore modestes d'un point de vue macroéconomique. Enfin, pour les PME et les TPE, il est vraisemblable que les prêts bancaires vont rester leur principal mode de financement, cela d'autant plus que les banques souhaitent maintenir une relation commerciale étroite avec elles, cette clientèle leur procurant des dépôts considérés comme stables. La BCE cherche par ailleurs à encourager la titrisation des prêts aux PME sous une forme simple et transparente, mais cela va probablement prendre du temps.

Durant la phase de transition, la lenteur de ces ajustements pourrait être source de difficultés de financement pour certaines entreprises. Toutefois, à l'horizon des prochaines années, ces difficultés devraient rester limitées en raison du contexte macroéconomique attendu dans la zone euro : la demande de financements demeurerait en effet bridée par la poursuite du désendettement du secteur non financier et par une atonie prolongée de la croissance.

## Implications sur le modèle de financement de l'économie et le partage des risques entre agents financiers et agents non-financiers

### Un enjeu de stabilité financière

Ces profondes modifications des circuits de financement de l'économie ne sont pas sans conséquence pour la stabilité financière. L'objectif premier du durcissement de la régle-

mentation est certes de renforcer la stabilité. Néanmoins, à volume inchangé d'investissements longs et risqués, les risques jusqu'à présent supportés par les banques vont d'une manière ou d'une autre être reportés sur d'autres acteurs, notamment sur les épargnants, les entreprises ou les autres intermédiaires financiers (*shadow banking*). On peut se demander si ce report des risques aboutira ou non à un réel gain en matière de stabilité financière. Le report sur les épargnants permettra certes de disséminer davantage les risques, mais au sein d'une population ayant une moindre capacité à les gérer (toutes les études confirment le niveau relativement faible de l'éducation financière des épargnants) et encore plus sujette qu'avant la crise à des comportements procycliques ou à des paniques. Le report sur les entreprises rendra leur accès aux financements plus vulnérable à la volatilité des marchés financiers. Enfin, et surtout, les risques systémiques pourraient se concentrer dans le *shadow banking*, qui est par nature moins supervisé et moins régulé que le secteur bancaire. Cela deviendrait très problématique, si les banques centrales devaient alors passer du rôle de prêteur aux banques en dernier ressort à celui de *market-maker* en dernier ressort.

### Quelle compatibilité avec les autres changements réglementaires ?

Du point de vue de la stabilité macro-financière, tout cela milite pour une approche plus élargie et plus intégrée de la réglementation prudentielle, et non plus cantonnée aux seuls bilans des banques (ainsi qu'à ceux des assureurs). Le cas déjà évoqué du système bancaire parallèle (*shadow banking*) est bien sûr au cœur de cette problématique. Mais, outre la difficulté de définir et de délimiter ce secteur, une question de fond se pose. D'un côté, il est souhaitable d'avoir un cadre réglementaire qui soit le plus uniforme et le plus exhaustif possible afin d'éviter des stratégies d'arbitrage réglementaire. Et de l'autre, du point de vue de sa stabilité, le système financier a besoin d'une certaine « éco-diversité » : si tous les types d'institution financière sont soumis aux mêmes contraintes prudentielles, tous vont alors réagir de la même manière et de façon synchrone en cas de choc macro-financier, ce qui en amplifiera la transmission.

Le processus de désintermédiation induit par l'évolution de la réglementation bancaire soulève par ailleurs la question de sa compatibilité avec l'évolution de la réglementation en matière de protection des épargnants. En effet, cette dernière vise à juste titre à éviter le *mis-selling* de produits financiers auprès d'épargnants peu ou mal avertis (voir, par exemple, la directive MIF - marchés d'instruments financiers). Mais, en contrepartie, cela peut dissuader les institutions financières de vendre des placements « à risques ».

Enfin, se pose la question de la compatibilité entre les changements réglementaires et les réformes concernant la structure du système bancaire. Ainsi, au niveau européen, les propositions visant à séparer certaines activités de marché (dont celles de la « tenue de marché ») exercées par des banques dites « universelles » ou de cantonner celles-ci à certaines activités ne sont pas forcément cohérentes avec l'objectif de développer les financements par les marchés.

### De l'union bancaire à l'union des marchés de capitaux

Au-delà des changements réglementaires, deux grandes évolutions en cours ou à venir vont profondément influencer le financement de l'économie européenne au cours des années qui viennent : d'une part, l'union bancaire dans la zone euro, dont le mécanisme de supervision unique (en place depuis novembre 2014) constitue la première étape et, d'autre part, le projet de création d'une union des marchés de capitaux au niveau de l'ensemble de l'Union européenne, qui constitue une des priorités de la nouvelle Commission.

Le premier objectif de l'union bancaire (non seulement *via* un mécanisme unique de supervision, mais aussi *via* un mécanisme de résolution unique (MRU) pour les banques en difficulté) est de rompre le lien entre les États membres de l'Union européenne et leurs systèmes bancaires respectifs. Durant la crise, ce lien a en effet contribué à fragmenter la liquidité et le crédit au niveau des frontières nationales. À plus long terme, au-delà de ce premier objectif, l'union bancaire devrait aussi favoriser le développement d'un marché bancaire unique.

Le projet d'union des marchés de capitaux reste, quant à lui, complètement embryonnaire ; il s'agit d'un concept en cours

de construction. Il semble néanmoins être lié à l'objectif des autorités européennes d'aller vers un modèle de financement moins dépendant du crédit bancaire et reposant, par conséquent, plus largement sur un grand marché unique européen des capitaux. En d'autres termes, il s'agirait de permettre à une entreprise de pouvoir se financer plus facilement par des émissions d'actions ou d'obligations dans des conditions qui ne dépendent pas de son pays d'appartenance. Cela soulève notamment de nombreux problèmes d'harmonisation, qui vont de la réglementation des opérations sur valeurs mobilières au droit des faillites en passant par la fiscalité. Plus fondamentalement, il sera difficile d'aller vers un grand marché unique des capitaux sans création d'un grand marché unique de l'épargne.

Au total, même s'il y a encore beaucoup d'étapes délicates à franchir avant d'arriver à de véritables unions tant dans le domaine des banques que dans celui des marchés de capitaux, on peut prévoir qu'à terme le modèle de financement de la zone euro aura profondément évolué : il sera tout à la fois plus intégré et moins dépendant du crédit bancaire, mais ce, dans des proportions encore difficiles à prévoir.