

# Le Monde à taux zéro

Vivien Levy-Garboua

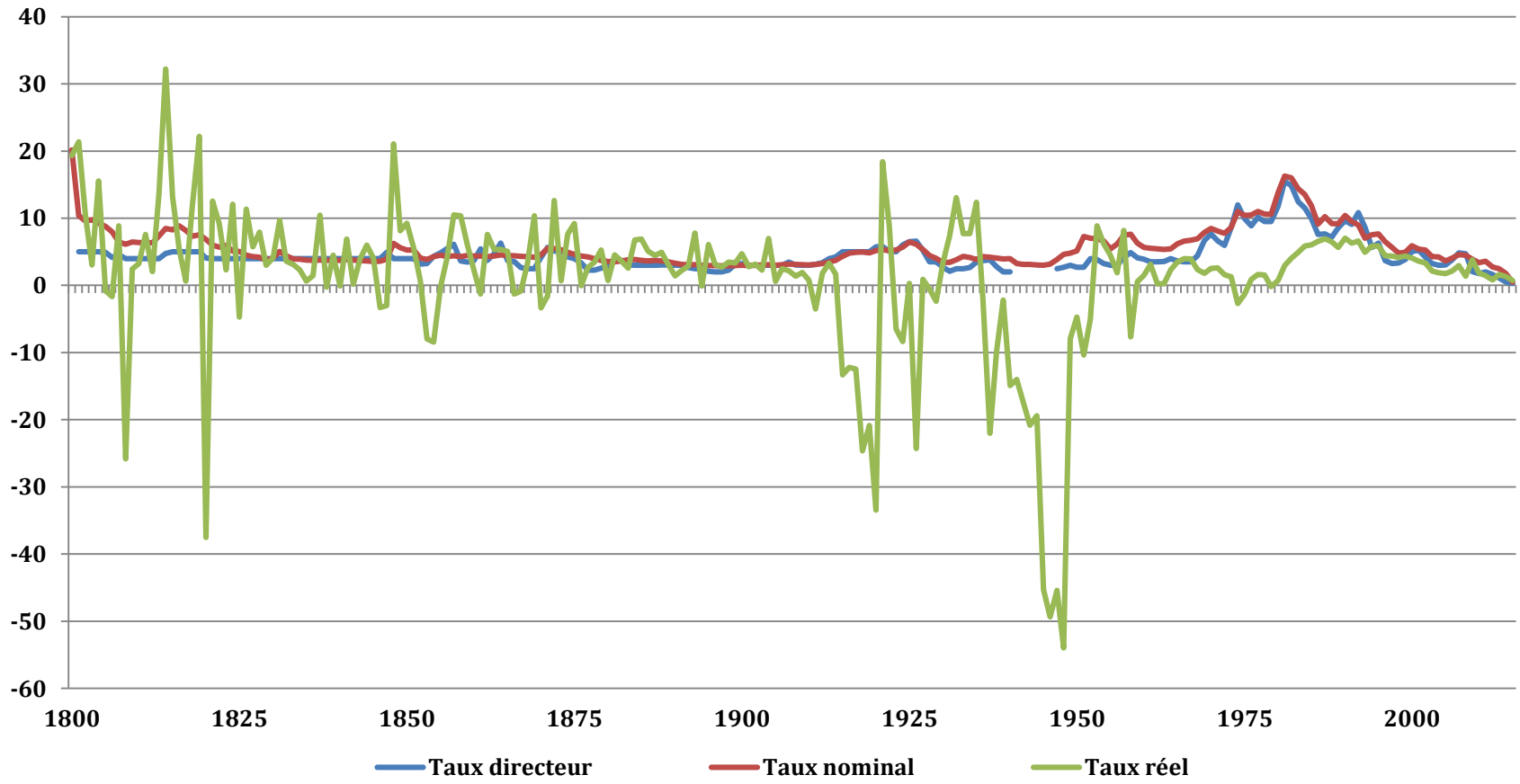
EIFR, le 28 septembre 2017

# Agenda

- Constat
- Les banques
- Les assurances
- Les *asset managers*
- Les banques centrales
- Débat

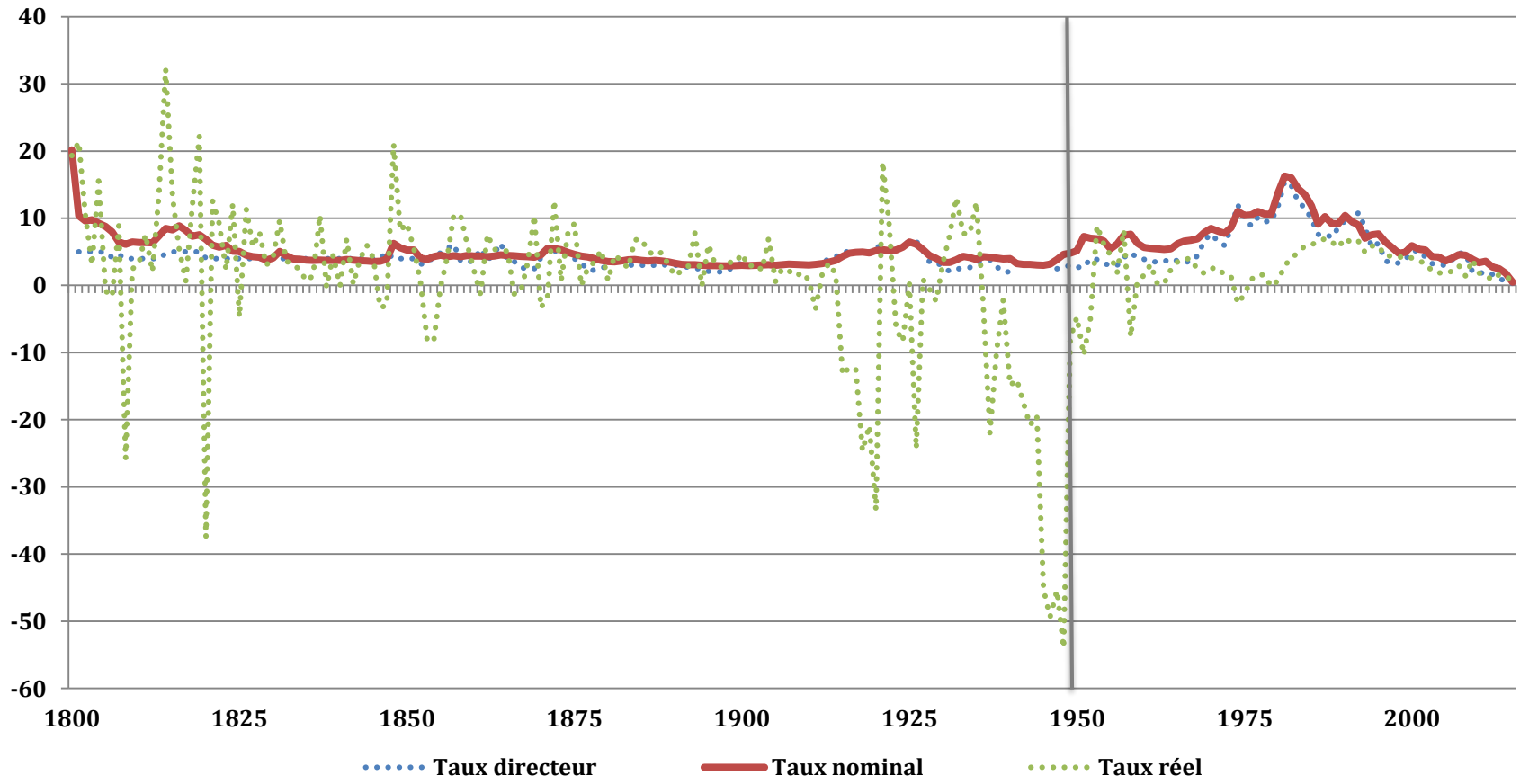
# Constat (1)

## Taux d'intérêt de long terme (en %)



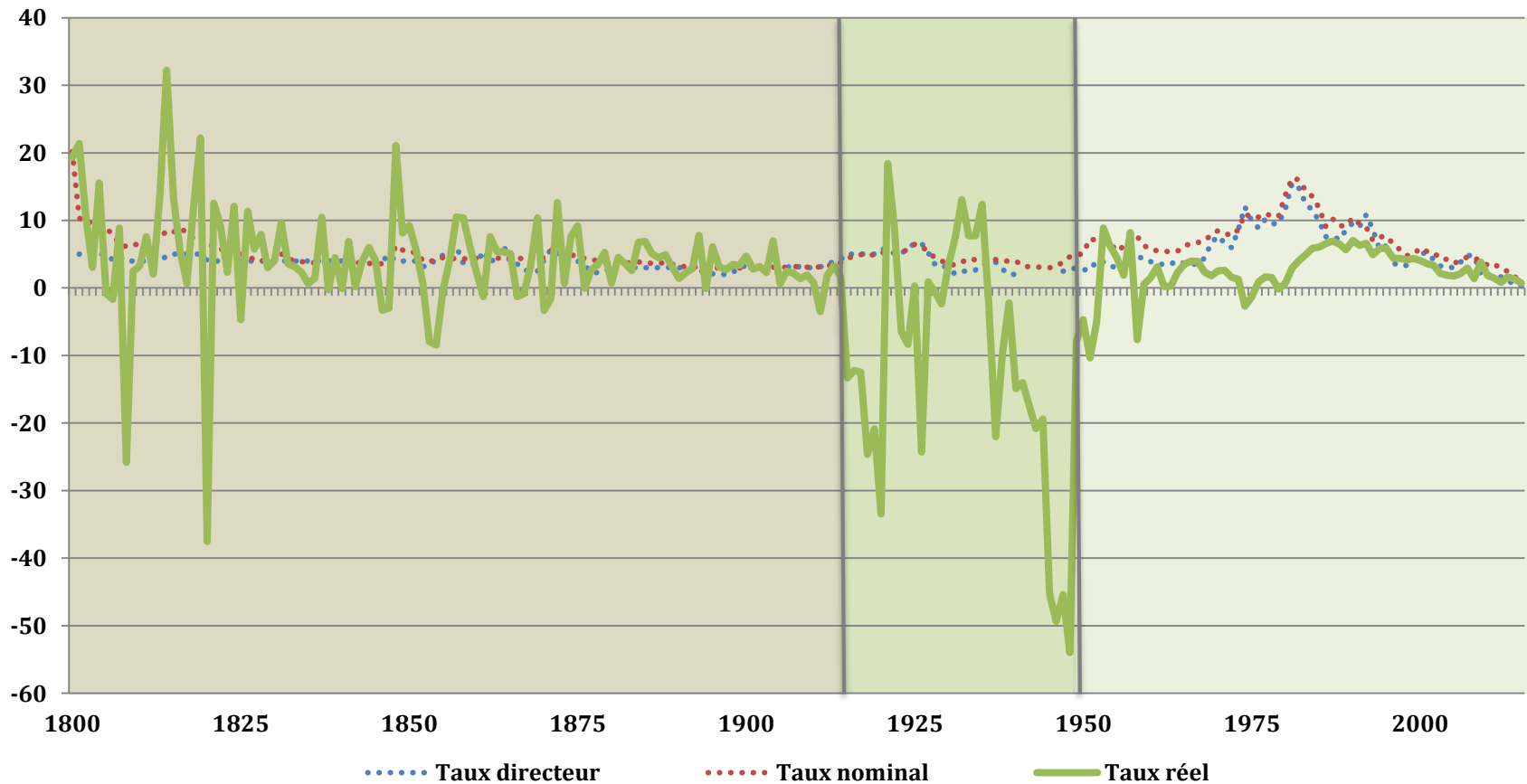
# Constat (2)

## Taux d'intérêt de long terme (en %)



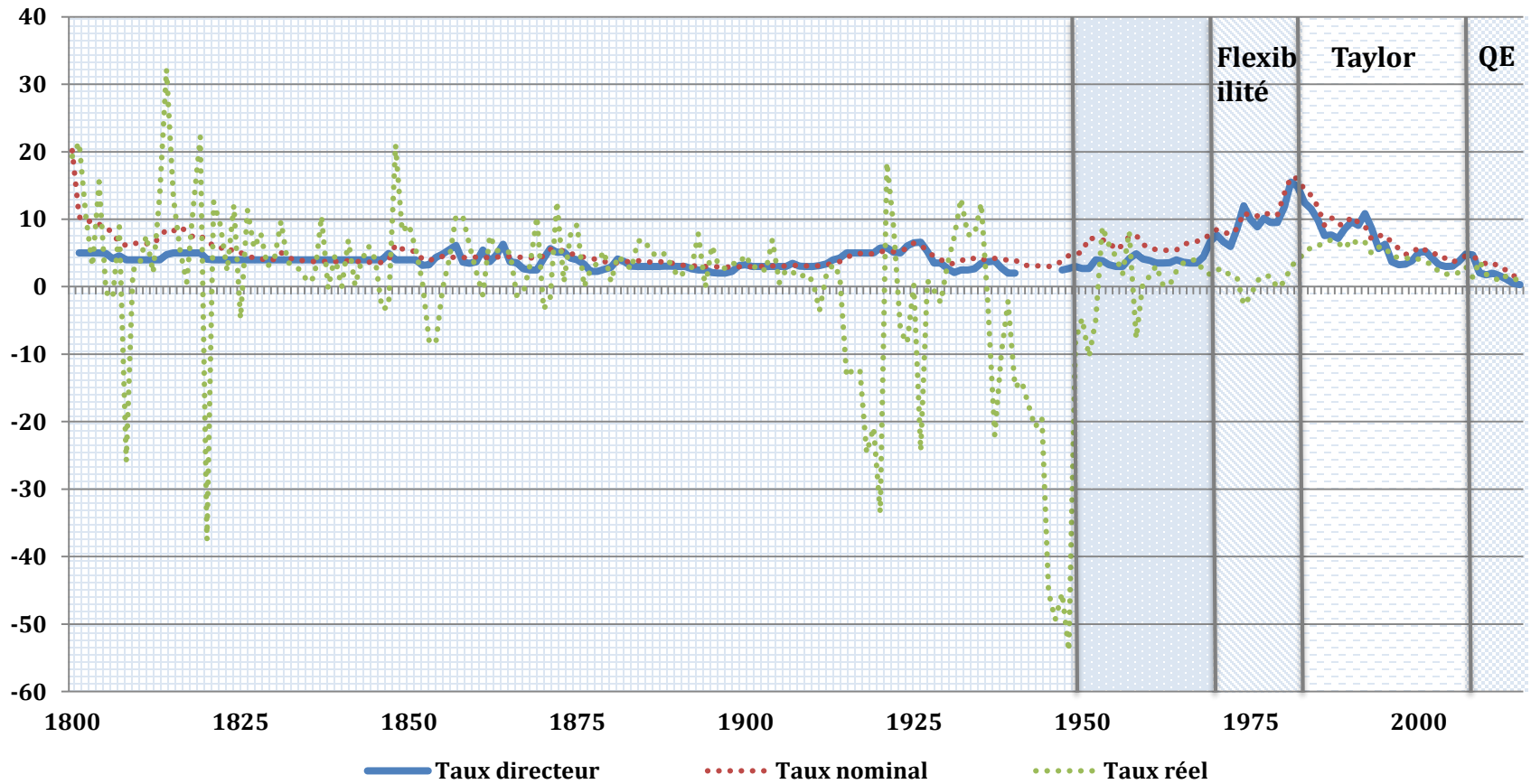
# Constat (3)

## Taux d'intérêt de long terme (en %)



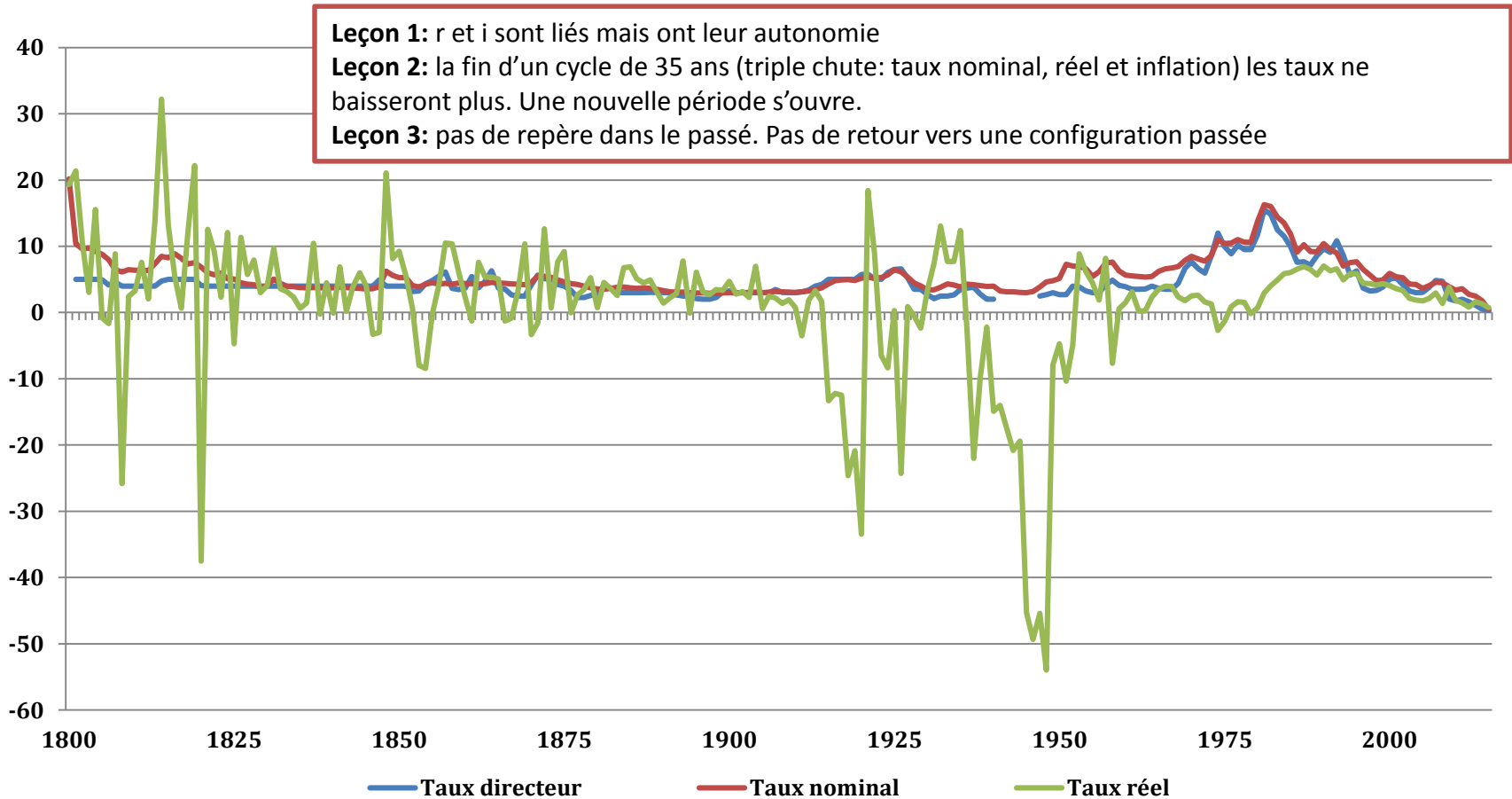
# Constat (4)

## Taux d'intérêt de long terme (en %)



# Constat (4)

## Taux d'intérêt de long terme (en %)



# Quel impact sur les banques ?

Les problèmes sont concentrés sur **la banque de détail**.

Deux sujets:

- Les taux d'intérêt bas
- Les taux réglementés



# Les taux d'intérêt bas

- Baisse des taux= remboursements anticipés+ baisse de rentabilité des dépôts
- Remboursements anticipés massifs: le coût de l'option est trop faible
- Prêts immobiliers: 1000 Mds€ en France, à taux fixes pour plus de 96%
- Couverture du risque par l'ALM retarde mais ne supprime pas la baisse de rentabilité
- Plancher à zéro du taux créditeur, au moment où les dépôts augmentent et le taux de marché négatif= coût supplémentaire
- Plancher sur les livrets et plans d'épargne logement= handicap supplémentaire
- Pas de rattrapage sur les *spreads*
- Pas encore de signe de *search for yield* dangereuse

# Les taux règlementés perdent leur sens

Une tradition française de 200 ans suivant 3 objectifs

- aide aux plus pauvres
- sécurité de l'épargne
- aide aux secteurs prioritaires

Une logique qui s'effiloche depuis 1985

- le LEP existe et le Livret A comme le PEL ne sont plus des financements pour les plus pauvres;
- depuis 1994, il existe une garantie des dépôts qui protège l'épargne jusqu'à 100.000 euros par compte;
- le financement du logement social, de la Ville ne représente plus qu'une fraction du placement du livret A;

# Les taux règlementés : coûteux pour les banques et l'Etat

## Évaluation du coût:

- Pour les banques:

- sur les livrets (hors PEP/LEP) 0,5%. 370 Mds €
- sur les PEL/CEL 1%. 247 Mds € . 0,5

---

Total: 3,1 Mds €/an

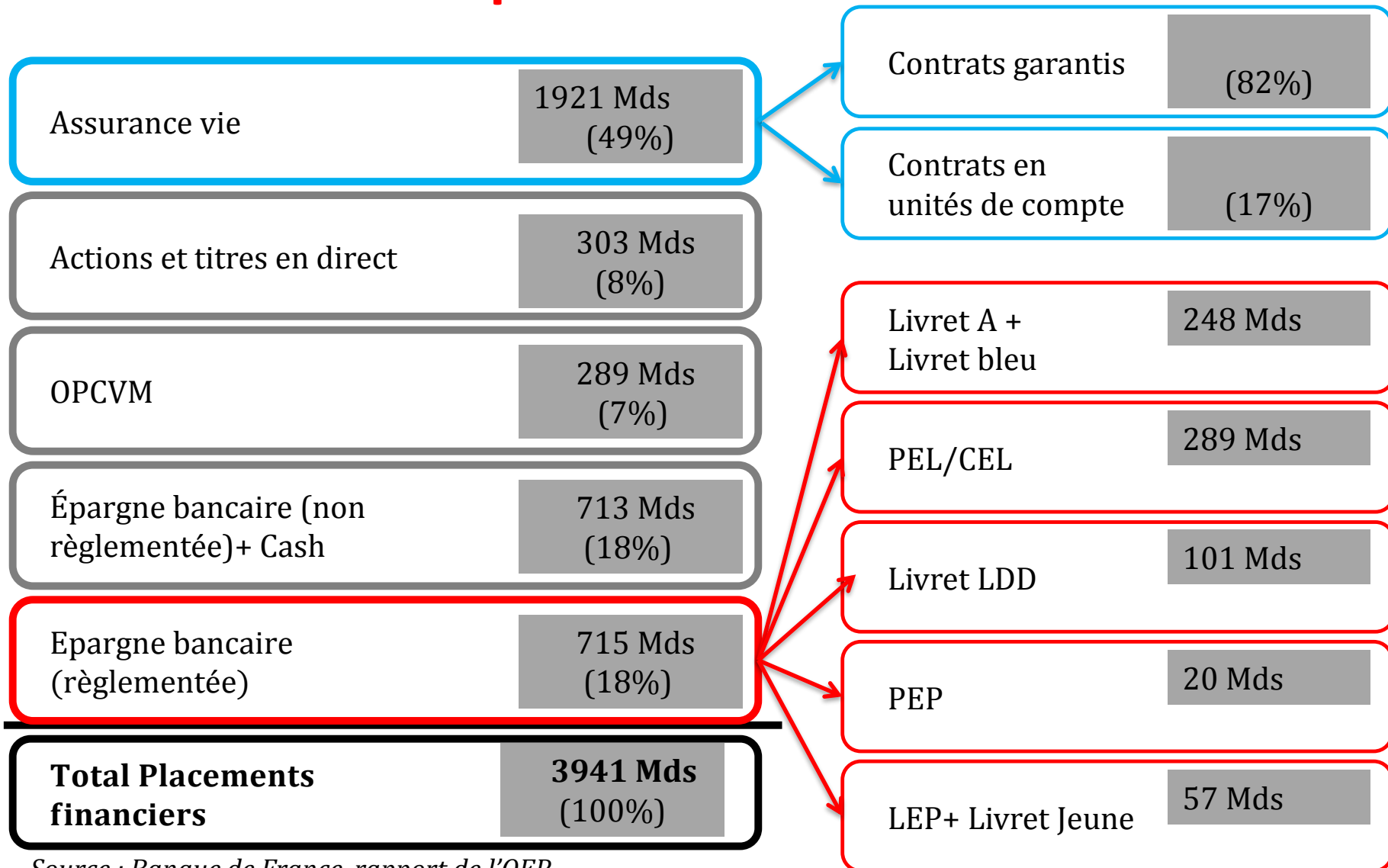
- Pour l'Etat:

- coût de l'exonération fiscale 1750 M
- exonération prélèvements sociaux 600 M

---

Total: 2,35 Mds

# Ventilation des placements financiers en France



Source : Banque de France, rapport de l'OER

# Les assureurs

- Sont concernés: assurance-vie, retraite/ rentes
- La mutualisation entre générations, qui a bénéficié de 35 ans de baisse des taux, ne fonctionne plus
- Taux garantis minimum (1,5%)+ frais de gestion= 2,0%, plus que le rendement obtenu sur la duration des assureurs
- Grande hétérogénéité des situations
- Fonds euro en difficulté
- Euro Croissance très désavantagé par les taux bas
- UC transfèrent le risque sur l'assuré

# Bilan de l'assurance-vie en France

## Actifs Assurance vie

## Passif Assurance vie

Obligations  
Souveraines  
duration = 8,4

638 GEUR  
(40%)

Obligations  
Banques  
duration = 4,8

714 GEUR  
(45%)

Actions  
duration = 0

127 GEUR  
(8%)

Autres

111 GEUR  
(7%)

Actifs  
duration = 5,5

1 591 GEUR  
(100%)

Contrats en Euro  
duration = 10,6

1 305 GEUR  
(82%)

Contrats en UC  
duration = 4

270 GEUR  
(17%)

Contrats Euro  
croissance  
duration = 10,6

16 GEUR  
(1%)

Provision  
mathématique  
duration = 9,5

1 591 GEUR  
(100%)

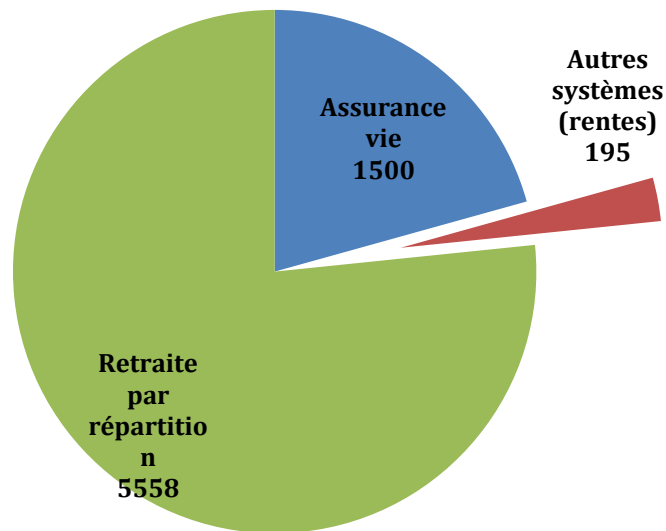
Duration gap = 4,0

# 6 leçons d'une maquette assurance-vie

- 1) Baisser les taux servis
- 2) Adapter Solvabilité 2
- 3) Se prémunir contre le « *run* » des assurés
- 4) Le *mismatch* des maturités est dangereux
- 5) Un développement trop fort des contrats en UC pose un risque de réputation
- 6) Les taux bas accentuent les difficultés des rentes viagères, pourtant nécessaires

# Les rentes sont sous-développées

## Encours de l'épargne retraite (GEUR)



Article 83 (cotisations définies)	61 Mds €
Article 39 (prestations définies)	45 Mds €
Contrats Madelin	28 Mds €
Prefon, Corem, CRH, Anciens combattants	29 Mds €
PERP	12 Mds € (*)
PERCO+ PERE	8 Mds € (*)
Autres	12 Mds €



# Quel impact sur les gérants?

## **La gestion:**

- Bonne résistance, même pour les fonds monétaires et obligataires
- Recherche de rendement
- Développement des UC

## **Les marchés:**

- Valorisation plus incertaine
- Risques de bulles

## **Les points de vigilance:**

- Évolution obligatoire vers des produits plus illiquides
- Liquidité, de toutes façons

# Les Marchés

- Vrais et faux marchés
- Protection limitée des investisseurs: (i) *market making*; (ii) ligne de *back-up*; (iii) collatéral
- Les marchés sont instables

## Mais:

- Le rôle des marchés doit croître
- Si la BC est en charge de la Stabilité financière,  
Alors elle doit s'intéresser aux marchés, et elle seule le peut.

Le risque d'aléa moral le lui interdit.

# La politique monétaire et financière

	Paix	Guerre
Politique monétaire	Taux d'intérêt Réserves obligatoires	Taux au PAZ <i>Quantitative Easing</i>
Politique financière (prévention)	Règles de Bâle 3 Ratios contracyclique	<i>Recovery, Resolution</i> <i>Bail-in</i>
Politique financière (intervention)	n.a.	<i>Gates</i> Bail-out Intervention de la BC

# Le début d'une période nouvelle

## La nouvelle ère sera caractérisée par:

- Remontée des taux d'intérêt
- Réglementation financière
- Désintermédiation vers les marchés
- Longévité accrue
- Besoin de retraite fort
- Besoin de financer des actifs risqués

# Quelles perspectives pour le système financier?

- Le système des taux réglementés ne sert (presque) plus à rien. Il doit être progressivement démonté.
- Les gérants d'actifs devront pouvoir gérer des actifs plus longs et plus illiquides.
- Les assureurs ne pourront garantir sécurité, liquidité et rendement simultanément.
- On doit s'appuyer sur les acteurs existants pour bâtir l'allocation de l'épargne de demain.
- Les besoins de retraite devront être satisfaits.

**Rien de tout cela n'est facile à faire**

**Cela passe par une pédagogie du public**