

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 mars 2010 – N° 114

La très forte aversion pour le risque des régulateurs, des gouvernements, des institutions internationales en Europe peut conduire à une catastrophe économique

Nous nous intéressons à l'Union Européenne parce que les mécanismes y sont encore plus clairs qu'aux Etats-Unis.

Les économies de l'Union Européenne vont être confrontées :

- *aux demandes des régulateurs des Banques (Bâle III), qui vont exiger des fonds propres plus élevés, limiter le levier d'endettement des banques ;*
- *aux demandes des régulateurs de l'assurance (Solvabilité II), qui aboutissent à une pénalisation dissuasive de la détention d'actions, d'obligations d'entreprises, de private equity, par les assureurs européens ;*
- *aux demandes de la commission européenne, de la BCE, de l'Allemagne, qui veulent une réduction très rapide des déficits publics.*

Ceci va conduire à une très forte réduction des financements à long terme des économies, et à une contraction des demandes intérieures. La conséquence inévitable de cette aversion pour le risque très élevée des régulateurs et des institutions européennes sera un effondrement de l'investissement des entreprises, évolution totalement catastrophique pour la situation économique à moyen terme de l'Europe.

Régulation des banques

Les nouvelles réglementations des banques européennes (Bâle III) comprendront très probablement :

- une hausse des fonds propres réglementaires associés aux activités de marché ;
- une hausse générale de l'exigence de fonds propres ;
- une définition plus restrictive (excluant les produits hybrides, les participations minoritaires) des fonds propres Tier 1 ;
- une limitation du levier d'endettement des banques (du financement de l'actif des banques par des ressources empruntées).

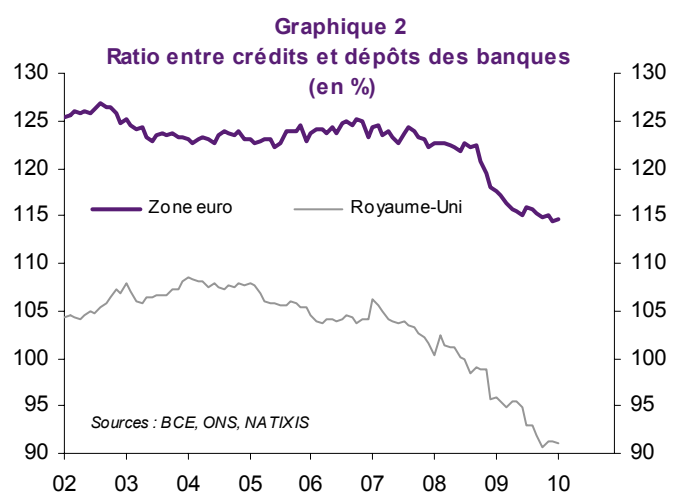
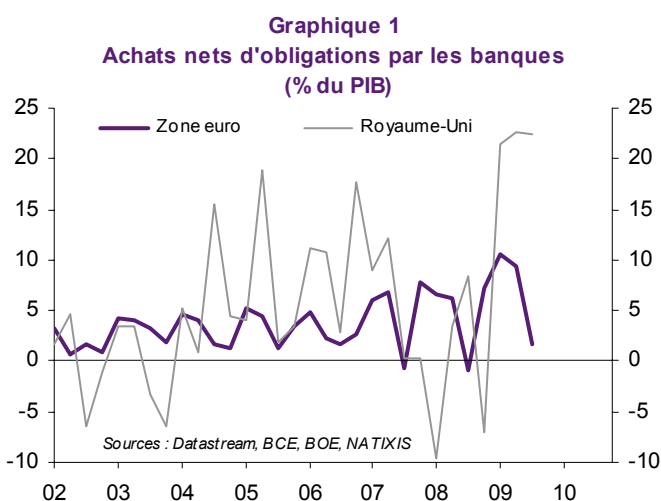
La hausse de l'exigence de fonds propres liés aux activités de marché n'est pas choquante, puisque, avant la crise, ces fonds propres étaient trop faibles.

Mais les autres évolutions réglementaires vont pénaliser :

- **tous les emplois risqués des banques** (dont le crédit) par la hausse du besoin de capital associé ;
- **la distribution de crédit**, par la réduction de la capacité des banques à financer du crédit par des ressources empruntées.

On doit donc s'attendre :

- **au report des banques vers des actifs ne consommant pas de capital, comme les emprunts d'Etat**, ce qui se voit déjà en Europe (graphique 1) ;
- **à une réduction de la taille du crédit distribué**, par rapport aux ressources non empruntées (graphique 2).



Ceci est évidemment défavorable au financement de l'économie, des entreprises en particulier.

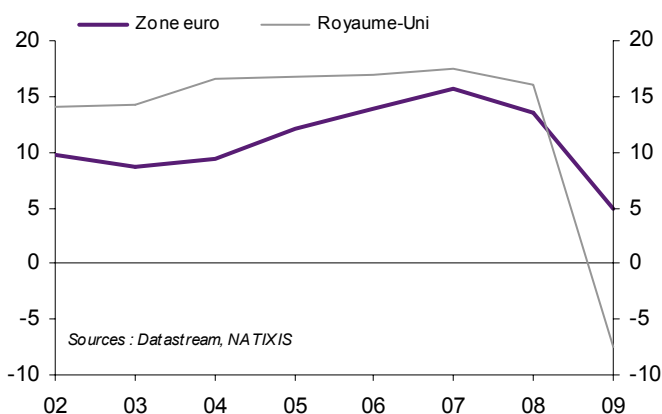
Régulation de l'assurance

La nouvelle régulation de l'assurance en Europe (Solvabilité II) va accroître considérablement l'exigence de fonds propres associée à la détention de private equity, d'obligations d'entreprises, d'actions.

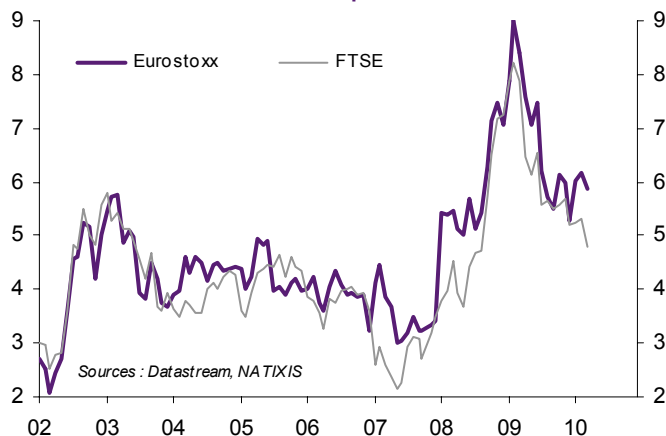
Il faudrait 40 à 50 centimes de fonds propres pour qu'une société d'assurance puisse détenir 1 euro d'action, ce qui, compte tenu du coût en période normale des fonds propres (**graphique 3**) et de la prime de risque actions (**graphique 4**) conduira normalement les sociétés d'assurance à ne pas détenir d'actions.

Ceci devrait déformer le portefeuille des investisseurs institutionnels européens en faveur des titres publics, ce qui se voit déjà (graphiques 5 a – b), et au détriment du financement des entreprises.

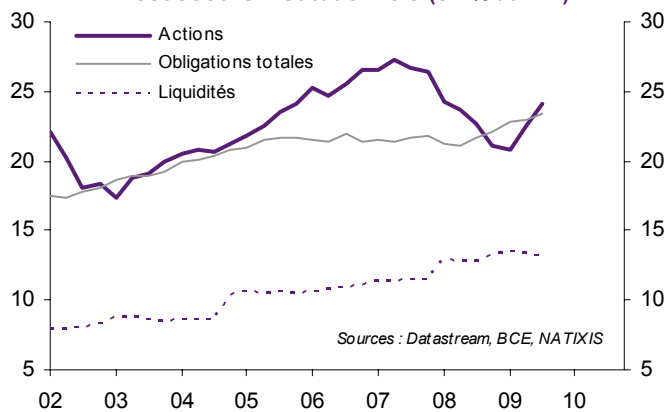
Graphique 3
ROE des banques



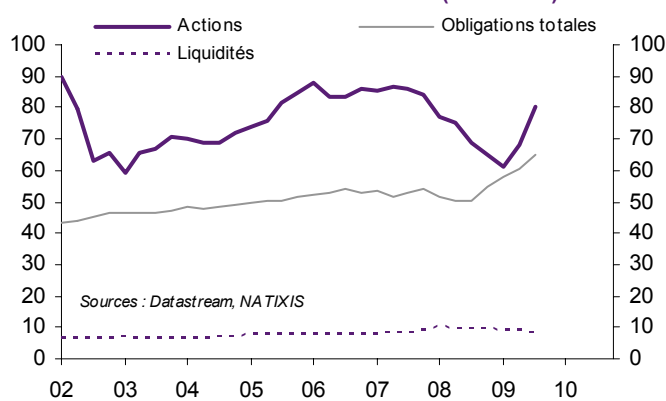
Graphique 4
Prime de risque actions



Graphique 5 a
Zone euro : structure de l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB)



Graphique 5 b
Royaume-Uni : structure de l'actif des investisseurs institutionnels (en % du PIB)



Réduction très rapide des déficits publics

Sous la pression de la Commission Européenne, de la BCE, de certains gouvernements (Allemagne, France), des marchés financiers,... les pays européens ont annoncé des programmes de réduction très rapide des déficits publics (**tableau 1**).

Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics

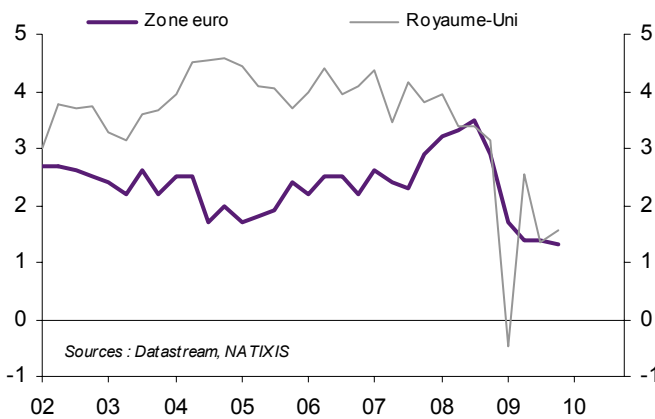
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Royaume-Uni	-2,7	-2,6	-7,1	-12,6	-12	-9,1	-7,3	-5,7	-4,6
Allemagne	0	-3,2	-5,5	-4,5	-3,5	-3	-	-	-0,3
France	-3,4	-7,9	-8,2	-6	-4,6	-3	-	-	-
Italie	-2,7	-5,3	-5	-3,9	-2,7	-2,2	-	-	-
Espagne	-4,1	-11,4	-9,8	-7,5	-5,3	-3	-	-	-
Grèce	-7,7	-12,7	-8,7	-5,3	-2,8	-2	-	-	-
Portugal	-2,7	-9,3	-8,3	-6,6	-4,6	-2,8	-	-	-
Irlande	-7,2	-11,7	-11,6	-10	-7,2	-4,9	-2,9	-	-

Sources : Eurostat, NATIXIS

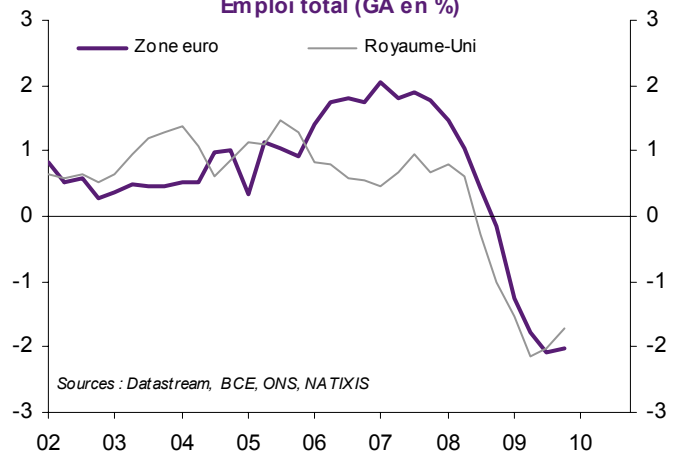
Pourtant, les économies européennes sont encore très faibles avec :

- l'affaiblissement des salaires (**graphique 6 a**) ;
- la poursuite des pertes d'emplois permettant de corriger le déficit de productivité du travail (**graphiques 6 b – c**) ;
- la faiblesse de l'investissement avec celle de l'utilisation des capacités (**graphiques 6 d – e**) ;
- la faiblesse des exportations avec celle du commerce mondial (**graphique 7**).

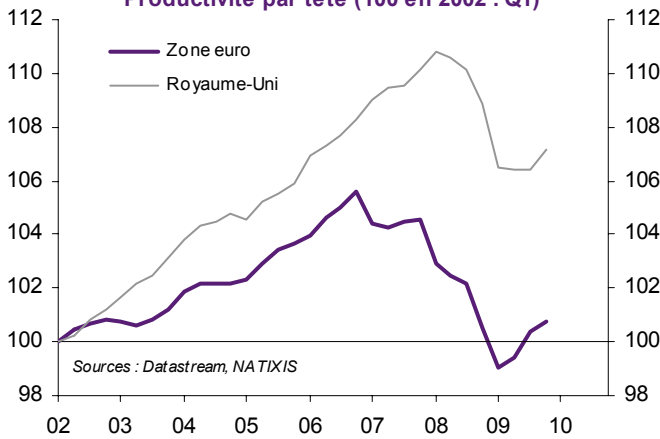
Graphique 6 a
Salaire nominal par tête (GA en %)



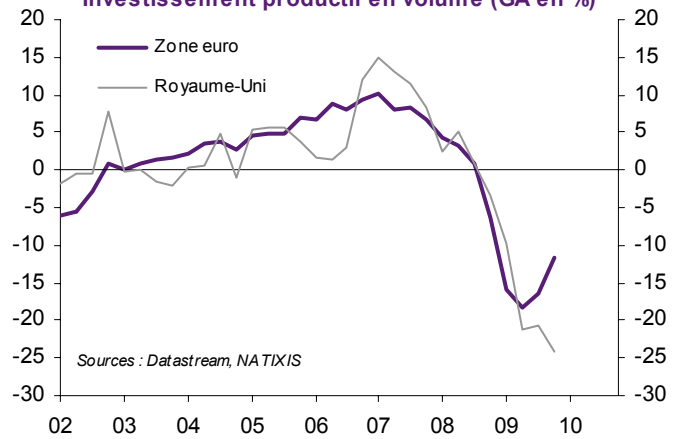
Graphique 6 b
Emploi total (GA en %)



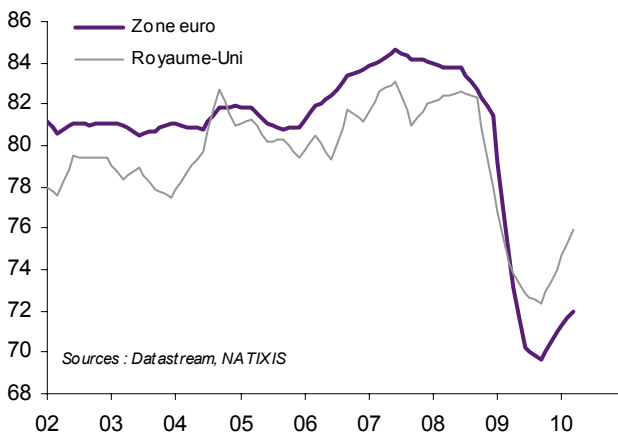
Graphique 6 c
Productivité par tête (100 en 2002 : Q1)



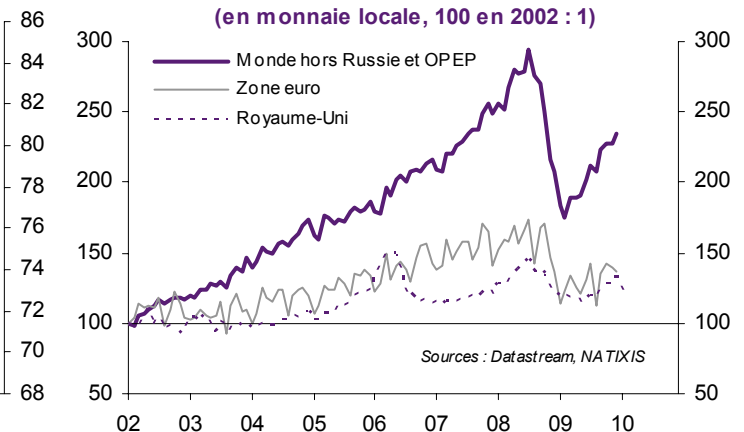
Graphique 6 d
Investissement productif en volume (GA en %)



Graphique 6 e
Taux d'utilisation des capacités (en %)



Graphique 7
Exportations en valeur
(en monnaie locale, 100 en 2002 : 1)



La réduction très rapide des déficits publics risque donc de provoquer une contraction forte de la demande totale, publique et privée.

Synthèse : une aversion pour le risque dangereuse

Depuis la crise, et pour des raisons compréhensibles, l'aversion pour le risque des régulateurs, des gouvernements, des institutions européennes, est devenue très forte.

Ceci conduit :

- aux nouvelles règles des fonds propres des banques et des assureurs, qui vont conduire à un freinage du financement des entreprises par les intermédiaires financiers ;
- à l'inquiétude devant les déficits publics, même si les économies sont toujours très faibles, en raison du caractère « non conventionnel », de ces déficits.

La victime de cette forte aversion pour le risque va être l'investissement des entreprises (graphique 6 d plus haut, graphique 8) : les entreprises vont être privées de financement, la demande intérieure va être réduite par les politiques budgétaires restrictives, ce qui réduira encore l'incitation à investir.

