

Impression à partir d'une page du site internet de l'AMF

17 février 2021

## Réunion du Conseil scientifique de l'AMF - 12 janvier 2021

**Le Conseil scientifique s'est réuni 12 janvier 2021. La séance était structurée autour de deux interventions. Pauline Gandré (Université Paris-Nanterre et EconomiX), lauréate 2020 du Prix AMF du jeune chercheur, a présenté un article sur l'existence de pratiques d'arbitrage réglementaire induites par la réforme du marché des dérivés après la crise financière de 2008. De son côté, Luc Arrondel (École d'Économie de Paris) a partagé les premiers résultats de ses travaux ainsi que ses réflexions sur les évolutions récentes de la demande d'actifs risqués en France.**

### **L'arbitrage réglementaire, un effet non désiré des réformes sur les marchés de produits dérivés de gré-à-gré mises en œuvre après la grande crise financière**

Pauline Gandré et ses co-auteurs (Mike Mariathan, Ouarda Merrouche et Steven Ongena) analysent le comportement des grandes banques américaines lors de la réforme des marchés de produits dérivés de gré-à-gré, décidée lors du sommet du G20 de Pittsburgh en 2009, mise en œuvre dès 2010 aux États-Unis par la loi Dodd-Frank et plus tardivement dans d'autres pays.

Les auteurs s'appuient sur des données originales : ils construisent, à partir de données du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board, FSB), un indice qui mesure les progrès réglementaires entre début 2010 et fin 2019, pour chacun des cinq blocs de réforme (reporting des transactions, compensation, négociation centrale, exigences de fonds

propres et appels de marges) dans 18 pays ainsi que dans l'Union européenne. Ces informations sont ensuite confrontées aux données sur les positions de swap de taux d'intérêt des courtiers américains.

Les banques américaines auraient ainsi déplacé jusqu'à 70 % de leurs transactions de dérivés de gré-à-gré à l'étranger entre 2010 et 2015 par le biais de leurs filiales situées dans d'autres juridictions, celles-ci étant soumises à une réglementation du pays d'accueil, généralement moins contraignante que celle des États-Unis. Les juridictions qui ont bénéficié de ces mouvements sont principalement de grands centres financiers ou des pays peu avancés dans les réformes. Leur mise en œuvre progressive a conduit à un rapatriement des volumes aux États-Unis après 2015 mais celui-ci est resté partiel. Les tests économétriques montrent que les flux transfrontières s'expliquent principalement par les différences de réglementation entre juridictions en matière d'obligation de compensation pour les dérivés de gré-à-gré standardisés.

L'hétérogénéité dans la mise en œuvre des réformes, toujours observée en 2019, est donc à l'origine d'un arbitrage réglementaire qui limite leur efficacité. Celui-ci est susceptible d'engendrer une augmentation du niveau de risque global, nécessitant de la part des régulateurs une surveillance des risques émergents, dont celui d'un transfert d'activités vers le shadow banking, ou sur des produits moins réglementés.

Les membres du Conseil scientifique ont unanimement salué la qualité de ces travaux, en particulier leur rigueur méthodologique et caractère innovant des données utilisées. Les discussions ont principalement porté sur les caractéristiques des pays bénéficiaires des flux transfrontières et leur impact en matière de stabilité financière. Des pistes de développement ont à cet égard été évoquées, sous réserve de la disponibilité des données, en particulier : l'utilisation des expositions brutes pour le risque de crédit plutôt que des notionnels bruts, la différenciation entre activités spéculatives et tenue de marché, ou encore l'augmentation du nombre de banques analysées. Les membres du Conseil scientifique se sont également interrogés sur l'impact qu'ont pu avoir le ratio de levier aux États-Unis ou l'augmentation de la part de marché des banques américaines dans le financement corporate en Europe dans la migration des flux de dérivés vers l'Europe au cours de la période sous revue. La question d'un possible mouvement de substitution entre swaps et contrats futures a également été soulevée.

## **La demande d'actifs risqués en France au XXIe siècle**

Luc Arrondel rappelle que, selon les sondages, le taux de détention en direct pour les actions en France a été divisé par deux entre 2008 et 2016, passant de 13,8 % à 6,2 % sur la période, avant d'amorcer un léger rebond depuis 2017. La détention de parts de fonds a suivi la même tendance, alors que la détention d'unités de compte (UC) en assurance vie a

doublé depuis la crise de 2008, passant de 6 % à 12,5 %. L'enquête européenne HFCS (Household finance and consumption survey) permet de mettre en évidence les différences entre pays. De manière générale toutefois, la détention d'actifs risqués par les ménages européens est faible.

L'enquête de l'Insee « Histoire de vie et patrimoine » contribue pour la France aux données HFCS. Cette enquête permet d'étudier la structure du patrimoine des ménages selon les niveaux de revenus et de suivre un échantillon représentatif de la population dans le temps. Les enquêtes de 2014 et 2017 ont eu lieu avant et juste après la réforme sur la fiscalité du capital – flat tax et transformation de l'ISF en IFI – permettent un suivi fin de l'évolution des comportements d'épargne au cours de cette période.

Dans un article co-écrit avec Jérôme Coffinet, Luc Arrondel décompose la détention d'actifs risqués en actions en direct, parts de fonds ou au sein de contrats d'assurance vie en UC. Des régressions permettent de quantifier l'impact des principaux déterminants connus de la détention d'actifs risqués (cycle de vie, niveaux de patrimoine, préférences, anticipations, information). Il apparaît en particulier que les variables subjectives ont une influence forte sur le taux de détention des actions en direct, et moins sur les unités de compte.

Les chercheurs ne parviennent pas à identifier un effet de la réforme fiscale de 2017 sur le taux de détention d'actions en direct. En revanche, les ménages actionnaires ont accru leurs montants de détention, même si une partie de cette augmentation des encours pourrait être liée aux gains de valorisation entre les deux vagues de l'étude. In fine, la part des actions en direct dans le patrimoine financier et le patrimoine global des ménages semble avoir augmenté. L'édition 2020 de l'enquête de l'Insee devrait permettre de donner plus de robustesse à ces premiers résultats. Par ailleurs, la nouvelle vague de l'enquête Pater réalisée en avril-mai 2020 permettra d'étudier l'impact du grand confinement sur les comportements d'épargne. L'étude de l'AMF d'avril 2020 mettant en évidence l'augmentation des achats d'actions en mars 2020, associée à l'épargne forcée accumulée par les ménages pendant le confinement justifie la pertinence du projet.

Luc Arrondel rappelle par ailleurs les principaux travaux empiriques visant à mesurer les préférences des agents économiques vis-à-vis du risque. Selon ses propres recherches, l'aversion au risque d'un individu est un paramètre relativement stable : contrairement à ce qu'avancent certains auteurs, ce n'est pas un changement d'aversion au risque qui explique une modification de la demande d'actions, mais plutôt les perceptions de l'environnement, la confiance dans l'avenir et les anticipations de rendement.

Les membres du Conseil scientifique ont souligné l'importance de ces travaux dans un contexte où les pouvoirs publics cherchent à augmenter l'investissement en fonds propres. Ils se sont notamment interrogés sur les raisons pour lesquelles les variables de rendement

anticipé et du risque associé ne semblent pas avoir d'effet sur la détention d'UC, contrairement à la détention d'actions en direct : les UC, à tort, ne semblent pas perçues par les ménages comme des placements risqués. Une explication pourrait résider dans le basculement observé entre les contrats en euros – dont la baisse de la rentabilité contribue à fragiliser les sociétés d'assurance – vers des contrats en UC, basculement qui pourrait induire un sentiment de fausse sécurité chez les épargnants. S'agissant de l'augmentation récente de la détention d'actifs risqués, l'environnement de taux bas est sans doute un élément explicatif sur lequel la recherche devrait insister. Les membres du Conseil ont par ailleurs souligné l'importance des actions non cotées dans le financement des entreprises et l'épargne des ménages selon les données de la comptabilité nationale. Ces dernières incluent dans le non-coté le private equity et le capital des entreprises familiales, contrairement à l'enquête de l'Insee qui ne prend pas en compte le patrimoine professionnel propre.

Enfin, les membres du Conseil se sont interrogés sur les classes d'actifs vers lesquelles vont se porter les 130 milliards d'euros d'épargne forcée accumulée sur les comptes de dépôt depuis le grand confinement. La demande en actifs risqués dépendra nécessairement du degré de basculement (requalification) de cette épargne forcée en épargne de précaution.

## En savoir plus

- Unintended Consequences of the Global Derivatives Market Reform (Article P. Gandré)
- Unintended Consequences of the Global Derivatives Market Reform (Présentation P. Gandré)
- Unintended Consequences of the Global Derivatives Market Reform (Présentation G. Vuillemeys)
- La demande d'actifs risqués en France au XXI<sup>e</sup> siècle (Article L. Arrondel)
- La demande d'actifs risqués en France au XXI<sup>e</sup> siècle (Présentation L. Arrondel)
- La demande d'actifs risqués en France au XXI<sup>e</sup> siècle (Présentation P. Artus)

## Mots clés

DÉRIVÉS OU PRODUITS STRUCTURÉS

EPARGNE DE LONG TERME

## SUR LE MÊME THÈME

 S'abonner à nos alertes et flux RSS

ARTICLE

DÉRIVÉS OU PRODUITS  
STRUCTURÉS

19 mai 2022

Les Turbos



ACTUALITÉ

CONSEIL SCIENTIFIQUE

26 avril 2022

Prix AMF « Jeune  
chercheur » 2022 -  
Appel à candidature

ACTUALITÉ

CONSEIL SCIENTIFIQUE

22 avril 2022

Réunion du Conseil  
scientifique de l'AMF –  
2 février 2022

Mentions légales :

Responsable de la publication : Le Directeur de la Direction de la communication de l'AMF. Contact :  
Direction de la communication, Autorité des marchés financiers - 17, place de la Bourse - 75082 Paris  
Cedex 02