



MATINALE DE L'AEFR

**La finance non-bancaire : des contours flous,
des risques croissants, un encadrement
réglementaire lacunaire**

AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ
SOUS-GOUVERNEUR



SOMMAIRE

- 1 DES CONTOURS FLOUS
- 2 DES RISQUES CROISSANTS
- 3 UN ENCADREMENT RÉGLEMENTAIRE LACUNAIRE

1

DES CONTOURS FLOUS

LA NBFI : UNE DÉFINITION PAR DÉFAUT

QUELQUES CHIFFRES

Système financier : 486 600 milliards de dollars US **427 820** milliards EUR (dont FR : **19 580** milliards EUR)



Encours mondiaux :

NBFI : x2 en 10 ans (2011-2021)

Fonds d'investissement : x3 en 10 ans

France

NBFI = 33% des encours

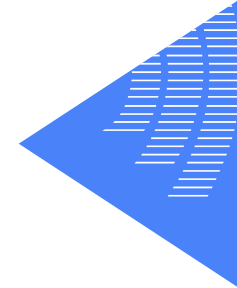
Fonds d'investissement : 15%

Interconnexion des banques et assurances

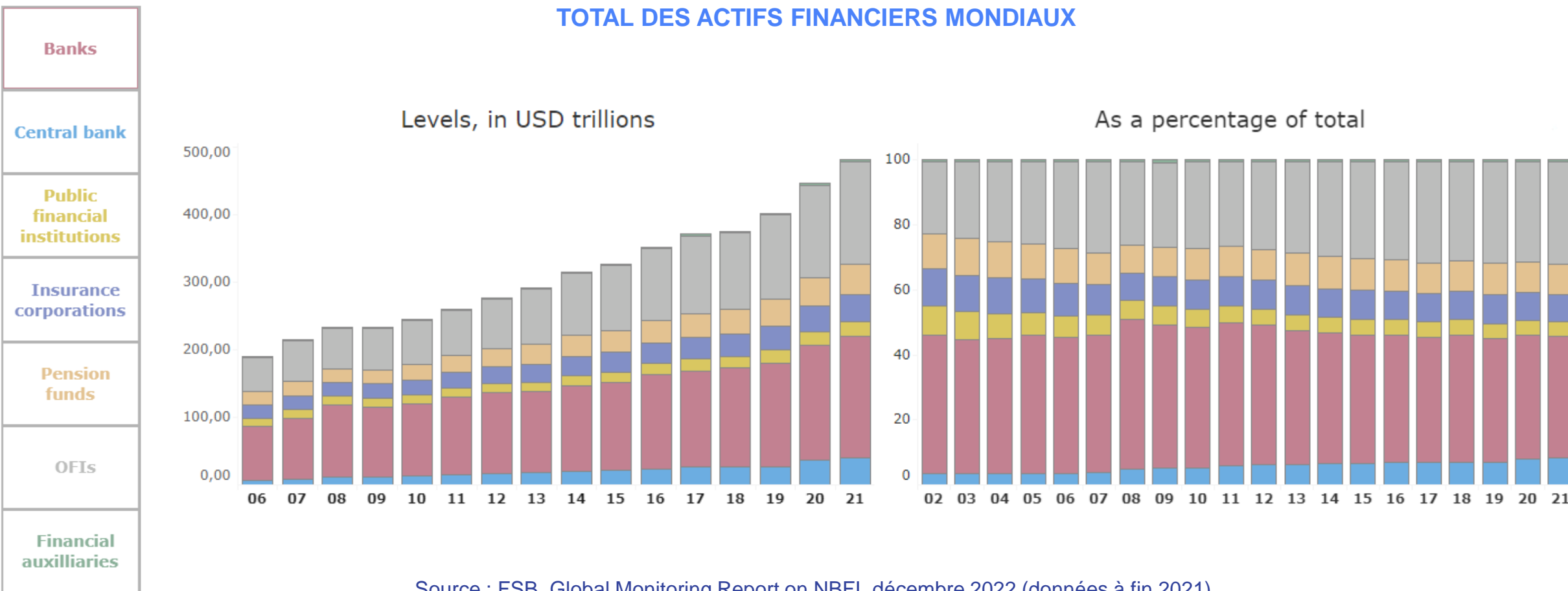
Source : Financial Stability Board, décembre 2021.

* L'approche retenue par le Financial Stability Board, présentée ici, diffère de celle retenue dans le règlement de la Banque Centrale Européenne sur les statistiques monétaires, qui classe les fonds monétaires comme émetteurs de monnaie.

UN SECTEUR EN CROISSANCE



TOTAL DES ACTIFS FINANCIERS MONDIAUX



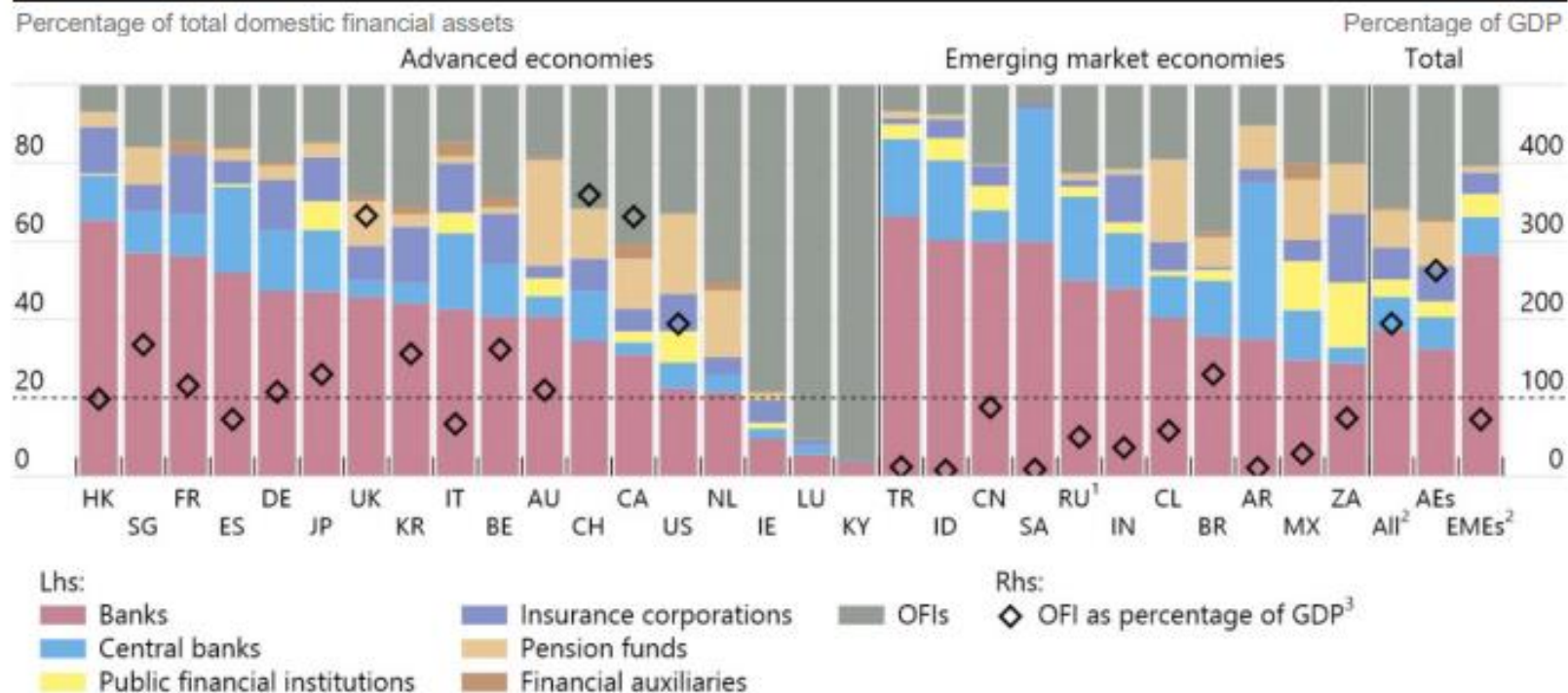
Source : FSB, Global Monitoring Report on NBF, décembre 2022 (données à fin 2021).

DES SITUATIONS VARIABLES SELON LES PAYS

The structure of the financial system differed across jurisdictions, with banks comprising the single largest sector in most jurisdictions

29-Group at end-2021

Graph 1-2



¹ Data for Russia as of 2020. ² Russia not included in aggregates. ³ Jurisdictions with OFI assets greater (lower) than their GDP will be above (below) the horizontal dashed line. The ratio of OFI assets to GDP for the Cayman Islands (280,518), Luxembourg (21,060), Ireland (1,457) and the Netherlands (686) are not shown since they are particularly high compared to the rest of the jurisdictions.

Source: Jurisdictions' 2022 submissions (national sector balance sheet and other data) and 2021 submission for Russia; FSB calculations.

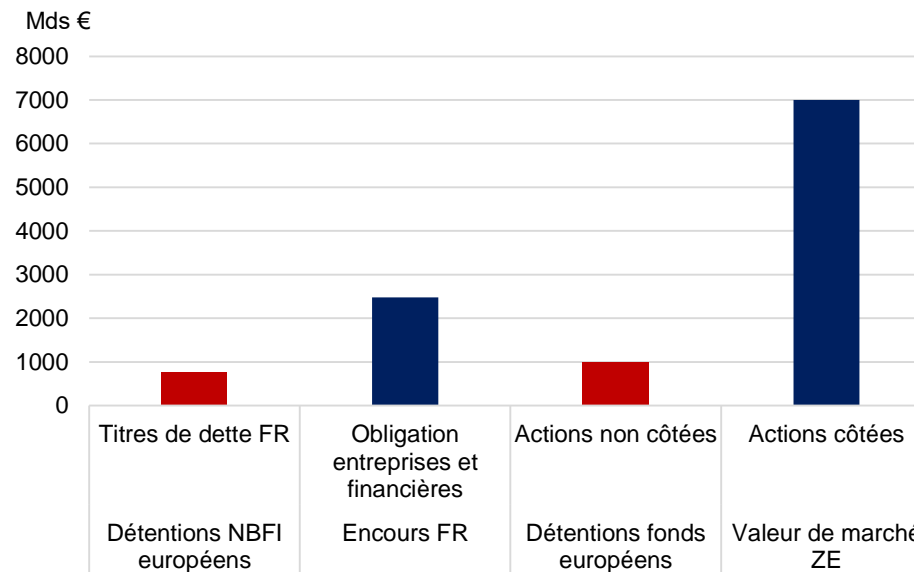
DE NOMBREUX BÉNÉFICES POUR L'ÉCONOMIE, MAIS DES RISQUES IMPORTANTS

- Intermédiation
- Diversification
- Financement de l'économie

- ✓ **NBFI européenne** (assureurs et fonds d'investissement) détiennent 781 Md€ de titres de dette (court terme et long terme) des entreprises FR (au T2 2023, source: BdF), sur un encours total de 2400 Md€ de dettes d'entreprises FR.
- ✓ **Les fonds européens de private equity** (ERS juin 2023) sont valorisés à environ 1000 Md€, à comparer à une valorisation des marchés actions qui oscille entre 6 et 8000 Md€.

(Toutefois les fonds investissent aussi dans des marchés non européens/ les marchés européens ont également des investisseurs non résidents).

CONTRIBUTION DES FONDS AU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE



Sources : Banque de France, Prequin.

Note : Il est difficile de calculer une empreinte des fonds FR ou européens sur ces marchés étant donné les différences de périmètres : les fonds FR investissent dans d'autres marchés que les européens et les marchés européens ont également des investisseurs non-résidents. Le secteur NBFI représente les fonds d'investissement et les assureurs.

2

DES RISQUES CROISSANTS

DE RÉCENTS CHOCS ONT MIS EN ÉVIDENCE D'IMPORTANTES VULNÉRABILITÉS

2020

Mars 2020 : choc de liquidité sur les **marchés obligataires**.

Mars 2021

Chute du *family office Archegos* : 10 Md\$ de pertes pour des banques systémiques, dont 5,5 Md\$ pour Crédit Suisse.

Printemps 2022

Choc sur les marchés de **matières premières** suite à l'invasion de l'Ukraine, appels de marges sur les marchés dérivés.

Septembre 2022

Dysfonctionnements des **fonds LDI** (*liability-driven investment*) au Royaume-Uni, ventes forcées d'obligations souveraines.

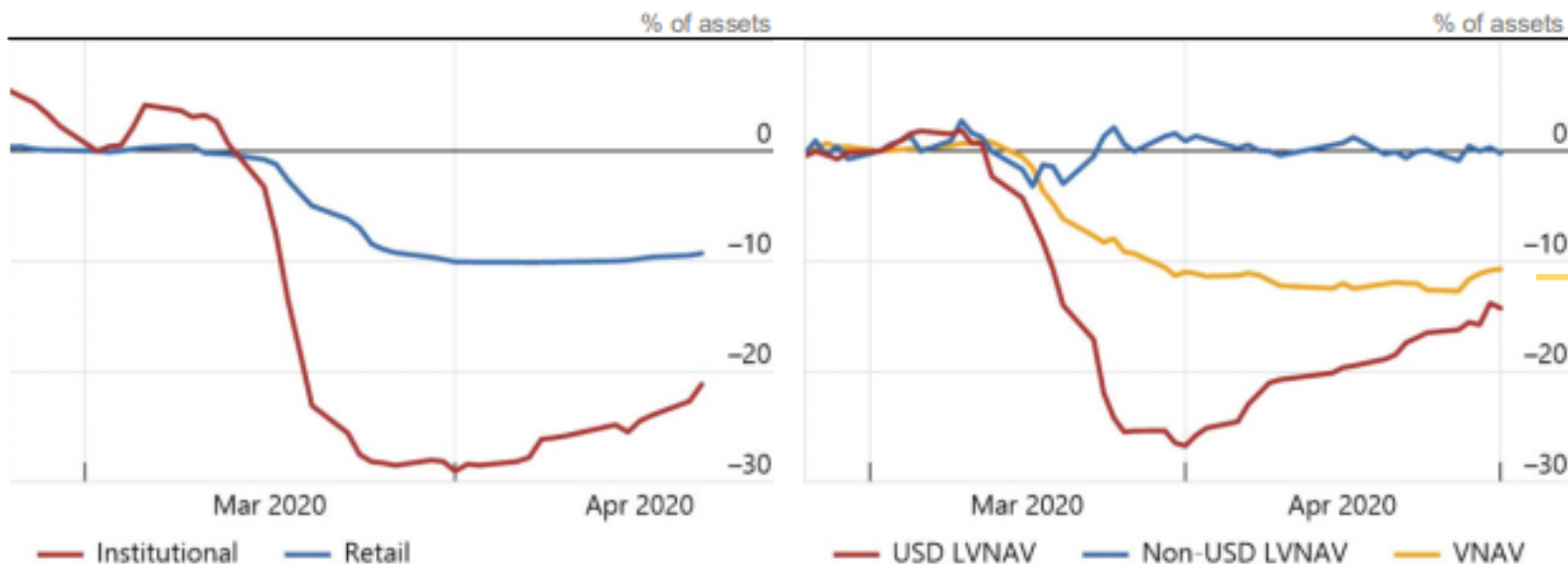
Que nous réserve le futur ?

MARS 2020 : LIQUIDITÉ DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

MMFs flows in the US and Europe during the March 2020 turmoil

US non-government MMF cumulative net flows¹

EU non-CNAV MMF cumulative net flows²



Valeur Nette des Actifs Variable : la valeur des parts s'ajuste à la valeur de l'actif.

The graph shows cumulative net flows as a percent of assets under management as of 28 February 2020. ¹ Institutional refers to publicly-offered institutional prime MMFs in the US. ² MMFs in the EU fall under two broad categories: (1) standard MMFs, which are variable net asset value (VNAV) funds; and (2) short-term MMFs, which are subject to a 60-day limit on the weighted average maturity of their portfolio. Short-term MMFs can be constant NAV (CNAV) for public debt MMFs, and either VNAV or "low volatility" NAV (LVNAV) for non-public debt MMFs.

Sources: Bouveret et al (2022), *Money Market Fund Vulnerabilities: A Global Perspective*, Finance and Economics Discussion Series 2022-012, Board of Governors of the Federal Reserve System.

MARS 2021 : CHUTE D'ARCHEGOS

Family office d'environ 10 Md\$, actif sur les produits dérivés (notamment total return swaps – TRS), avec effet de levier.

Non régulé par la SEC car clientèle supposément familiale.

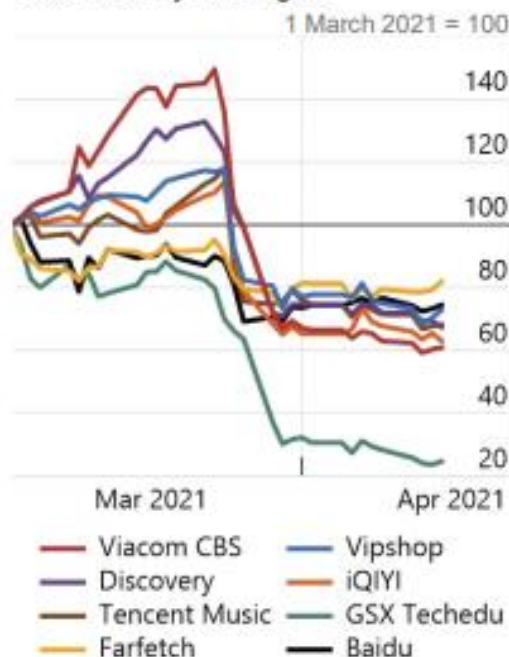
Forte concentration des investissements (tech, médias).

Perte de valeur des actifs → appels de marges des contreparties → défaut Archegos → vente en bloc des actions concernées par les contreparties (Crédit Suisse, Nomura).

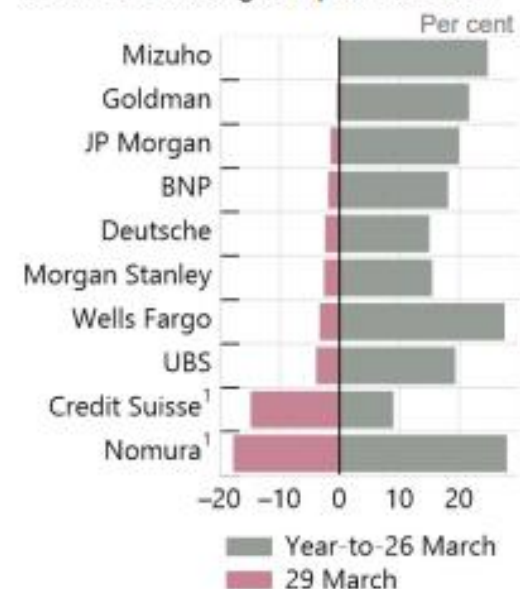
Interconnexion vis les marchés dérivés.

The effects of Archegos's failure

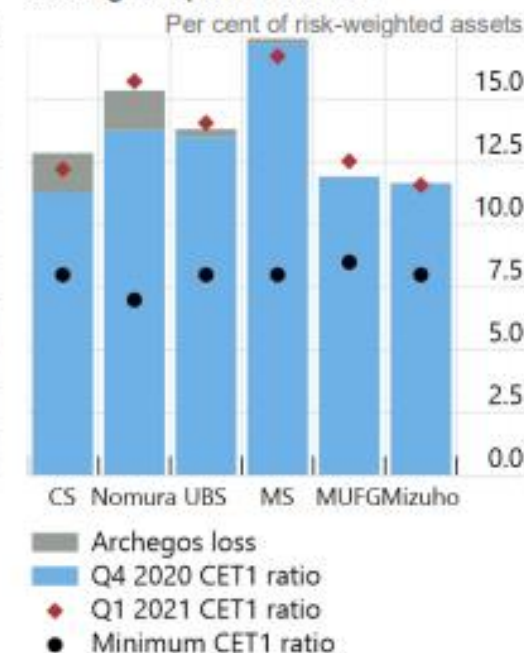
Prices of stocks believed to have been held by Archegos



Change in equity prices of banks that served as Archegos's prime brokers



CET1 ratios of banks that served as Archegos's prime brokers²



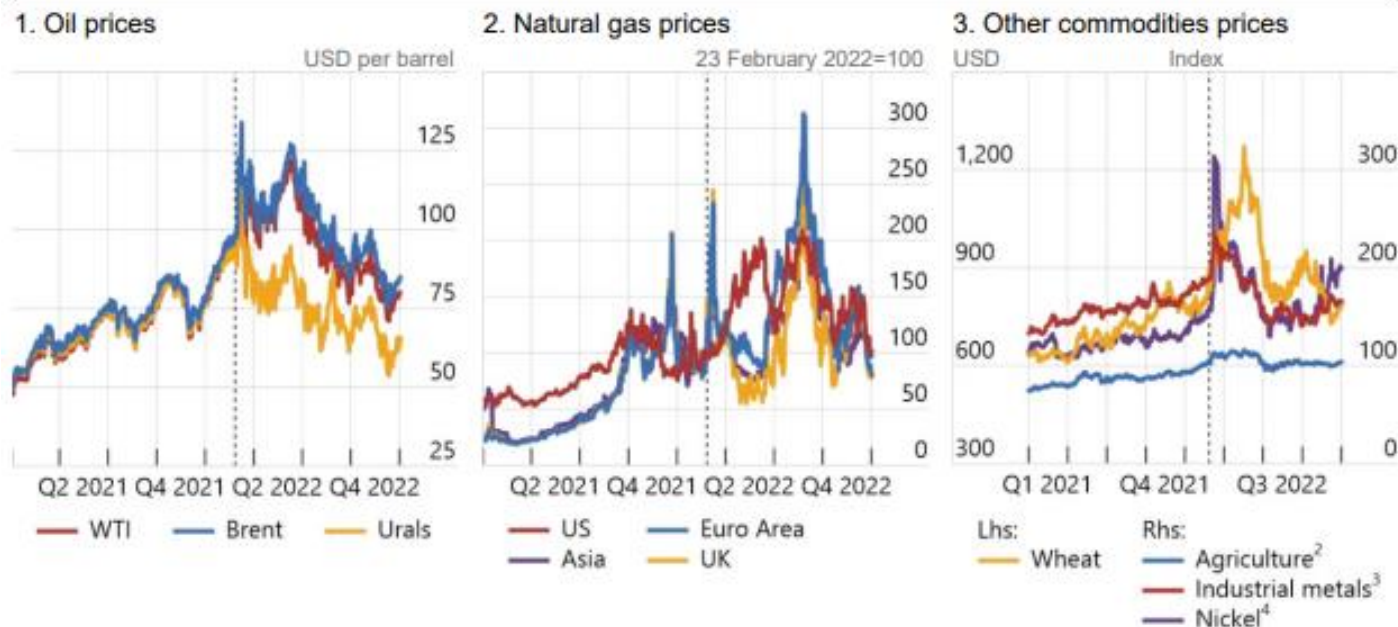
¹ Nomura and Credit Suisse announced on 29 March 2021 that they were facing significant losses from their exposures to Archegos and these losses were subsequently confirmed; other banks that provided prime brokerage services to Archegos exited their position without significant losses. ² The height of the bars shows the CET1 ratio in Q4 2020. The impact of Archegos is the reported loss divided by risk-weighted assets. The minimum CET1 ratio includes the capital conservation buffer and G-SIB buffer, but not the counter-cyclical capital buffer or any Pillar II additions.

Sources: Bloomberg; Datastream; FSB calculations.

PRINTEMPS 2022 : FLAMBÉE DES LES MATIÈRES PREMIÈRES

Selected commodities prices¹

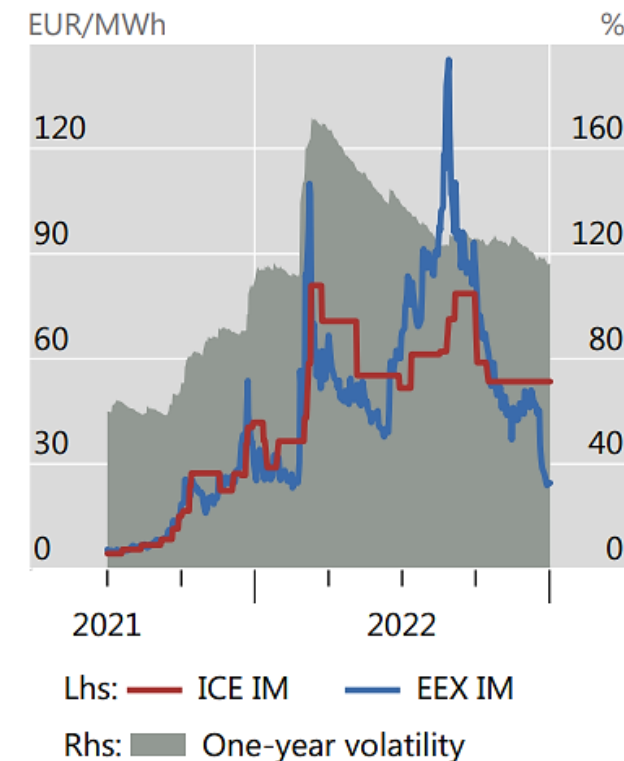
Graph 1



¹ The dashed vertical line indicates 24 February 2022 (start of war in Ukraine). ² Comprises coffee, corn, cotton, lean hogs, live cattle, soybeans, sugar and wheat. ³ Comprises aluminium, copper, nickel and zinc. ⁴ Nickel price is indexed to 100 on 2 Jan 2020.

Sources: Bloomberg; FSB calculations.

C. IM² and volatility³ of TTF futures



Marché à terme du gaz : les marges initiales sont passées de 5€ par MWh au début de 2021 à 145 € pour EEX et de 80 € pour ICE. Les producteurs n'avaient pas suffisamment de liquidités.

→ Aide financière de 19 Md€ à Uniper (gouvernement allemand)

→ Garantie des prêts bancaires aux producteurs pour 47 Md€ (Trésor britannique et BoE).

SEPT. 2022 : FONDS LDI AU ROYAUME-UNI ET « MINI-BUDGET »

Objectif : couvrir l'écart de maturité entre actif et passif. Utilisation du levier (dérivés, repo).

Mécanisme repo : le fonds emprunte sur le marché repo (à court terme) et achète des obligations à long terme. Les taux d'intérêt montent ; la valeur des obligations mises en pension diminue et devient inférieure aux fonds à rembourser. Le prêteur fait un appel de marge pour sécuriser le remboursement.

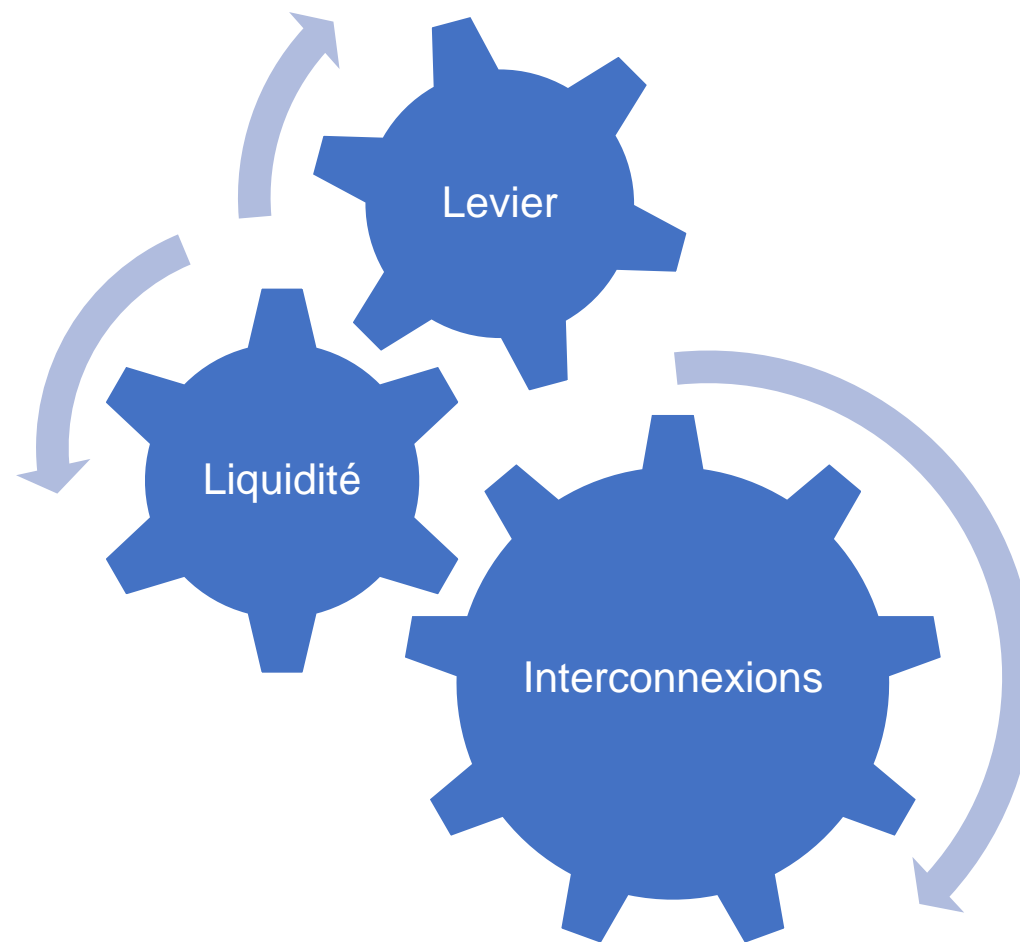
Mécanisme swap : le fonds « échange », pour une certaine durée, les flux d'intérêt sur des obligations court terme (qu'il prête) contre des flux sur des obligations long terme (qu'il emprunte). Avec la hausse des taux, la valeur des flux empruntés diminue ; la chambre de compensation (où s'effectuent les échanges de dérivés) fait un appel de marge pour couvrir le risque que le fonds ne puisse pas racheter les flux d'intérêts courts.

Fin septembre 2022, la hausse des taux obligataires britanniques (jusqu'à 200 pb) a déclenché une **hausse des appels de marges**, pour couvrir le risque de contrepartie, nécessitant des liquidités pour les honorer. Les appels de marges sont décuplés pour les fonds LDI en raison de leur levier élevé.

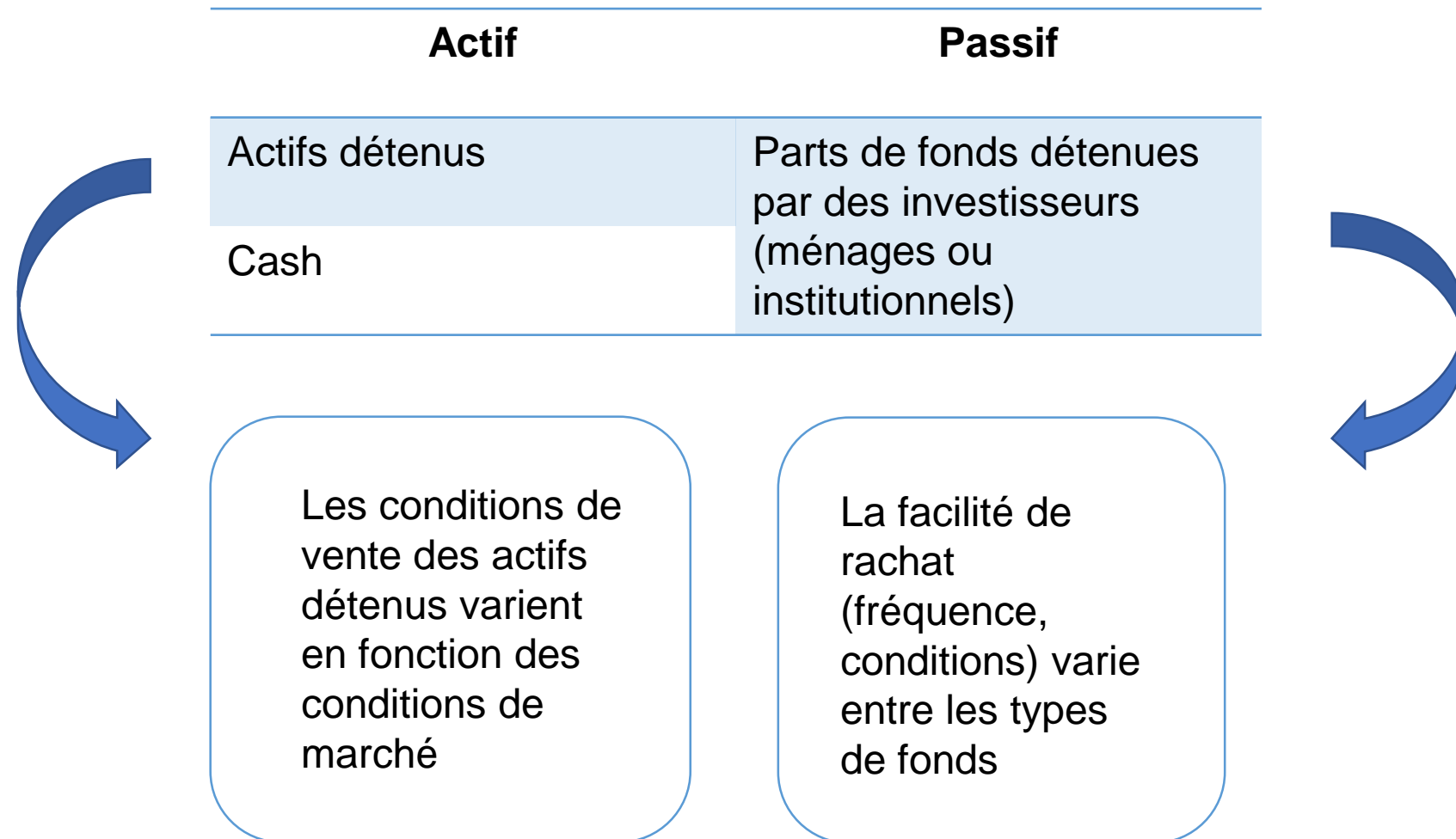
Les fonds LDI ont donc dû **vendre** certaines obligations, notamment des **obligations souveraines de long terme**. Ces ventes concentrées ont largement dépassé la capacité d'absorption du marché et ont accentué le mouvement à la baisse de la valeur des obligations

La BoE est intervenue en achetant des obligations, venant compenser les positions vendeuses des fonds de pension.

LA FABRIQUE DU RISQUE SYSTÉMIQUE



AUX SOURCES DU RISQUE : L'ASYMÉTRIE DE LIQUIDITÉ ENTRE LE PASSIF

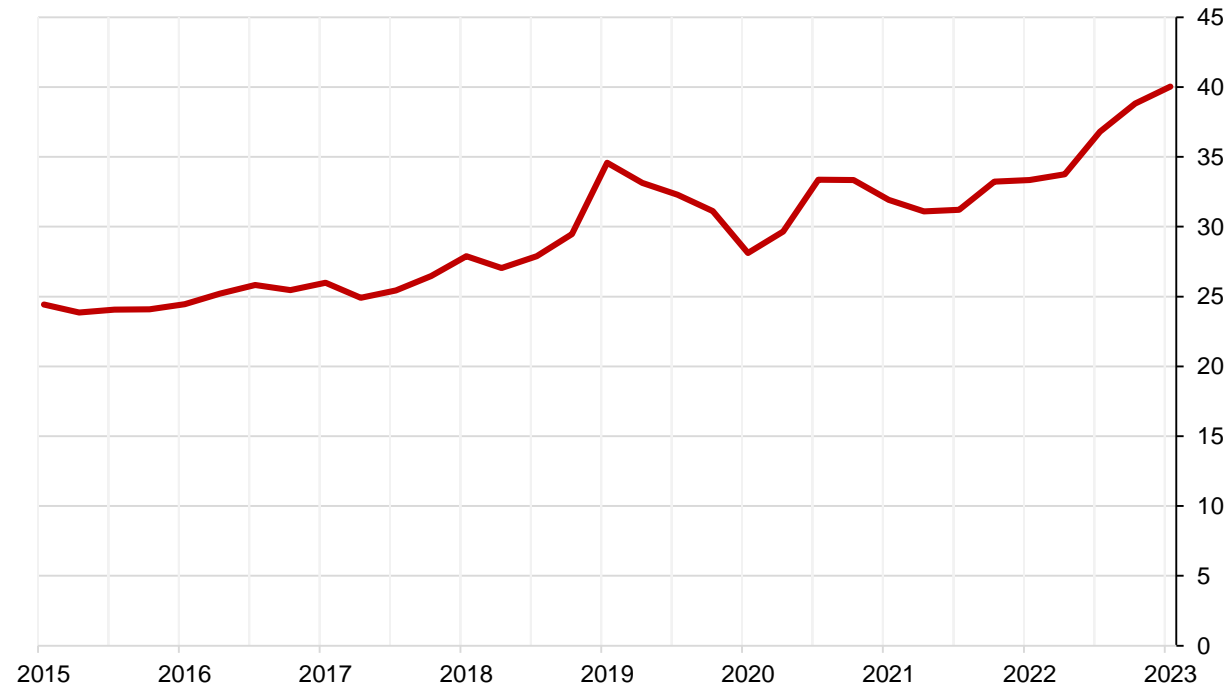


LA SIMILARITÉ ACCRUE DES PORTEFEUILLES DES FONDS CRÉE UN RISQUE SYSTÉMIQUE

SIMILARITÉ DES PORTEFEUILLES DES FONDS MONÉTAIRES

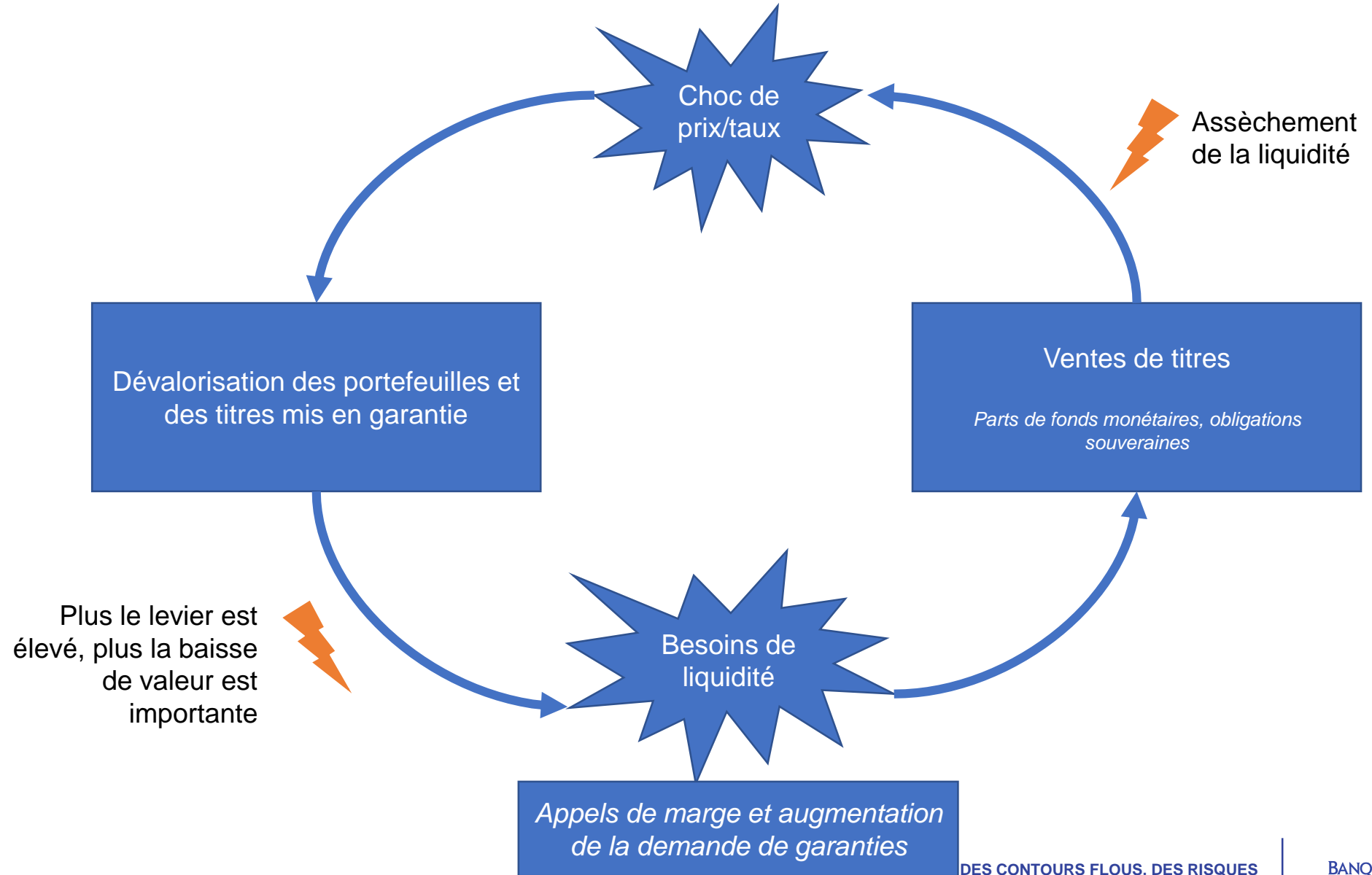
Source : OPC, CSDB, calculs BDF

en % d'actifs entre
deux MMFs



Note : Pour chaque paire de fonds, la part de l'encours similaire (par émetteur) est mesurée entre les portefeuilles A et B (en % de l'actif total).

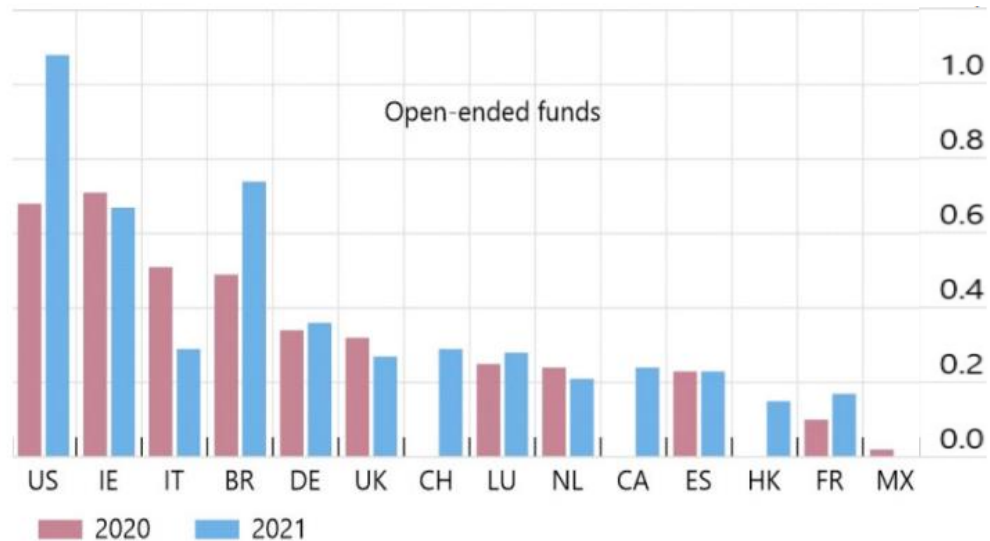
L'EFFET DE LEVIER AMPLIFIE CERTAINES VULNÉRABILITÉS



LES FONDS FRANÇAIS ONT RELATIVEMENT PEU RECOURS AU LEVIER...

... MAIS CERTAINS FONDS ÉTRANGERS Y SONT TRÈS EXPOSÉS

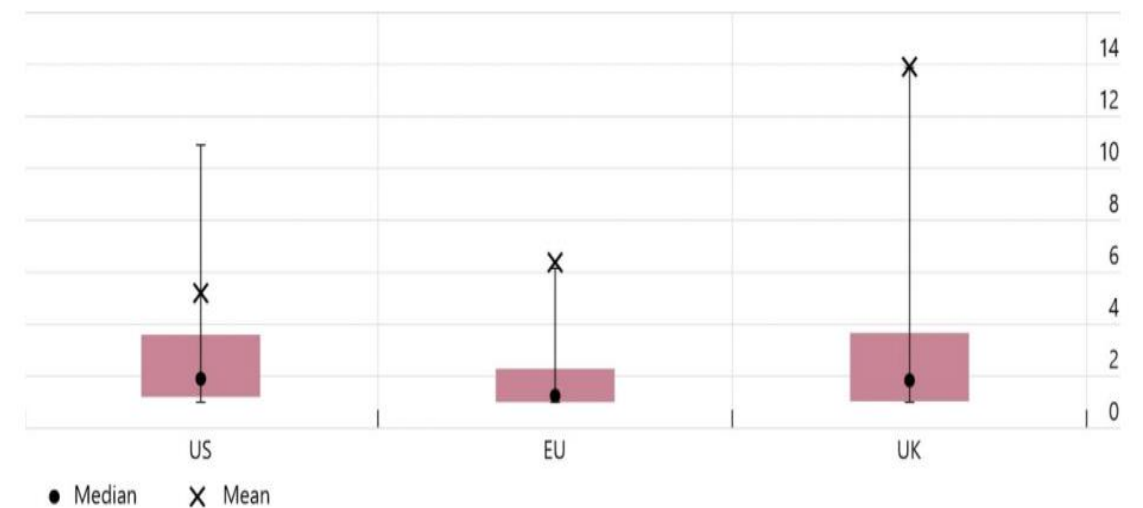
COMPARAISON INTERNATIONALE DU LEVIER
DANS LES FONDS OUVERTS



Source : IOSCO investment fund statistics, FSB.

Note: Levier dit « synthétique » (car obtenu via les dérivés) défini comme le rapport entre l'exposition en notionnel brut (incluant les dérivés de taux) sur la valeur liquidative.

DISTRIBUTION DU LEVIER DES HEDGE FUNDS

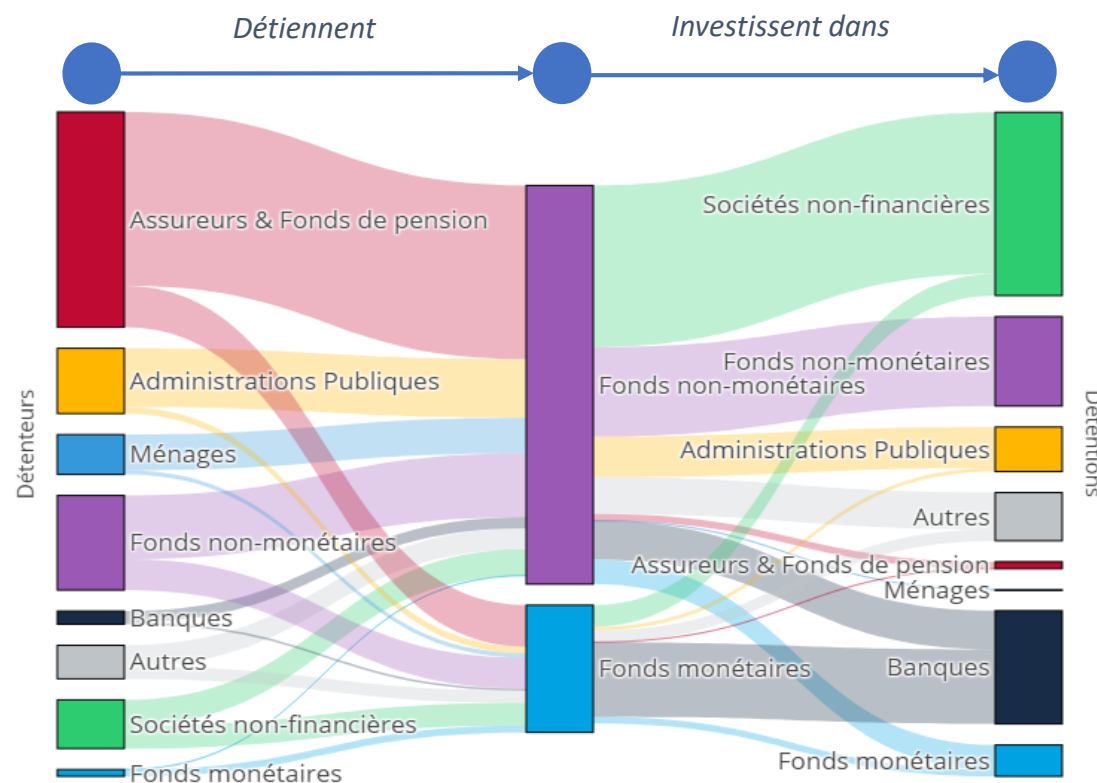


Source : FSB, SEC, UK AIFMD, EU AIFMD. Données à fin 2021.

Note : Le levier synthétique est mesuré comme le ratio entre les actifs sous gestion et la valeur liquidative pour les hedge funds européens et britanniques et entre le notionnel brut (incluant les dérivés de taux) sur la valeur liquidative pour les hedge funds américains.

DE FORTES INTERCONNEXIONS, SUSCEPTIBLES D'AMPLIFIER LES CHOCS

EXEMPLE DES FONDS D'INVESTISSEMENT



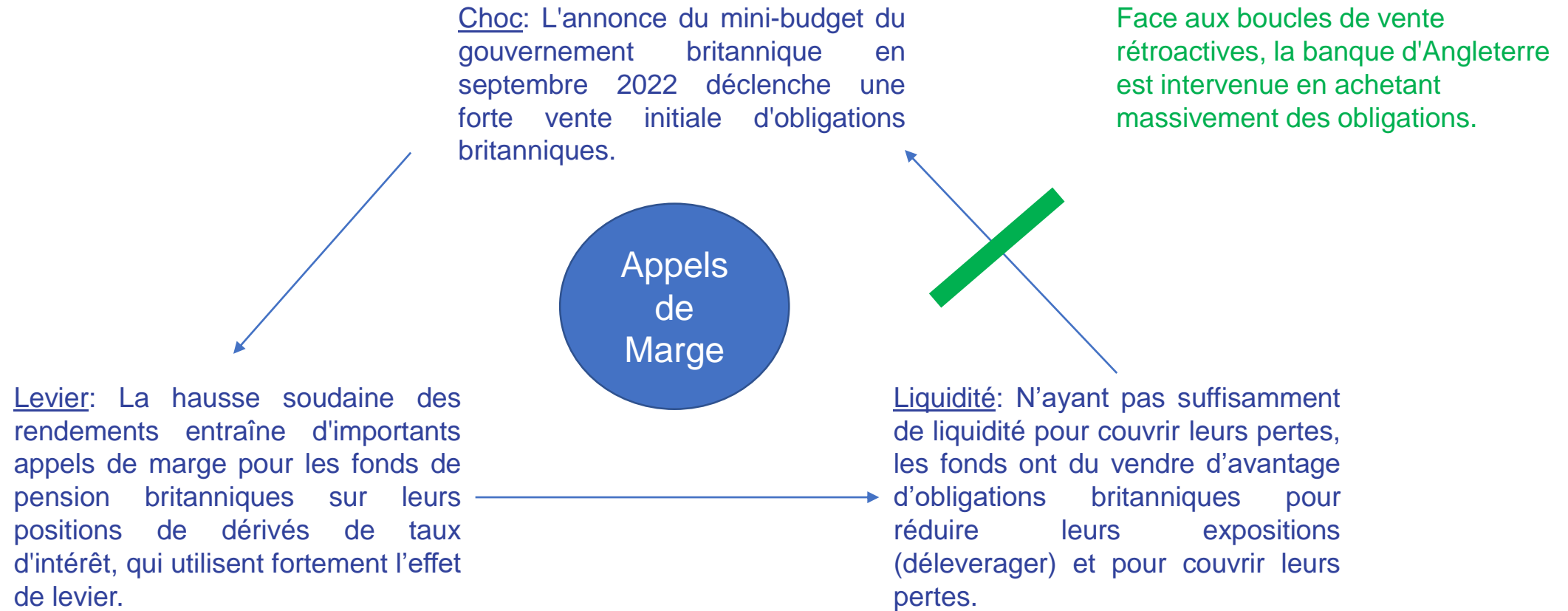
Les interconnexions jouent :

- **directement** via l'exposition au risque de contrepartie ou le retrait soudain de la fourniture de liquidité ;
- **indirectement** via les *fire sales* ou de la perte de valeur du collatéral.

Note : Les rectangles à gauche du graphique représentent les secteurs détenteurs de fonds monétaires et non monétaires (passif, ou investisseurs). Les rectangles à droite du graphique représentent les secteurs émetteurs de titres détenus par les fonds monétaires et non-monétaires (actif, ou investissements).
Source : SHS-S. Les titres conservés en dehors de la zone euro et détenus par des investisseurs non-financiers européens ainsi que les détections de l'Eurosystème sont exclus de la base. Données au Q2 2023 sur les fonds domiciliés en France.

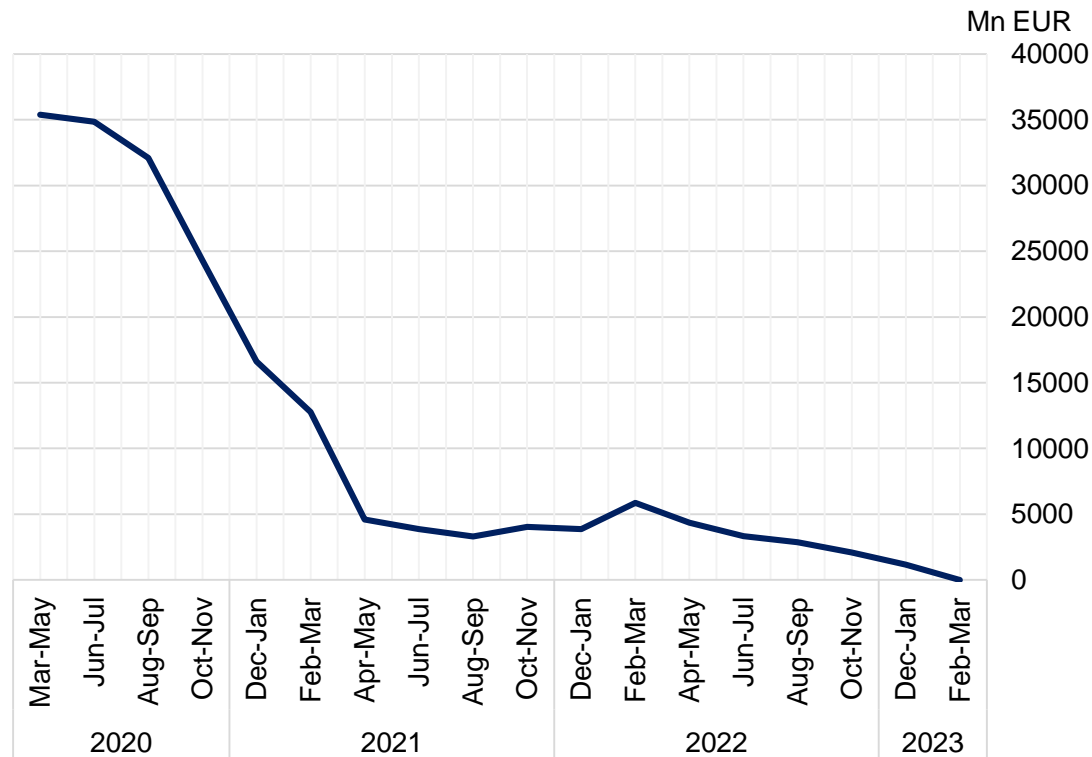
LES APPELS DE MARGES, À LA CROISÉE DU RISQUE DE LIQUIDITÉ ET DU LEVIER

EXEMPLE DU CAS DES FONDS LDI



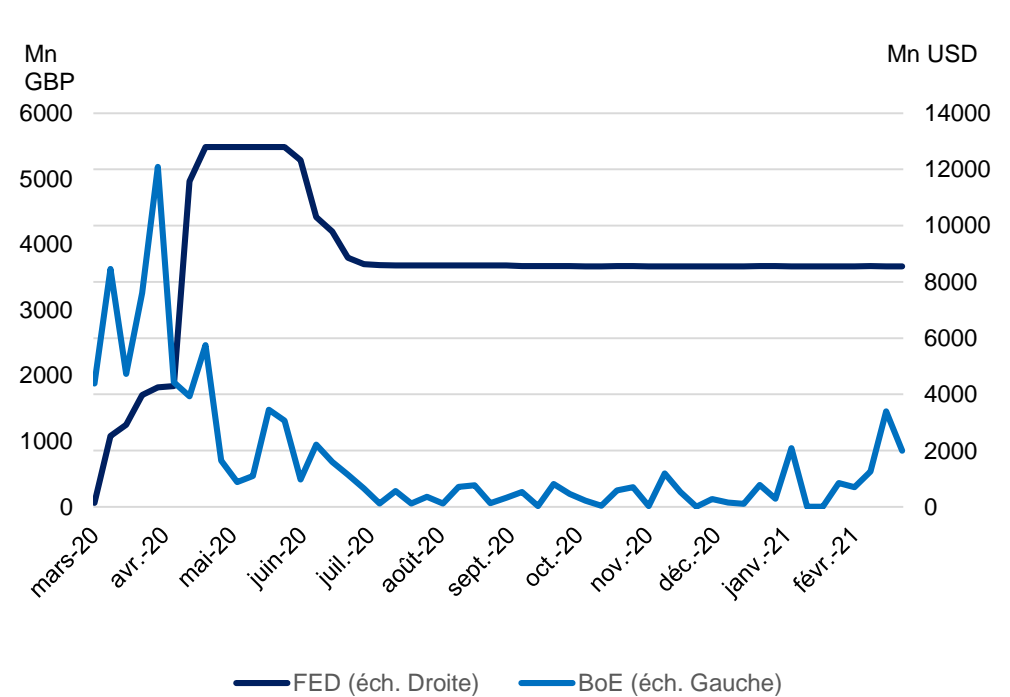
CES CHOCS ONT NÉCESSITÉ L'INTERVENTION DES BANQUES CENTRALES : QUELS RISQUES EN MATIÈRE D'ALÉA MORAL ?

Détentions de *commercial papers* par la BCE dans le cadre du PEPP



Source: BCE.

Achats de CP par la Federal Reserve et la Bank of England



Note: la Bank of England a effectué des achats de CP dans le cadre d'une facilité conjointe avec le HM Treasury, sur le segment primaire. Les données pour la Federal Reserve représentent les achats nets dans le cadre de la Commercial Paper funding Facility II.
Source: FRED, Bank of England.

EN L'ABSENCE D'ENCADREMENT ADAPTÉ...

Transmission des chocs au
reste du système financier

Conséquences pour le
financement de l'économie

Risque d'aléa moral
important si les entités se
reposent sur les
interventions des banques
centrales

► Nous avons tiré des leçons de la crise financière de 2008 en reconnaissant la dimension systémique des banques.
Ne pas attendre la prochaine crise pour prendre pleinement conscience de celle de la NBFi.

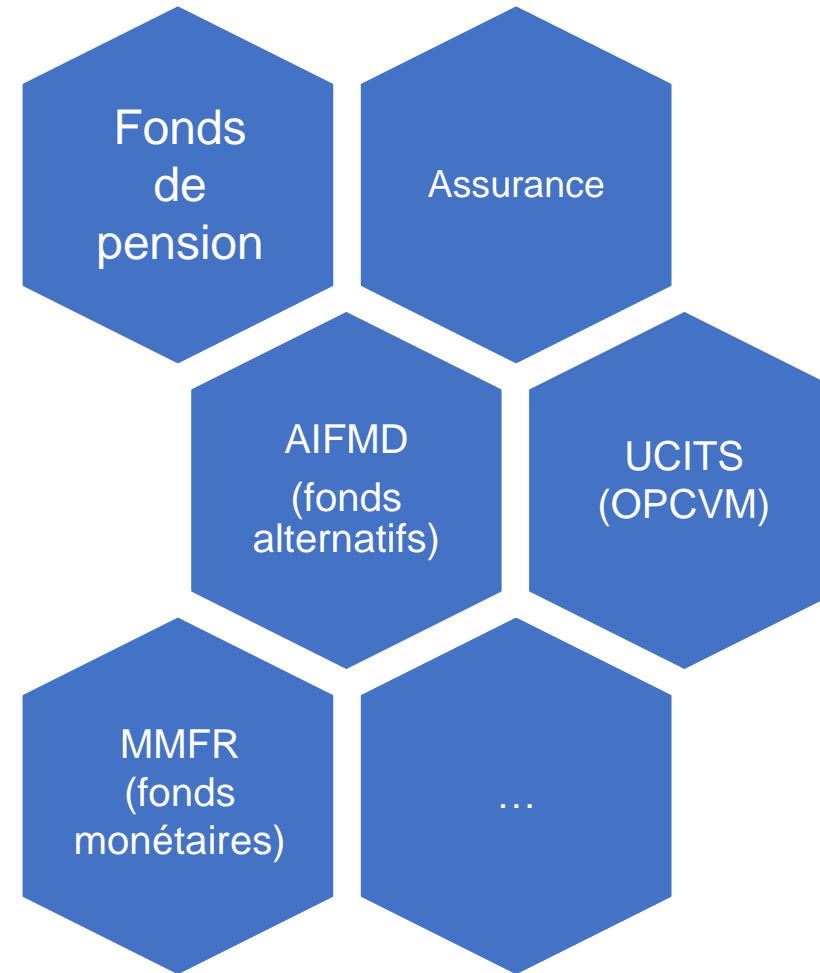
3

UN ENCADREMENT RÉGLEMENTAIRE LACUNAIRE

LES BASES DU CADRE RÉGLEMENTAIRE POUR LA NBFi SONT DÉJÀ POSÉES

- Coussins de liquidité (fonds monétaires)
- Alignement de la liquidité offerte aux investisseurs sur la liquidité du portefeuille (fonds alternatifs)
- Outils de gestion de liquidité (ajustement des prix -*swing pricing*, outils anti-dilution) (fonds d'investissement)
- Limitation du levier
- Limites de concentration de l'actif (OPCVM)

→ **microprudentiel**

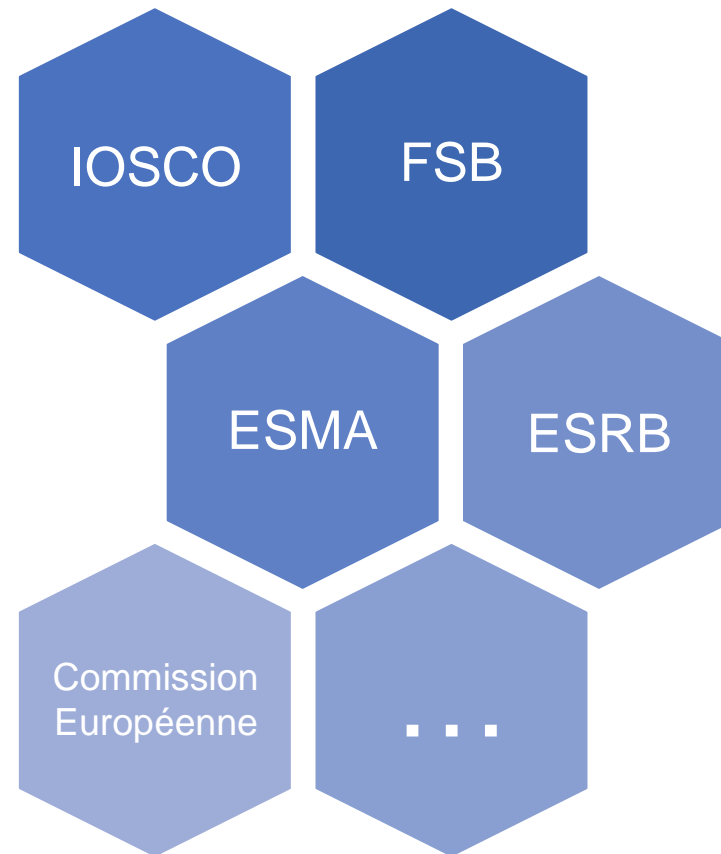


CEPENDANT, LES OUTILS EXISTANTS N'ONT PAS PERMIS DE CONTENIR LES RÉCENTS CHOCS

QUELQUES EXPLICATIONS :

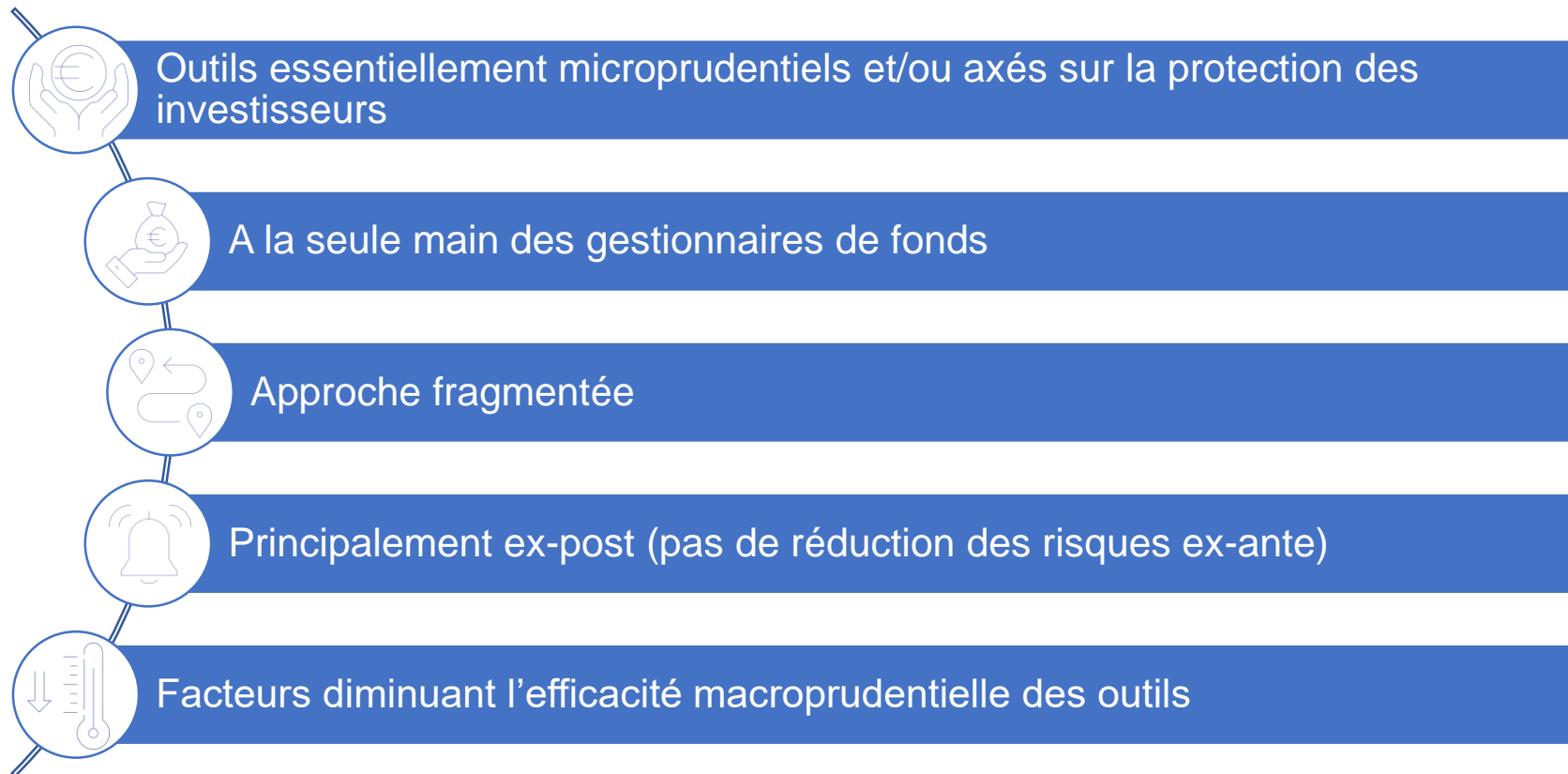
- ▶ Absence de prise en compte des comportements collectifs (ex. avantage au premier sortant)
- ▶ Mauvais alignement des incitations (ex. pas d'utilisation des outils de gestion de la liquidité en mars 2020 car peur du stigmatisme ; pas d'utilisation des coussins de liquidité)
- ▶ Manque de préparation des acteurs de marché face aux pics d'appels de marges (procyclicité)
- ▶ Lacunes dans les données disponibles (ex. expositions cachées d'Archeegos)

SUITE AU CHOC DE MARS 2020, DE NOMBREUX TRAVAUX ONT ÉTÉ ENGAGÉS POUR COMBLER CES LACUNES...



LE DÉVELOPPEMENT D'UN CADRE MACROPRUDENTIEL EST NÉCESSAIRE

PRINCIPAUX PROBLÈMES IDENTIFIÉS :



CONCLUSION

Les vulnérabilités des entités de la NBFi constituent une préoccupation croissante pour les autorités. Celles-ci doivent être traitées par la mise en place de mesures adéquates, de façon harmonisée au niveau international.

Cependant, les travaux conduits jusqu'à présent se sont concentrés sur des mesures axées sur la protection des investisseurs ou microprudentielles, l'activation de certains outils étant à la discrétion des fonds.

→ Une approche macroprudentielle, incluant potentiellement des outils à la main des autorités, reste à définir.

