

Innovation

Vers un PEL du futur

Le PEL bénéficie à l'économie en transformant des ressources courtes en emplois longs. Malgré le déséquilibre introduit par la nouvelle réglementation, l'expérience des banques françaises dans la gestion de ce produit sophistiqué peut leur servir à construire un PEL déréglementé à vocation européenne.

DE PAR SA NATURE LE PEL, excellent outil bancaire de collecte et de fidélisation de la clientèle, est essentiellement un dépôt. Pour la banque, en situation habituelle, la proportion des dépôts convertis en emprunts est relativement faible de sorte que le solde de trésorerie du portefeuille de PEL est très largement positif; ce produit est donc en substance une source de financement que l'établissement réutilise à long terme. La banque fige sa marge sur son portefeuille de PEL avant même d'avoir recueilli les capitaux concernés; c'est dans le cadre d'une gestion prudente qu'elle place sur le marché les ressources excédentaires attendues dès l'origine de la strate¹ mensuelle (on parle de couverture forward).

LE PEL EST UN DÉPÔT QU'IL FAUT COUVRIR DÈS L'ORIGINE

De plus, grâce à ses calibrages internes basés sur les comportements observés au sein de sa clientèle, la banque définit le portefeuille d'options dont l'acquisition lui permettrait de faire face à l'optionnalité du PEL, c'est-à-dire à la faculté laissée aux clients de réaliser des emprunts en nombre et montants dépendants de facto des niveaux de taux du moment.

À défaut d'agir ainsi, la banque se trouverait en risque de taux; elle ne peut négliger de mesurer ce risque et de mettre en place des couvertures adéquates. Un défaut de couverture anticipée peut détruire, nous l'avons constaté sur d'anciennes générations, plus de 50 % de la marge potentielle (graphique 1).

Seul cet excédent de ressources constitue l'intérêt économique du produit pour l'établissement bancaire, puisqu'il lui permet d'obtenir une bonne rétribution, soit sous forme de réemplois en crédit, soit en placements de marché.

La situation actuelle illustre bien l'optionnalité interne du produit. Le taux de la génération active (4,5 %) est trop élevé par rapport au marché, de sorte que le PEL attire des encours d'épargne toujours plus importants, tandis que les clients, arbitrant pour des emprunts immobiliers à taux du marché, se détournent des emprunts PEL. Le bilan des banques est donc aujourd'hui enrichi d'une épargne PEL supplémentaire qui provient plus des mécanismes de ce produit que de la volonté commerciale des établissements.

Il n'en faut pas déduire que les banques accumulent ici des ressources dont elles n'ont pas l'usage, le marché immobilier n'étant pas inactif et les concours qui ne sont pas accordés sous forme de PEL le sont sous forme de prêts immobiliers classiques. En liquidité, le résultat est le même; en rentabilité, les clients ont fort pertinence arbitré contre les banques, choisissant le taux d'emprunt qui les avantage.

Pour poursuivre ce même raisonnement, les banques versent aux détenteurs des PEL à 6 % une

rémunération bien supérieure au marché, sans pour autant bénéficier des crédits à 7,25 % qui en auraient été la contrepartie.

LA MARGE N'EST PAS CONSTANTE

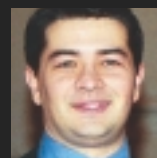
Pourtant, même pour un établissement pratiquant ce type de couverture dès l'origine de chaque strate, la marge réalisée peut varier pour chacune des strates de la génération active, du fait d'un deuxième risque, le «dcalage de taux».

La marge ne s'analyse pas directement par lecture de l'écart entre les taux de prêts et de dépôts de la génération, elle provient essentiellement du placement sur le marché des excédents de ressources. Elle s'obtient à l'aide d'un outil de calcul des marges (ou *pricer*) qui permet d'établir cette rentabilité en tenant compte des options implicites du produit.

En situation « normale », c'est-à-dire en début de génération lorsque l'État a fixé un taux réglementé bien calibré par rapport au marché, la marge potentielle pour la banque sur une strate mensuelle est, selon nos calculs, de l'ordre de 120 points de base, prix de la couverture optionnelle comprise². Au fil du temps, cette marge optimale peut



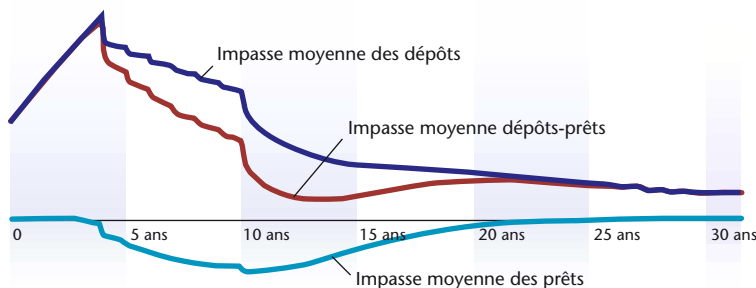
FRANÇOIS LE CORFEC
Directeur
Almagest Conseil



LAURENT DONNADIEU
Ingénieur financier
Almagest Conseil

1. Représentation des encours attendus sur une strate mensuelle de PEL

Impasses moyennes des dépôts et des prêts sous simulations stochastiques



être altérée, pour la strate apparaissant un mois donné, du fait d'un « décalage des taux » à la baisse, puisque les placements réalisés par la banque s'établissent à un prix inférieur. Sur 230 milliards d'euros, volume de dépôts PEL de la place en 2003, et en supposant que cette marge pourrait être obtenue sur toutes les générations, le résultat brut d'exploitation potentiel issu d'une bonne gestion serait de 2,8 milliards d'euros par an.

Cette gestion n'est pas dans le seul intérêt des banques. C'est l'ensemble de l'économie qui bénéficie d'une bonne efficacité des établissements à transformer les ressources courtes de chaque déposant en emplois longs qui financent l'économie à long terme, ce qui lui apporte la stabilité. Les banques prennent un risque en agissant ainsi, celui de voir les clients reprendre leurs dépôts plus tôt que prévu ; la marge réalisée par la banque rémunère ce risque et permet de l'assumer.

NOUVELLE RÉGLEMENTATION : QUELLES PERTES POUR LA BANQUE ?

Avec la nouvelle réglementation, n'ouvriront un PEL que les épargnants ayant effectivement l'intention de recourir à un emprunt. De ce fait, le matelas de sécurité représenté par les dépôts des épargnants purs qui ne souscriraient plus de PEL, soit 50 à 60 % des encours si l'on reprend la pro-

portion des « bons frères » sur les PEL classiques, ne jouera plus son rôle si considérable en faveur de la rentabilité financière des portefeuilles de PEL dans les banques.

Ne devraient rester sur le PEL que les « mauvais frères » qui, par définition, exerceront leurs droits à prêt. Ceci aura pour effet de réduire la durée moyenne de dépôts sur les PEL, donc la marge de la banque. De plus, si le taux de rémunération hors prime d'État est calibré suffisamment haut, des épargnants purs placeront quand même des dépôts sur le PEL, mais pour les déplacer aussitôt qu'une nouvelle génération sera lancée à un taux supérieur.

Ce comportement empêché hier par l'effet de seuil de la prime d'État, versée seulement après quatre ans, ne sera plus freiné demain.

Les établissements français se retrouveront alors avec plus de risques et moins de marges. Il sera de leur intérêt de ne plus vendre ce produit qu'avec précaution, en adaptant leurs couvertures à la nouvelle situation : terme raccourci, optionalité plus violente, marge réduite, capacité de transformation plus faible. L'équilibre actuel entre épargne et financement de l'économie est modifié par cette réforme qui va, de fait, plus loin que l'objectif recherché de mieux diriger la subvention de l'État vers le secteur du bâtiment.

Car les banques seront exposées à plus de volatilité sur les dépôts et plus de conversion sur les prêts. Faut-il modéliser possible des nouveaux PEL, les banques doivent se couvrir prudemment, en réduisant le terme des placements *forwards* et augmentant la part d'options prises pour faire face aux emprunts potentiels en surnombre. De ce point de vue, ce changement, en rendant caduques les modélisations antérieures, fait perdre de la valeur au système bancaire français en y accroissant la part de risque non maîtrisé. Nos simulations montrent que la diminution de la marge pourrait être de l'ordre de 40 points de base par réduction des termes de remplacement dont 20 points de base de coûts optionnels supplémentaires (aux conditions de marché présentes).

OÙ IRONT LES ÉPARGNANTS PURS ?

Au regard de la hiérarchie présente des taux réglementés³, on peut supposer qu'une part d'entre eux arbitrera en faveur du Livret A (au taux de 3 % aujourd'hui, contre 3,21 % sur un PEL ramené au taux banque hors prime d'État, et seulement 2,94 % après CRDS et CSG),

“La réforme aura pour effet de réduire la durée moyenne de dépôts sur les PEL, donc la marge de la banque.”

réduisant d'autant les ressources des banques (hors Caisses d'épargne et La Poste), et augmentant notablement la volatilité du système bancaire français. En effet, la durée moyenne de dépôt sur un Livret A est, selon nos calculs, de l'ordre de sept ans, tandis qu'elle est de douze ans et demi sur un PEL.

Par comparaison avec les marges théoriques actuelles sur les PEL de 2,8 milliards d'euros, la

2. Un PEL déréglementé ?

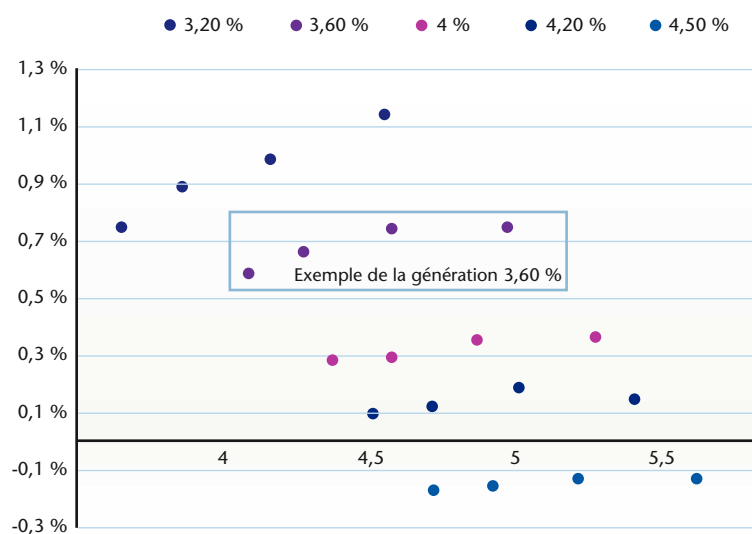
Nous présentons ici quelques simulations de ce que pourrait être une gamme de « PEL déréglementés » à la française, diffusés sur l'ensemble de la CEE. Nous déterminons quelle serait la marge de l'établissement par simple application du modèle calibré sur la proportion présente d'épargnants et d'emprunteurs, dans les conditions de marché actuelles.

Pour lire le premier tableau ci-dessous, retenons l'exemple de la colonne 2 : alors que selon la nouvelle législation, la génération actuelle à 4,50 % rémunérera les épargnants purs à 3,21 % (taux banque), nous proposons par exemple de créer un PEL déréglementé laissant une marge de 75 points de base pour la banque en offrant une rémunération à 3,60 %, qui attirera les déposants purs, et en proposant un taux d'emprunt à 4,96 % (soit 240 points de base au-dessus du taux banque de 2,56 %), dont on peut penser qu'il sera, du fait de la sélection de la clientèle, peu exercé.

Ces mêmes informations sont reprises dans le second tableau, qui indique la marge réalisée par la banque sur une génération donnée, en fonction du taux de prêt retenu.

Rentabilité potentielle d'une génération en fonction des taux d'épargne et de prêt

Taux prêt/génération	3,2 %	3,6 %	4 %	4,2 %	4,5 %
Taux banque	2,14 %	2,56 %	2,86 %	3 %	3,21 %
+150 bp	0,75 %	0,58 %	0,28 %	0,09 %	-0,18 %
+170 bp	0,89 %	0,66 %	0,29 %	0,12 %	-0,16 %
+200 bp	0,98 %	0,74 %	0,35 %	0,19 %	-0,13 %
+240 bp	1,14 %	0,75 %	0,36 %	0,15 %	-0,13 %



place connaîtrait alors un manque à gagner de 0,7 milliard d'euros, les marges se répartissant ainsi :

- marge sur les dépôts PEL : 1 milliard d'euros,
- marge sur les encours venant des PEL et réorientés vers le Livret A (pour lesquels nous considérons que la marge bancaire est de l'ordre de 100 points de base) : 1,1 milliard d'euros.

Pour compenser cette perte économique, les établissements bancaires seront probablement amenés à augmenter leur marge sur les prêts, ce qui amènerait un renchérissement du crédit et probablement une réduction du nombre d'emprunts contractés, avec un effet sur l'immobilier et le bâtiment. On retrouve la relation entre le financement de l'économie et l'efficacité de la transformation, issue de la stabilité des ressources bancaires.

Dans les discussions que les banques tiennent avec l'État pour la mise en œuvre de cette modification réglementaire, elles pourront chercher à maintenir ce qui fait du PEL un outil de ressources longues, pour continuer à jouer leur rôle de transformation, au plus grand bénéfice de tous. L'État peut raisonnablement accepter de réduire le taux payé à un épargnant sortant du PEL avant la période de quatre ans, offrant ainsi une première barrière à la volatilité. La prime d'État peut devenir remboursable en cas de remboursement anticipé du prêt durant ses deux premières années.

Enfin, la hiérarchie des taux réglementés doit maintenant être pensée en fonction des nouvelles contraintes du PEL. Si le taux d'épargne est trop élevé, le produit sera trop cher pour les banques ; s'il est trop faible, il ne contiendra plus assez d'épargnants purs pour être rentable. Il y a donc pour le Trésor un savant dosage à trouver, qui ne peut se faire aujourd'hui qu'en utilisant un modèle de simulation des taux, et en cadrant l'ensemble des taux réglementés en fonction des taux de marché.

Les banques ont aussi un rôle à jouer. Bien sûr, il faut maintenir autant que possible le schéma du PEL, outil d'épargne vertueuse encouragée par l'État. Mais ce produit typiquement français n'a aucune raison de rester confiné dans l'Hexagone. Il serait regrettable qu'un produit connaissant une telle sophistication, et potentiellement rentable pour les établissements bancaires, ne soit pas utilisé pour permettre aux banques françaises de conquérir des parts de marché à l'extérieur de leur base installée, en utilisant leurs avantages concurrentiels : modélisation connue, chaînes informatiques et organisations en place.

A LA CONQUÊTE DE NOUVELLES PARTS DE MARCHÉS

Dès lors qu'une banque française dispose d'un outil de gestion fiable du risque optionnel (i.e. un modèle calibré sur l'ancien PEL), elle peut dimensionner et proposer ce produit dans toute l'Europe, accroissant ainsi ses capacités de collecte. Bien sûr, cela pose de nombreuses questions pratiques sur la distribution de crédits hors de ses bases, mais ces questions font précisément l'objet d'alliances, sujet hors du cadre de cet article.

En termes techniques et marketing, les banques peuvent créer un PEL du futur sans intervention publique : un produit d'épargne convertible en emprunt, en calibrant de façon précise les taux des phases d'épargne et de crédit pour rendre l'ensemble attractif, hors subvention, c'est-à-dire en imaginant que la banque paye l'ensemble du taux des dépôts sans percevoir la prime d'État. Le but en France sera de répondre aux besoins d'une clientèle segmentée, les futurs emprunteurs allant sur les PEL réglementés et bénéficiant de la prime d'État, les épargnants purs allant sur un PEL déréglé, sans prime d'État, mais calibré par la banque pour préserver sa marge.

L'expérience acquise en réseau bancaire confirme que l'épargnant pur comme l'emprunteur potentiel souscrivent un PEL par référence au taux du dépôt plus qu'à celui du prêt. Cela autorise l'établissement à augmenter le taux du prêt sans grand dommage commercial, ce qui éviterait de perdre une part de la marge en phase de prêt et tout au moins en réduirait fortement le risque.

Un établissement financier qui devrait payer lui-même la prime d'État à tous ses déposants sur la génération actuelle peut espérer, d'après nos calculs, continuer à gagner 30 points de base sur l'ensemble de ses dépôts (couvertures optionnelles comprises). Il est possible d'améliorer cette marge en créant un produit spécifique basé sur la connaissance du PEL établie par les banques. Il faut pour cela utiliser à rebours les outils internes de *pricing* des banques afin de calibrer une génération à la fois rentable pour la banque et intéressante pour le client (*encadré 2*).

Il y a donc dans le bon vieux PEL à la française une certaine place pour l'innovation. Les banques françaises qui sauront mettre à profit leur avantage concurrentiel, la connaissance des comportements de leurs clients, peuvent trouver un nouveau dynamisme sur le marché de l'épargne logement en Europe, au-delà des changements réglementaires initiés en France. L'effort de créativité est encore à faire, et sans doute faut-il construire des solutions pratiques encore à trouver, mais les outils techniques existent et l'enjeu n'en vaut-il pas l'effort ? ■

1 On nomme strate l'ensemble constitué de tous les PEL ouverts dans un établissement un mois donné, par exemple l'ensemble des PEL ouverts en mars 2003.

2 Le calcul de marge sur le PEL étant particulièrement détaillé, il ne peut être exposé ici. Tous les éléments constitutifs de la marge d'une génération ont été pris en compte, capitalisation sur la prime d'État, versements exceptionnels, optionnalité en phase épargne comme en emplois, etc. Cette valorisation est assez stable dans le temps, à condition d'être calculée en situation « normale ».

3 A la date de rédaction de cet article, soit le 7 mars 2003.