



Rapport Paris EUROPLACE

« Financement des Entreprises et de
l'Économie Française : pour un retour vers une
croissance durable »

Rapport du Groupe de travail FINECO de Paris EUROPLACE

8 Février 2013

Rapport Paris EUROPLACE
Financement des Entreprises et de l'Economie
Française

Pour un retour vers une croissance durable
Rapport du groupe de travail FINECO de Paris EUROPLACE

SOMMAIRE

RESUME ET CONCLUSIONS	5
INTRODUCTION	13
I. CARACTERISTIQUES GLOBALES DU FINANCEMENT DE L'ECONOMIE FRANÇAISE	17
<i>1.1 Schéma du financement de l'économie française</i>	17
<i>1.2 Une structure de l'épargne particulière en France</i>	18
<i>1.3 Le rôle clé de l'intermédiation de l'épargne par la gestion financière</i>	20
<i>1.4 Importance du crédit bancaire dans le financement des entreprises</i>	21
<i>1.5 Importance des banques dans la transformation de maturité</i>	24
<i>1.6 Importance des financements extérieurs</i>	25
<i>1.7 Le poids de l'industrie financière française</i>	26
II. QUELLES EVOLUTIONS POSSIBLES A MOYEN TERME ?	29
2.1 Economie réelle	29
2.1.1 Sociétés non financières	29
2.1.2 Ménages	43
2.1.3 Administrations publiques	49
2.1.4 Reste du monde	53
2.2 Le secteur financier et les marchés financiers	62
2.2.1 Santé financière du secteur financier	62
2.2.2 Changements réglementaires en cours du secteur financier et leurs effets	65
▪ Banques commerciales	
▪ Assureurs	
▪ Capital Investissement	

2.2.3 <i>Marchés financiers</i>	74
2.2.4 <i>Désintermédiation : éléments de conclusion provisoire</i>	81
2.3 <i>Conséquences à court moyen terme pour l'économie française et son financement</i>	82
2.3.1 <i>Scénario « spontané » de croissance à court moyen terme</i>	82
2.3.2 <i>Quelles difficultés de financement à anticiper ?</i>	84
2.3.3 <i>Sortie de la période de transition : par le bas ou par le haut ?</i>	88
2.3.4 <i>Tableau de synthèse</i>	89
III. DES PROPOSITIONS EN COHERENCE AVEC UN NOUVEAU MODELE DE FINANCEMENT	91
<i>3.1 De l'ancien au nouveau modèle de financement : une évolution à risque</i>	91
<i>3.2 Axe 1 : Favoriser l'orientation de l'épargne vers le financement long terme des entreprises</i>	97
<i>3.3 Axe 2 : Renforcer la situation financière des entreprises, notamment des PME et ETI.</i>	101
<i>3.4 Axe 3 : Consolider le rôle des acteurs face à deux objectifs</i>	106
ANNEXES	113
<i>1. Documents de référence</i>	113
<i>2. Marché obligataire de la zone euro</i>	115
<i>3. Intermédiation : comparaison Etats-Unis, zone euro, France ; problème du choix des ratios d'intermédiation</i>	117
<i>4. Conséquences envisageables des nouvelles régulations prudentielles sur le comportement de prêt des banques aux entreprises</i>	117
<i>5. Groupe de travail « Financement de l'économie », sous la direction des Collèges « Entreprises » et « Investisseurs Institutionnels » de Paris EUROPLACE</i>	128

RESUME ET CONCLUSIONS

Cette étude, réalisée sous la direction du Collège « Entreprises » de Paris EUROPLACE, présidé par Bruno LAFONT, Président directeur général du Groupe Lafarge, et du Collège « Investisseurs Institutionnels » de Paris EUROPLACE, présidé par Yves PERRIER, Directeur général d'Amundi, a pour objet de mettre en perspective, dans le contexte des leçons de la crise et des nouvelles régulations financières, les conditions du financement de l'économie et l'équilibre souhaitable entre stabilité et croissance.

Ce rapport tend à définir la nécessaire cohérence des initiatives concernant les trois piliers de l'économie : les besoins de financement des entreprises ; les conditions de mobilisation de l'épargne et de l'investissement et les processus d'intermédiation financière entre le crédit et le marché.

La démarche du rapport est fondée sur la cohérence recherchée entre le diagnostic qui résulte d'une analyse approfondie de la situation des acteurs économiques et des perspectives de l'économie française et les propositions. D'où le plan : caractéristiques du financement de l'économie française (chapitre 1), analyse et perspectives macroéconomique et macro financière fondées sur celles des agents économiques dans le nouveau contexte de régulation prudentielle, identification des principales difficultés de financement (chapitre 2), propositions visant à faire émerger les conditions de cohérence nécessaires au meilleur bouclage possible du financement de l'économie et de ses entreprises autour de trois piliers : besoin de financement des entreprises, capacité d'intermédiation financière via le crédit, les marchés et les financements alternatifs et capacité à trouver en contrepartie les investisseurs nécessaires (chapitre 3).

• **Pour quelques années (de 2011 jusqu'à environ 2015), la zone euro traverse une période de transition difficile.** Réduction des déficits publics, assainissement des bilans bancaires, mise en œuvre de nouvelles normes prudentielles dans le secteur financier et recherche d'une gouvernance adaptée, visent à corriger les erreurs et vulnérabilité du « modèle » européen, matérialisées dans la crise depuis 2008. **De cette correction, il résulte malheureusement, mais inévitablement une faiblesse de la croissance, une montée sensible du chômage et, par ailleurs, un creusement des écarts de croissance entre pays du centre-nord et de la périphérie,** entretenus par des écarts de taux d'intérêt via les primes de risque : les investissements de portefeuille continuent de refluer des pays de la périphérie vers ceux du centre-nord tandis que les crédits au secteur privé reculent dans le premier groupe de pays et maintiennent une progression dans le second.

Mais des progrès sont en cours dans la gouvernance, la solidarité et la convergence européennes : les mécanismes de partage des risques pour limiter les effets dépressifs des plans de rigueur sont désormais opérationnels, la supervision bancaire de l'union européenne prend tournure, les déficits jumeaux des pays périphériques se

réduisent, la dérive de leur position concurrentielle se corrige par la réduction des écarts de coûts salariaux unitaires et les déséquilibres de balance de paiement intra-européenne diminuent.

• **Pilier du retour à une croissance soutenable et de l'amélioration de la compétitivité, le système financier de la zone euro doit s'adapter pour soutenir ce redressement amorcé.** Mais cette période de transition est porteuse d'instabilité et de déséquilibres.

Le secteur financier se trouve ainsi à un moment historique **où toute erreur dans son pilotage peut conduire à un désajustement entre demande et offre de financement** avec, dans ces années de crise, un impact récessif qui peut être significatif et durable. **Il s'agit de minimiser les risques de cette phase délicate et d'assurer la cohérence entre mesures prudentielles et macro/micro économiques** pour restaurer la confiance dans le système financier et créer les conditions d'une reprise durable. **Pour la France, l'adéquation de l'offre du secteur financier aux besoins de l'économie est d'autant plus cruciale que notre pays n'a, jusqu'à présent, guère corrigé la dérive de sa position concurrentielle.** Les comparaisons de compétitivité au sein de la zone euro indiquent, à grands traits, que l'Allemagne et les pays du nord maintiennent leur avantage, les pays périphériques réduisent leur handicap et la France oscille entre stabilité et creusement de ce dernier.

Les principales conclusions pour notre pays sont les suivantes :

1- Le financement de l'économie française présente certaines caractéristiques qui le différencient de celui des économies anglo-saxonnes ou du reste des pays de la zone euro. L'épargne des ménages est relativement élevée, mais elle est insuffisamment tournée vers l'épargne financière. Et, au sein de l'épargne financière, l'épargne réglementée à courte durée (Livret A...) prend une place croissante, au détriment de l'épargne longue. En revanche, le financement de l'économie française présente d'autres **caractéristiques communes à la plupart des pays de l'Union Européenne.** Les assurances et banques commerciales jouent un rôle majeur dans l'intermédiation et la transformation de l'épargne des ménages et des entreprises à destination de ces dernières ainsi que des collectivités locales. Le financement des entreprises reste dominé par le financement bancaire. Le financement par les marchés de dette reste en retrait, à ce jour, sauf pour les grandes entreprises.

2- La prévision d'une croissance quasi-nulle en 2013 comme en 2012 pour la France est maintenue. Bien que les enquêtes de conjoncture montrent dans l'ensemble des signes de stabilisation dans notre pays, il n'en reste pas moins que les défauts de paiement augmentent, le crédit ralentit, les ventes et mises en chantier de logement chutent, la situation financière des entreprises continue de se dégrader et les pertes d'emploi dans le secteur marchand, en particulier dans l'industrie, s'intensifient. **Les chefs d'entreprise prennent en considération ces évolutions.** L'économie française dans son ensemble

aborde cette période en situation financière fragile, qu'il s'agisse des administrations publiques, des entreprises non financières et de l'extérieur dont elle dépend de plus en plus pour son financement. De surcroît, contrairement à ce qui s'est passé en 2007-2008, cette fragilité est largement perçue, en France comme à l'étranger. D'où un risque de forte élasticité du chômage et des défaillances d'entreprises en fonction de l'inflexion de la croissance.

3- Pour les entreprises non financières, la dégradation des résultats d'exploitation amorcée en 2009 s'est accélérée en 2011-2012. Leur taux d'épargne et le taux d'autofinancement poursuivent leur baisse au premier semestre 2013 vers des niveaux historiquement bas malgré la baisse du coût du crédit en 2012, sous l'effet essentiellement de la hausse de la pression fiscale. Au-delà de la disparité des situations individuelles, il apparaît que la santé financière des entreprises est, aujourd'hui, globalement mauvaise : taux de marge et taux d'autofinancement bas, besoin de financement externe (dette et émission d'actions) élevé et appelé à le rester (**de l'ordre de 80 milliards d'euros l'an en 2011 et 2012**), taux d'endettement sur valeur ajoutée plutôt élevé devant continuer de croître. Et ceci, alors que leurs investissements marquent le pas. Le bas niveau des taux d'intérêt depuis 2010 a permis d'éviter que cette situation dégradée ne devienne dramatique. Ces taux doivent rester bas pour éviter un nouvel affaiblissement de la rentabilité, un emballement de la dette et une poussée des défaillances. Plus d'un quart des PME se trouvent en situation tendue, voire critique, de trésorerie, qui pourrait s'aggraver en 2013. Alors que les perspectives d'activité manquent de lisibilité ou sont contrariées par l'alourdissement de la fiscalité, le nécessaire redressement des marges et de l'autofinancement peut conduire les entreprises à privilégier le désendettement sur l'investissement et à finir par ajuster plus sensiblement les effectifs aux besoins anticipés. La croissance française, sur le fil du rasoir, pourrait basculer dans la récession si le comportement des entreprises devenait, pour ces raisons, plus attentiste, voire restrictif.

4- Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages devrait reculer en 2012 et au mieux stagner en 2013, ce qui peut entraîner une baisse modérée du taux d'épargne. **Or, l'épargne financière des ménages, élevée et plutôt stable au travers du cycle, est la clef de voûte du financement de l'économie.** C'est pour notre pays un atout dont ne disposent pas la plupart des grands pays développés. Mais ces dernières années, l'épargne financière s'est orientée plus vers les produits non risqués et moins vers les entreprises non financières résidentes. Si aucune mesure correctrice n'est prise, ces tendances devraient se maintenir, renforcées par les effets de Bâle III et de Solvency II.

5- Condition indispensable pour éviter une hausse de la prime de risque sur la France et une récession, la réduction en cours du déficit public devrait permettre de dégager des capacités de financement pour le secteur privé et de consolider la crédibilité de la politique budgétaire. Mais la réduction du déficit infléchira probablement la croissance en deçà de celle qui est prévue dans le plan de stabilité budgétaire, faisant peser un risque de nouvel ajustement budgétaire courant 2013.

6- L'économie française a évolué d'un équilibre de financement extérieur élargi (solde de la balance courante plus solde des investissements directs) en début de siècle vers un besoin de financement extérieur élargi de l'ordre de 4% du PIB depuis 2008 (équivalent à la capacité de financement des ménages) qui devrait rester élevé à horizon de deux-trois ans. **L'affaiblissement de la compétitivité et de l'attractivité du territoire depuis le milieu de la précédente décennie ont conduit ces dernières années au retour d'une contrainte extérieure forte**, incompatible avec une croissance soutenable autour d'un potentiel permettant de faire reculer le chômage. Cette contrainte se caractérise par un déficit industriel croissant, un déficit des investissements directs étrangers élevé et une position extérieure nette de plus en plus négative. D'où la vulnérabilité accrue de l'économie française au sentiment des investisseurs non-résidents.

7- La santé financière du secteur financier ne s'est au final que modérément dégradée sous les effets de la crise et de la mise en œuvre en cours des nouvelles normes prudentielles. Les perspectives d'évolution apparaissent plutôt convenables, sauf nouvel aléa conjoncturel majeur. L'important effort d'ajustement des bilans imposé aux banques commerciales pour satisfaire les exigences des ratios de liquidité tels qu'ils sont aujourd'hui calibrés risque de contraindre l'offre globale de crédit au secteur privé résident en euros. Ceci n'a guère été le cas jusqu'à présent, l'ajustement des bilans ayant essentiellement porté sur des activités adossées à des financements en dollar, des portefeuilles d'actifs hérités de la crise, la cession d'activités considérées comme non essentielles et des expositions souveraines dans la zone euro. Mais la structure de l'offre de crédit évolue sous l'effet d'un mix entre les contraintes bâloises et la crise économique, notamment vers des maturités moins longues et des syndications élargies. De plus, les organisations représentatives des chefs d'entreprises délivrent un message de durcissement des conditions d'offre de crédit des banques commerciales que ne reflètent toutefois pas les enquêtes de la Banque de France. En 2012 et sans doute aussi en 2013, la demande de crédit au secteur privé résident s'infléchit, limitant provisoirement le risque de désajustement global entre l'offre et la demande. Mais ce risque pourra se matérialiser dès qu'il s'agira de financer le retour de la croissance ou son anticipation. Le coût du crédit aux entreprises a baissé jusqu'à l'été 2012. Il pourrait se renchérir tendanciellement.

Solvency II défavorisera l'intermédiation et la transformation de l'épargne des ménages à destination des entreprises si le report acté courant octobre de sa mise en œuvre n'entraîne pas d'infléchissement de ses règles. Il en résulterait un frein à la détention d'actions, d'obligations privées et de produits titrisés, surtout pour les durées longues et les moins bons ratings.

8- Le financement en dollar de l'activité internationale des entreprises françaises par les banques françaises a été fortement réduit depuis 2010-2011, ce qui entraîne des difficultés de financement des exportations pour les entreprises françaises. Il en résulte aussi d'importantes pertes de parts de marché à l'international de ces banques. **La**

compétitivité de l'industrie financière européenne et française s'en trouve affaiblie, ce qui risque d'affecter celle des entreprises non financières françaises si elles ne peuvent s'appuyer sur un partenaire financier national d'envergure pour accompagner leur développement international.

9- Avec la crise et l'introduction progressive des nouvelles normes prudentielles, **le financement de l'économie française a probablement basculé d'une phase « d'équilibre dynamique », qui a caractérisé la précédente décennie, dans une phase de déséquilibres et d'instabilité entre offres et besoins de financement.** L'« équilibre dynamique » avait pour socles l'épargne financière des ménages, l'intermédiation et la transformation bancaires croissantes en réponse à la faiblesse relative des dépôts bancaires, le développement du marché obligataire favorisé par la demande des investisseurs institutionnels et enfin, le développement de nouveaux acteurs du financement. Depuis le tournant de cette décennie, les socles s'effritent : dépendance croissante du financement extérieur, pour la dette d'Etat, risque d'insuffisance d'offre de financement pour les entreprises, surtout en épargne longue. L'intermédiation financière risque de dysfonctionner : maturité nécessairement toujours longue de la demande de financement, maturité raccourcie de l'offre de financement sous l'effet de l'orientation à court terme et non risquée de l'épargne des ménages, ainsi que de Bâle III et de Solvency II sur la structure de l'actif des banques et des assurances. Les taux d'intérêt doivent rester impérativement bas pour soutenir la croissance. Mais ils risquent de croître sous l'effet de la hausse du coût d'intermédiation des banques commerciales, d'un prix d'équilibre plus élevé sur le marché obligataire de la zone euro, voire d'un coût structurellement plus élevé des financements alternatifs qui pourraient être davantage sollicités.

10- Certes, jusqu'à présent, la combinaison des différents outils et acteurs qui portent le système financier (intermédiation via les banques universelles et les assurances, structuration via les banques de financement et d'investissement, gestion d'actifs, capital-investissement, OSEO, marché obligataire, etc), a plutôt bien permis de satisfaire les demandes de financement des acteurs privés, démontrant son adaptabilité à un environnement évolutif et tourmenté. **Mais pour s'adapter à cet environnement, les grands acteurs financiers, banques et assurances, transforment en profondeur leur « business model », notamment en contraignant leur bilan.**

→ **Au total, le modèle de financement de l'économie de la décennie précédente se disloque, sans que l'on puisse encore dessiner les contours d'un nouveau modèle au sein d'un vaste éventail de possibilités.** En Europe, un processus de désintermédiation du crédit constitue une hypothèse réaliste au regard des contraintes bâloises. Le relais par l'orientation de l'épargne en titres d'entreprises et les financements alternatifs devrait permettre un ajustement complémentaire pour répondre à des besoins diversifiés, ce qui n'est pas évident sans mesures d'accompagnement. Le marché obligataire de la zone euro risque de devenir structurellement déséquilibré (offre de titres élevée et en hausse, demande incertaine) et de rester très volatil... Pour les banques universelles, le nouveau

modèle « originate to distribute » représente une alternative réaliste à un pan du financement intermédié, mais son développement est contrarié par les effets de Solvency II sur la demande des assureurs, principaux investisseurs potentiels et par la faiblesse des souscriptions en gestion collective et, plus globalement, la baisse tendancielle des détenteurs de valeurs mobilières, en France (-25% au cours de ces trois dernières années). Le marché primaire action risque de rester quasi fermé, au moins à court terme. De la même manière, la contrainte réglementaire rend hypothétique une réouverture du marché primaire actions, avec des PME ETI traditionnellement plus exposées à l'épargne domestique, qui seraient les plus affectées. La capacité d'offre du financement alternatif est réelle bien que modeste au regard de la taille du marché des crédits bancaires, voire du marché obligataire. Elle présente des avantages d'adaptabilité et de calibration de ses produits permettant de répondre à des besoins spécifiques que les crédits bancaires ou le marché obligataire ne peuvent guère satisfaire.

Ce nouveau modèle de financement de sortie de crise et de la croissance nécessite des initiatives volontaristes, tant au niveau européen que français, fondées sur une combinaison de mesures cohérentes. Cette nouvelle cohérence doit s'articuler avec une autre, celle d'un **retour durable à l'équilibre des finances publiques associée à un véritable programme de compétitivité et d'attractivité du territoire.**

LES PROPOSITIONS SONT ORGANISEES AUTOUR DE TROIS AXES :

Pour faire face aux défis identifiés pour le financement des entreprises françaises, en période de crise et en préparation d'un retour à la croissance, ce rapport propose la mise en œuvre d'un ensemble de recommandations fondées sur la cohérence des mesures proposées articulées autour d'un projet global. Le portefeuille de mesures permettrait d'ébaucher le modèle de financement vers lequel il serait souhaitable de s'orienter en minimisant les risques d'adaptation. Bien entendu ces propositions se conçoivent en cohérence avec celles qui devraient être initiées au niveau européen dans le cadre du Livre Vert en cours de parution. Elles s'articulent autour de 3 axes :

1- FAVORISER L'ORIENTATION DE L'EPARGNE VERS LE FINANCEMENT LONG TERME DES ENTREPRISES.

Il s'agit de stabiliser le niveau élevé de l'épargne française et de l'orienter davantage vers l'épargne financière. Et, pour cette dernière, il s'agit de privilégier des enveloppes « d'investissements longs » (assurance-vie, épargne-retraite, épargne salariale, épargne contractuelle, etc.) et le développement des OPC de long terme et instruments de capital-investissement de telle sorte que les fonds collectés puissent s'investir dans des titres longs (actions cotées et non cotées, OPCVM actions et

obligations, autres instruments de dettes, etc.), nécessaires au financement structurel des entreprises.

Car, la combinatoire entre les conséquences de la crise, les mesures prudentielles banques-assurance et les récentes mesures fiscales tend à déstabiliser significativement les flux d'épargne longue, à commencer par l'Assurance Vie et l'investissement en actions.... Il s'agit donc d'abord de consolider cet existant sans prendre le risque d'amplifier la déstabilisation en cours et en parallèle d'augmenter la part de l'épargne destinée au financement des entreprises.

D'où la nécessité de mesures incitatives et stables, s'inscrivant dans une fiscalité privilégiant le couple « durée/risque ». En l'absence de fonds de retraite de taille significative, il est donc nécessaire de s'appuyer sur nos atouts :

- **stabiliser et consolider le cadre de l'assurance vie pour optimiser son rôle d'instrument de long terme** en privilégiant la possibilité de développer l'investissement en actions, en obligations d'entreprises et en non-cotée, via le fonds général mais également via le développement de supports innovantes, type fonds euro-diversifiés, etc.
- **s'appuyer sur l'industrie de la gestion et du capital-investissement, notamment en renforçant les OPC de long terme**, éventuellement assortis d'un régime incitatif.
- **créer un véritable Fonds de long terme, de taille significative, consolidant des portefeuilles existant de long terme, pour cela approfondir les réflexions en cours.**
- **Enfin, valoriser les plans d'épargne en actions (PEA)**, en développant l'existant par l'élargissement de l'assiette aux obligations d'entreprises (PEO) ;

2- RENFORCER LA SITUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES, NOTAMMENT LES PME ET ETI.

Il s'agit, en premier lieu, de mieux tirer parti de l'ensemble des mécanismes de financements existants en améliorant leur lisibilité et leur accès aux dispositifs de financements et d'aides publics (création d'une instance de coordination et de communication). Ensuite, il s'agit de conforter le maintien de conditions compétitives pour le crédit bancaire, par divers mécanismes de refinancement des prêts bancaires aux PME (type covered bonds) et, par la mise en place d'un fonds de garantie des prêts mezzanines pour les PME et ETI. **Il s'agit aussi de faciliter l'accès au financement obligataire des PME et ETI, en favorisant le développement d'un marché du Placement Privé Euro, le développement de groupements d'emprunts obligataires avec garantie OSEO et la mutualisation des coûts d'émission d'obligations cotées**, ainsi que de faciliter l'accès des particuliers au marché obligataire. Les mesures concernent enfin le renforcement des fonds propres des PME et ETI, dont la reconduction des dispositifs FCPI et FIP.

Le nouveau modèle de financement devrait rester tiré par les crédits bancaires. Mais, il sera nécessaire, **en complément, de favoriser une palette innovante de modalités de**

financement alternatif permettant de s'adapter, avec souplesse, à la diversité des besoins de financement nécessaire aux différents profils des entreprises en croissance.

3 - CONSOLIDER LE ROLE DES ACTEURS FACE A CES DEUX OBJECTIFS.

Bâle 3, Solvency 2, UCITS IV, V et bientôt VI, AIFM, peuvent avoir un impact significatif sur le business model des institutions financières. Tout en préservant un haut niveau de sécurité et de protection des investisseurs, **il est essentiel d'ajuster des réformes de structures aux conditions de compétitivité internationales des acteurs français, en s'appuyant sur leurs atouts effectifs, notamment avérés durant la crise actuelle. La compétitivité de ces acteurs et leur capacité d'intermédiation efficace est une condition essentielle de la compétitivité des entreprises françaises.** Dans cette période de défi et à un moment où se pose, à la suite du rapport Liikanen, la question de la structure des banques européennes, il est essentiel de ne pas se tromper de cible et de privilégier et consolider les modèles qui ont fait leur preuve. Le modèle français de banque universelle doit préserver ses atouts reconnus et renforcer sa robustesse vis-à-vis des effets de contagion. La filière marché des banques de financement et d'investissement, appelée à se développer via le processus « originate to distribute » afin d'optimiser la taille des bilans bancaires tout en sollicitant le potentiel des marchés d'actions et d'obligations privées, doit se renforcer. La force des industries « buy-side » de l'assurance et de la gestion d'actifs est elle aussi un atout stratégique qu'il faut veiller à ne pas affaiblir. Son éventuelle fragmentation présente un risque stratégique certain de perte de compétitivité dans un univers d'acteurs de taille significative, qui aurait un impact négatif sur les grandes entreprises européennes.

INTRODUCTION

Depuis le début de la crise, dans l'urgence, à travers les initiatives du G20, en France et en Europe, il a fallu prendre des mesures pour restaurer la confiance et prendre en compte les leçons de la crise. Cette phase est en voie d'achèvement. Aujourd'hui, s'ouvre une nouvelle phase, celle de la consolidation et de la reconquête de la croissance. Il s'agit maintenant de retrouver l'équilibre nécessaire entre stabilité (priorité aux règles prudentielles) et croissance (priorité au développement économique). Si le leadership de la première phase venait des régulateurs prudents, la seconde phase doit être plus « politique ».

En effet, l'Europe et la France font face à une phase critique de leurs évolutions, confrontées à une multitude de défis concomitants : passage à un monde multipolaire, évolutions technologiques profondes, crise financière publique et privée d'une violence historique, nécessité vitale pour l'Europe de sortir de 15 ans d'ambiguïté de gouvernance et donc, de définir clairement la nature de son format ultime de nature nécessairement plus fédérale... A cela s'ajoutent les premières conséquences des initiatives prudentielles initiées par le G20 et l'Europe pour tirer les leçons de la crise et rendre plus robuste l'industrie financière. Ces mesures, dépassant le cadre purement prudentiel car affectant significativement le modèle de financement et de croissance des économies concernées, prennent inéluctablement une dimension politique d'envergure. **Cette période est donc extrêmement sensible et risquée, avec un degré de liberté limité des choix de politique économique.**

Pour l'Europe et la France, **la compétitivité (collective et relative entre pays membres de l'UE) vis à vis du reste du monde constitue l'enjeu majeur.** Le niveau de compétitivité conditionne une croissance soutenable, nécessaire pour lutter contre le chômage et pour conforter la position de l'Europe parmi les grandes régions industrielles. **Pour relever ce défi en France, une industrie financière et une place financière compétitives sont des conditions indispensables, même si elles sont naturellement suffisantes, à la satisfaction des besoins de financement de nos entreprises grandes et petites.**

L'Europe vit un triple choc. Elle subit les effets d'une crise durable dont elle est partiellement responsable. Elle doit faire face aux nouvelles conditions d'une économie encore plus « domestique ». Elle doit aussi faire face à une nouvelle régulation financière (Bâle 3 et Solvabilité 2) qui impacte le « business model » des institutions financières et en conséquence, le modèle de financement des entreprises grandes et petites.

Dans ce contexte, les marchés défient cette Europe dont la gouvernance a permis la persistance de déficits publics excessifs, sans mécanisme d'ajustement efficace. Ils mettent la pression pour qu'elle soit cohérente avec les conditions élémentaires d'une monnaie unique et d'une croissance soutenable pour les pays membres.

Les banques se trouvent confrontées à un paradigme inversé : en régime normal, le système financier repose sur la confiance des déposants dans leurs banques confortée sur la confiance dans l'État de tutelle. Avec des doutes sur les dettes souveraines, le régulateur et le marché sont tentés d'inverser ce fondement en cherchant à recréer des conditions de confiance dans des banques en l'absence de confiance en l'État, du moins pour les soutenir. Mais le bouclier de capitaux propres qu'il est considéré nécessaire de détenir risque d'être trop large. A trop vouloir protéger, on risque d'entraver le dynamisme du financement des principaux pourvoyeurs de ressources des entreprises, partant de freiner la croissance et le développement économique.

Nos économies se trouvent donc à un moment historique où des mesures inadéquates pourraient avoir de nouvelles conséquences systémiques inattendues, aggravant la situation actuelle comme par exemple, les récentes erreurs commises en Espagne dans la restructuration des caisses d'épargne.

La France est elle aussi dans une situation critique : perte de compétitivité de notre système de production, marges bénéficiaires fragiles, même si elles sont soutenues, par des taux d'intérêts bas et, surtout, structure de l'allocation de l'épargne mal adaptée au financement de la croissance avec un accroissement de l'aversion au risque des investisseurs ainsi que la dégradation des incitations à investir dans les entreprises. Elle fait donc face à des déséquilibres importants d'allocation de son épargne abondante entre les différentes priorités de financement (immobilier/financier, court terme/ long terme, public/ privé, domestique/ international,...).

Une stratégie d'investissement à long terme devient donc de plus en plus indispensable. Dans le domaine de l'intermédiation financière, elle doit être accompagnée d'une révision de la calibration des nouvelles règles prudentielles fondée sur un rééquilibrage entre plus de surveillance (gestion renforcée de la chaîne de risque dans son intégralité) et moins d'accumulation de capitaux propres supplémentaires, dont la crise a montré qu'ils ne suffisaient pas à éviter des difficultés individuelles. Dans cet esprit, le projet d'Union bancaire européenne, en amont de la chaîne pour toutes les banques, devient une priorité évidente.

Le processus de transition vers de nouveaux équilibres dans le financement de l'économie pour sortir de la crise et relancer la croissance peut durer plusieurs années. Toute erreur dans son pilotage peut conduire à un désajustement entre demande et offre de financement avec, dans cette période de crise, un impact récessif qui peut être significatif et durable. La reprise de la croissance implique une mobilisation forte et stable de capitaux importants pour optimiser le processus de production, donc l'investissement et l'innovation... Il s'agit donc de minimiser les risques de cette phase critique et d'assurer la cohérence entre mesures prudentielles et macro/ micro économiques pour restaurer la confiance dans le système financier et créer les conditions d'une reprise durable.

Cette étude économique menée par Paris EUROPLACE, dans le cadre de son Collège Entreprises, présidé par Bruno LAFONT, Président du Groupe Lafarge, en association avec des économistes de la Place et les différentes associations professionnelles concernées (AFG, AFIC, AF2I, FBF, FFSA, MEDEF), a pour objectif d'analyser le nouveau contexte de financement de l'économie française pour faire émerger les conditions de cohérence nécessaires au meilleur bouclage possible du financement des entreprises entre les trois piliers que sont :

- le besoin de financement des entreprises (en capitaux propres et dettes) ;
- la capacité d'intermédiation financière via le crédit dans un contexte de normes prudentielles renforcées et les marchés ou instruments alternatifs ;
- la capacité à trouver en contrepartie les investisseurs nécessaires pour financer, d'une part les banques dans des conditions de rentabilité moins favorables et d'autre part, les entreprises. Les sources de ce financement doivent prendre en compte à la fois les conditions nécessaires à la diversification des risques pour l'épargnant et celles, plus nationales, de maîtrise des centres de décision européen et français (internationalisation de l'actionnariat, « champions européens » et dynamique de restructuration industrielle et internationale, localisation des états-majors,).

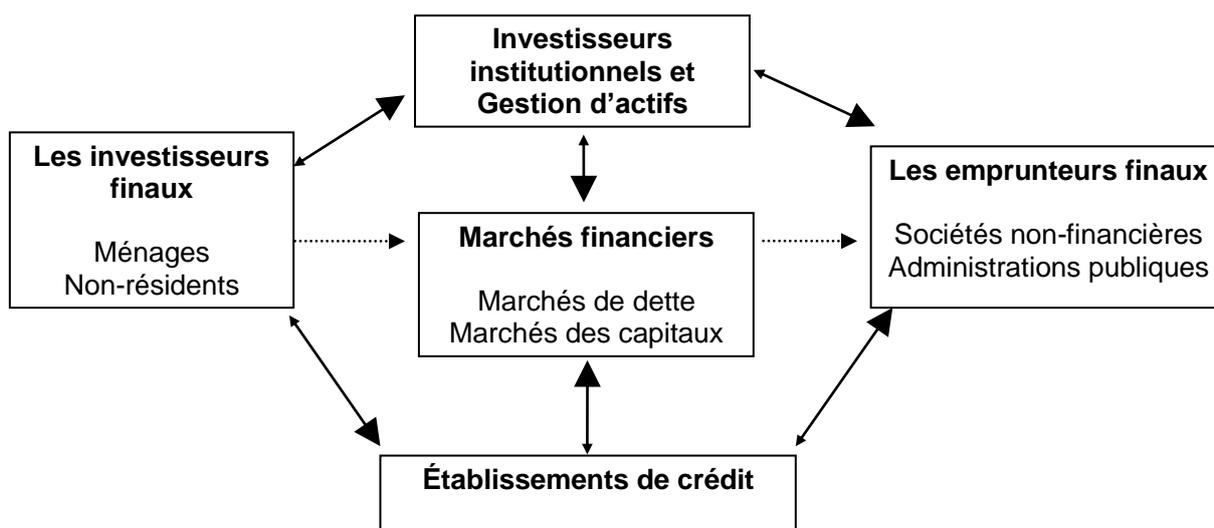
Elle comporte trois chapitres :

- 1. Les caractéristiques générales du financement de l'économie française et ses spécificités.**
- 2. Où allons-nous ?** Une analyse macroéconomique et macro financière de l'économie française et de ses agents économiques dans le nouveau contexte de régulation prudentielle est proposée. Elle résume les évolutions récentes, trace les perspectives à horizon des toutes prochaines années, identifie les socles solides de la prévision et met en exergue les difficultés de financement de l'économie si aucune mesure correctrice n'était prise.
- 3. Comment relever les défis identifiés pour sortir de la crise et renouer avec la croissance ?** Que proposer pour optimiser la gestion et l'allocation de l'épargne, pour faciliter l'accès des entreprises, et en particulier les PME, aux meilleures sources de financement et pour faire en sorte que le modèle d'intermédiation bancaire et de marché demeure efficace, compétitif et robuste ? **Ces propositions mettent l'accent sur la nécessité d'une cohérence d'ensemble entre les diverses mesures structurelles, techniques ou fiscales et sur la très grande prudence et progressivité nécessaires dans leur dosage** et agencement, en s'appuyant le plus possible sur les atouts explicites des mécanismes de financement existants.

I. CARACTERISTIQUES GLOBALES DU FINANCEMENT DE L'ECONOMIE FRANCAISE

1.1 Schéma du financement de l'économie française

Le bouclage du financement de l'économie française est classique : les besoins de financement des sociétés non financières (SNF) et des administrations publiques (APU) sont couverts largement par les capacités de financement des ménages et, dans une moindre mesure, par celles du reste du monde.



Même si ce bouclage est classique, le financement de l'économie française présente des caractéristiques qui le différencient de l'organisation du financement des économies anglo-saxonnes ou du reste des pays de la zone euro. Ces caractéristiques, présentées de façon rapide dans cette première partie sont largement développées dans le récent rapport de la Cour des Comptes¹.

Le Schéma du financement de l'économie française fait apparaître que du côté des investisseurs finaux, l'épargne des ménages français privilégie les supports d'assurance-vie et d'épargne réglementée (Livret A notamment). Cette épargne apparaît de moins en moins orientée vers le financement des entreprises résidentes. En parallèle, les non-résidents ont tendance à privilégier les financements des administrations publiques, en détenant principalement des obligations d'État. Du côté des emprunteurs finaux, les banques apportent une contribution importante au financement des entreprises, tant par leur rôle de fournisseurs de crédit, de détentrices d'actifs financiers et aussi de transformation de maturité. Cette dernière caractéristique est commune à la plupart des pays de l'Union européenne.

¹ « L'État et le financement de l'économie », Cour des Comptes, Rapport public thématique, juillet 2012.

1.2 Une structure de l'épargne particulière en France

Les ménages français ont un niveau d'épargne élevée en comparaison des autres pays développés, **mais une partie importante de cette épargne est à destination de l'investissement logement**. Le taux d'épargne total (part non consommée du revenu disponible brut) s'établit ainsi à 16,4% au T2.2012 **tandis que le taux d'épargne financière s'élève à 7%**. Après l'investissement immobilier, les principaux supports de l'épargne des ménages français sont les produits d'assurance-vie et les produits d'épargne réglementée.

Encours des Placements Financiers des ménages français

	Encours (2012 T1)	
	Mds €	%
Actifs liquides et non risqués	968.7	26%
Numéraire	56.4	2%
dépôts à vue	306.6	8%
Livrets et CEL	572.9	15%
Titres d'OPCVM monétaires	32.8	1%
Autres actifs non risqués	1518	41%
Comptes à terme	84.7	2%
Épargne contractuelle (PEL, PEP)	211.1	6%
Assurance-vie en supports euros	1222.2	33%
Actifs liquides et risqués	466.8	13%
Titres de créances	64.7	2%
Actions cotées	146	4%
(dont actions cotées françaises)	132.7	4%
Titres d'OPCVM non monétaires (y.c. FCPE)	256.1	7%
Autres actifs risqués	748.1	20%
Actions non cotées	526.3	14%
assurance-vie en supports UC	221.8	6%
Total des placements financiers	3701.6	100%

Source : Banque de France

Le patrimoine financier des ménages est principalement intermédié, sous forme de placements en produits d'assurance-vie, d'OPCVM, de livrets ou de dépôts bancaires. **Les placements des ménages en direct sur les marchés financiers (i.e., la détention d'actions cotées ou de titres de dettes) sont nettement plus faibles**. Les actions non cotées, qui représentent une proportion élevée de l'encours d'épargne financière des ménages, reflètent surtout l'actionnariat familial (capital social des PME) et doivent être, à ce titre, distinguées des placements financiers.

Les motifs de précaution et les avantages fiscaux expliquent en grande partie cette allocation entre les différents supports du patrimoine financier des ménages. **Cette structure montre cependant une orientation réduite au financement des entreprises**. En effet, même si les produits importants en termes d'encours participent aux financements des entreprises, il apparaît qu'une part de ces placements est à destination d'entreprises non

françaises (cf. paragraphe 1.6). De plus, depuis la crise, les flux nouveaux d'épargne tendent à s'allouer majoritairement vers des outils d'épargne réglementée, qui contribuent seulement faiblement au financement des entreprises.

L'épargne réglementée occupe ainsi une place importante dans l'encours du patrimoine financier des ménages français et apparaît surtout être le support favorisé depuis la crise. **Au total, les livrets et supports PEP et PEL regroupent 21% du patrimoine financier au T1.2012.**

Au troisième trimestre 2012, les données de la banque de France montrent que **les placements financiers des ménages poursuivent la baisse amorcée les trimestres précédents et restent dominés par le motif de précaution.**

Le récent rapport Duquesne² sur la réforme de l'épargne réglementée souligne qu'une « part de l'épargne réglementée est centralisée au fonds d'épargne, géré par la Caisse des dépôts, qui a pour principale mission de financer le logement social et la politique de la ville. Le fonds d'épargne centralise ainsi 65% des encours totaux de livret A et de LDD et 70% des encours totaux du LEP, ce qui représentait 223 Mds€ fin 2011 ».

Traditionnellement tournée vers le financement du logement social, cette épargne participe aussi au financement des entreprises, notamment à travers les prêts accordés au groupe Oséo ou au Fonds stratégique d'investissement ou directement par une l'allocation des actifs détenus par le Fonds d'Épargne. Cette participation demeure cependant faible : 5Mds accordés à Oséo en 2011, 1,5 Mds pour le FSI, et près de 50Mds en obligations privés et actions via les actifs du Fonds d'Épargne (incluant la détention d'actifs non français).

Les **produits d'assurance-vie** totalisent plus de 1 700 milliards d'euros à fin 2011, Ces encours ont connu une croissance importante et régulière depuis 20 ans : plus 11% l'an de 1992 à 2012.

LA RÉPARTITION DE L'ENCOURS DES PLACEMENTS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES À LA FIN 2011⁽¹⁾

SOURCE : FFSA-GEMA, BANQUE DE FRANCE

	EN MILLIARDS D'EUROS	EN%
ACTIONS D'ENTREPRISES	289,4	17
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES	629,9	37
OBLIGATIONS ÉMISES OU GARANTIES PAR L'ÉTAT	527,7	31
ACTIFS IMMOBILIERS	68,1	4
ACTIFS MONÉTAIRES	119,2	7
AUTRES	68,1	4
TOTAL GÉNÉRAL	1702,4	100
DONT :		
- SOCIÉTÉS VIE ET MIXTES	1523,6	89,5
- SOCIÉTÉS DOMMAGES	178,8	10,5

1. Valeur de réalisation. Les titres détenus par les OPCVM ont été réaffectés par "transparence" aux différentes catégories.

ÉVOLUTION DE L'ENCOURS DES PLACEMENTS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE (EN MILLIARDS D'EUROS)

	VALEUR DE BILAN	PLUS-VALUES LATENTES	
2006	1282	120	1402
2007	1394	97	1491
2008	1398	8	1406
2009	1516	70	1586
2010	1628	57	1685
2011	1685	17	1702

SOURCE : FFSA-GEMA, ACP.

² « Rapport sur la réforme de l'épargne réglementée », Pierre DUQUESNE, 19 septembre 2012.

Sur ces 1700 milliards, 953 milliards sont investis dans les entreprises, 528 milliards finançant les États (Source : rapport FFSA 2011). Si les assureurs ont traditionnellement investi majoritairement en obligations d'État, l'obligataire d'entreprise s'est progressivement développé depuis 10 ans au point de représenter 37% du total des actifs, contre 31% pour l'obligataire d'État. Quant aux actions, elles représentent, après mise en transparence des OPCVM, 17% du total des encours, soit un pourcentage relativement stable depuis plusieurs années.

Par ailleurs, au 30 juin 2012, un peu moins des deux tiers des 1700 milliards finançaient des emprunteurs français, un peu plus du tiers des États et acteurs économiques étrangers (source Banque de France).

Enfin, les **OPCVM** représentent une part importante du patrimoine financier des ménages. En effet, environ un cinquième du patrimoine financier des ménages est composé d'OPCVM, détenus directement ou indirectement (notamment via l'assurance -vie, l'épargne salariale, le PEA...).

Selon le rapport de la Cour des Comptes, les mises en transparence font ressortir que les placements des ménages dans les titres d'organismes de gestion collective se répartissent entre actions (41%), titres de créance (34%) et autres titres (25%), généralement d'autres titres d'OPCVM. Au total, environ les trois-quarts des placements des ménages par ce canal bénéficient à l'économie nationale (estimation effectuée à partir des statistiques des placements publiées par la Banque de France).

1.3 Le rôle clé de l'intermédiation de l'épargne par la gestion financière

Intermédiaire clé dans l'allocation de l'épargne, en relation avec les objectifs des investisseurs, la gestion pour compte de tiers alloue des ressources financières aux entreprises, aux États, aux collectivités locales et à d'autres organismes, participant ainsi de manière essentielle au financement de l'économie réelle.

La gestion pour compte de tiers mobilise une part significative de l'épargne et des patrimoines des agents économiques, personnes physiques, entreprises et investisseurs institutionnels. Environ un sixième du patrimoine financier des ménages (cf.1.2) est composé d'OPCVM détenu en direct ou via l'assurance-vie. De plus, les entreprises investissent une partie importante de leur trésorerie dans des fonds qui leur assurent un service en continu de liquidités bon marché pour la gestion des flux monétaires nécessaires à leur fonctionnement. Quant aux investisseurs institutionnels français, la gestion de leurs réserves est déléguée à hauteur de 70% aux sociétés de gestion. La gestion joue donc un rôle essentiel en offrant aux agents économiques (ménages, entreprises, investisseurs institutionnels, administrations publiques, fondations, etc.) différents profils

d'investissement et différentes allocations, permettant une réduction et une diversification des risques.

Avec plus de 2 650 milliards d'euros de capitaux sous gestion (soit 1,3 fois le PIB de la France), la gestion a un rôle de fournisseur de capitaux aux différents acteurs de l'économie. Elle est une des principales sources de liquidité des différents segments du marché. Les contributions de la gestion financière à l'économie française se concrétisent par :

- l'apport en capitaux propres pour les entreprises : environ 20% du flottant de la capitalisation boursière en actions (CAC 40, SBF 250...) et 25% du CAC Small 90 ;
- le financement en fonds propres des PME non-cotées, via le capital investissement. En 2011, près de 10 Md€ ont été investis dans 1700 entreprises par les acteurs français du capital investissement, dont plus de 80% sont des PME et près de 90% ont leur siège social situé en France. Plus de 87 mds ont été investis dans près de 15 000 entreprises depuis 1999 et aujourd'hui, plus de 5000 entreprises sont accompagnées par le Capital investissement³, dont plus de 80% ont leur siège social en France et représentent près de 10% de l'emploi salarié privé ;
- des financements à hauteur de 15% de la capitalisation des obligations corporate ;
- la participation au financement de l'État français : 20% de la capitalisation des obligations d'État est détenue par les gestions ;
- la contribution à la liquidité des banques, via la détention d'environ 40% du stock des titres émis sur le marché monétaire en France : certificats de dépôt, billets de trésorerie, bons négociables à moyen terme...

La gestion d'actifs est ainsi l'un des moteurs majeurs de la « marchéisation » ordonnée et régulée d'un financement sain de l'économie, mettant en face directement l'épargne et l'investissement.

1.4 Importance du crédit bancaire dans le financement des entreprises

Le financement par le crédit bancaire domine en France, comme dans le reste de la zone euro. Le tableau ci-après calcule ce taux d'intermédiation pour l'ensemble du secteur privé non financier (entreprises et ménages). La France apparaît au même niveau que l'ensemble de la zone euro, légèrement supérieur à 80% et très nettement supérieur au niveau observé aux États-Unis, proche de 30%.

³ Source : AFIC

Il est important de souligner qu'il existe différentes mesures possibles du taux d'intermédiation amenant à des concepts différents (cf. encadré). Dans cette note, nous calculons l'importance du crédit bancaire par rapport au financement par l'endettement, afin que ces statistiques ne soient pas être altérées par la structure de financement.

Financement du secteur privé non financier (ménages, entreprises)

	<i>en % du PIB</i>			<i>en % du total</i>		
	France	Zone euro	Etats-Unis	France	Zone euro	Etats-Unis
Crédits bancaires	100%	118%	50%	60%	69%	22%
Titres de dettes privées (yc titrisations)	22%	28%	108%	13%	16%	47%
Actions cotées	44%	25%	72%	26%	15%	31%
Total	166%	170%	230%	100%	100%	100%

Source : OCDE (2009)

	France	Zone euro	Etats-Unis
Part du crédit bancaire dans la dette des ANF privés	82%	81%	31%

Encadré – différentes mesures de l'intermédiation

Le taux d'intermédiation vise à mesurer la part prise par les institutions financières résidentes (banques mais aussi parfois OPCVM, titrisations, assureurs,...) dans le financement des agents non financiers résidents.

Plusieurs distinctions sont possibles pour le calcul du taux d'intermédiation, amenant à des concepts différents :

- *L'étendue du champ des intermédiaires financiers (numérateur)* : soit l'on prend un indicateur large, incluant le crédit et les titres détenus par les intermédiaires financiers (obligations, actions et TCN), soit l'on considère un taux plus restrictif, incluant seulement le crédit bancaire. Ces deux taux correspondent à ceux publiés chaque semestre par la Banque de France. L'indicateur plus restrictif semble le plus pertinent quand on veut regarder l'importance du crédit bancaire par rapport aux autres sources de financement, qu'elles soient "intermédiées" ou non.

- *L'étendue des sources de financement des agents non financiers (ANF) (dénominateur)* : on peut calculer l'importance du crédit bancaire soit par rapport à toutes les autres sources de financement (y compris actions cotées et non cotées), soit uniquement par rapport au financement par de l'endettement (obligations et crédit). Le deuxième concept a l'avantage de ne pas être altéré par la structure de financement

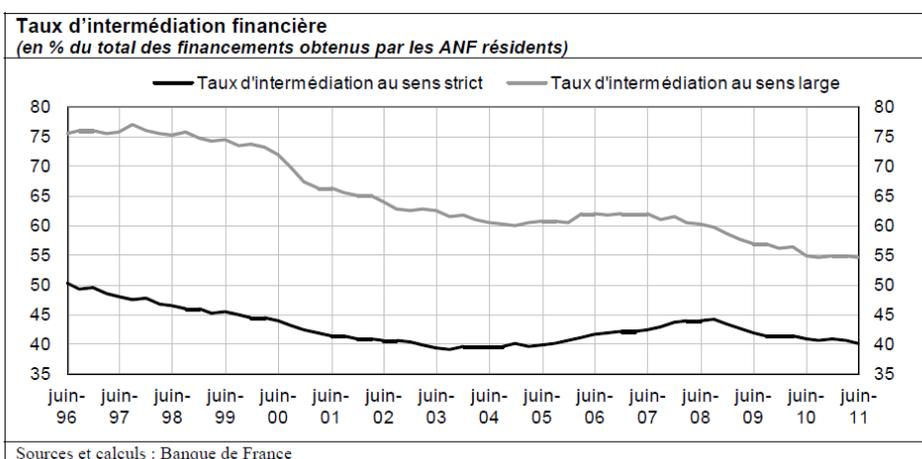
entre actions et dettes (et de ne pas être non plus affecté par les problèmes de valorisation du capital non coté dans les comptes nationaux).

- *L'étendue des agents non financiers (dénominateur)* : on peut considérer tous les ANF (y compris administrations) ou seulement les ANF privés (voire seulement les entreprises non financières). La part du crédit bancaire dans la dette est bien sûr plus faible quand on inclut aussi les administrations publiques puisque celles-ci se financent essentiellement sur les marchés (et ont une dette totale relativement importante).

Les taux d'intermédiation (financement des administrations publiques inclus) calculés par la Banque de France.

Les taux d'intermédiation calculés par la Banque de France sont basés sur les choix suivants :

- L'étendue du champ des intermédiaires financiers (numérateur) :
 - o *Sens large* : crédit bancaire + titres détenus par les IF (obligations+actions+TCN)
 - o *Sens strict* : crédit bancaire
- L'étendue des agents non financiers (dénominateur) : toutes sources de financement pour tous les agents non financiers (y compris les administrations publiques, très désintermédiées)

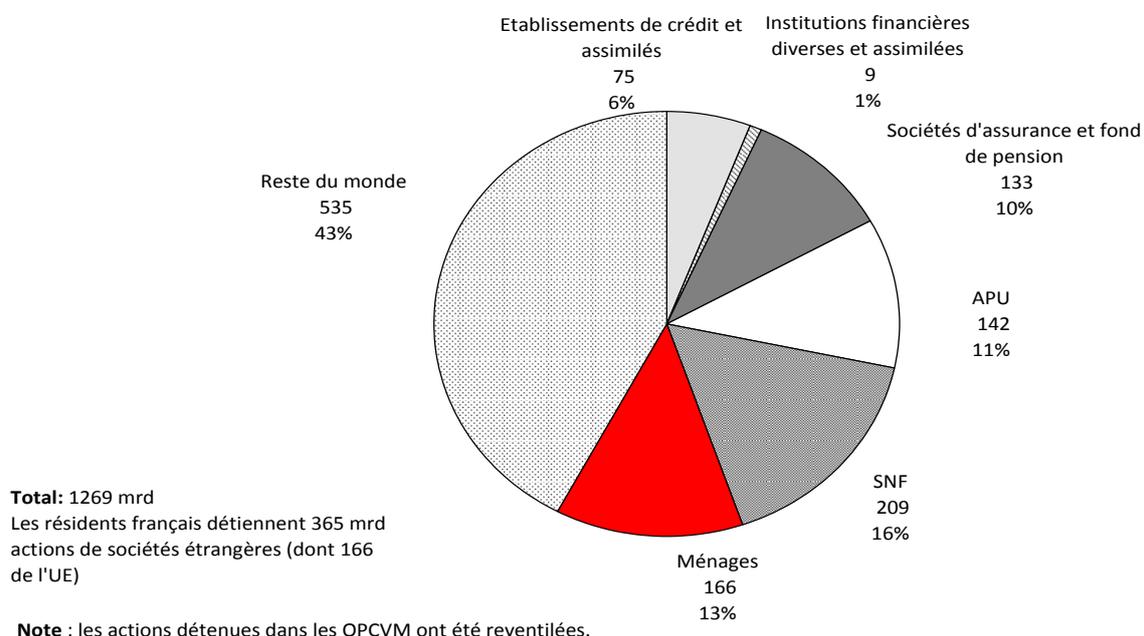


Les sociétés non financières se financent aussi en partie par les marchés d'actions (à hauteur de 24% du PIB, soit 20% de leur encours total). Le graphique ci-dessous représente les détenteurs d'actions des sociétés (y compris financières). L'allocation des OPCVM a été ventilée au prorata de leurs détenteurs afin de refléter les détenteurs finaux des actions. Cependant, les parts détenues par les établissements de crédit et par les assureurs et fonds de pension n'ont pas été ventilées afin de mesurer l'importance de ces intermédiaires financiers dans ce canal de financement des sociétés.

Au total, il apparaît que les intermédiaires financiers détiennent une part importante des actions cotées des sociétés, participant largement à leur financement de long terme.

Détenteurs des actions cotées des sociétés françaises (y compris non financières)

milliards d'euros et part en %, Banque de France, 2009



1.5 Importance des banques dans la transformation de maturité

Le financement de l'économie française est exposé à un déficit de ressources de long terme. **En effet, le marché de l'épargne fait face à un déséquilibre entre :**

- Du côté offre : les ménages sont pourvoyeurs nets d'épargne, avec une préférence pour la liquidité et la sécurité
- Du côté demande : les entreprises non financières et les administrations publiques ont des besoins de financements généralement longs et risqués.

Au-delà de leur rôle d'intermédiaires financiers, les banques assurent ainsi en plus la fonction de transformation des dépôts liquides et de court terme en financements généralement moins liquides et de plus long terme. En regardant plus en détail la position créditrice nette par secteur, il apparaît d'ailleurs que les institutions de crédit sont les seuls acteurs à avoir ce rôle de transformation de maturité.

France : Position créditrice nette par secteur et maturité
(encours en % du PIB, 2009)

	ANF privés	Admin publiques	Tous ANF résidents	Institutions de crédit (+ banque centrale)	Assurances Fds pension	Autres IF	Reste du Monde
Court terme	70%	-23%	47%	-109%	22%	8%	32%
Long terme*	-41%	-30%	-71%	122%	-21%	-3%	-27%
Ensemble	29%	-53%	-24%	13%	1%	5%	5%

* Actifs et dettes de long terme, Actions

Source: OCDE, BdF, calculs SG

1.6 Importance des financements extérieurs

La place des financements extérieurs s'est accrue au cours des quinze dernières années. Cette tendance est à la fois le reflet d'une plus grande intégration commerciale et financière, notamment entre les pays de la zone euro, mais aussi celui d'une dégradation continue de la position financière de l'économie française vis-à-vis du reste du monde.

Une intensification des échanges, mais asymétrique

Les flux financiers entre la France et le reste du monde se sont intensifiés depuis quinze ans, passant de moins de 3% du PIB en 1996 à près de 30% en 2007⁴, pour revenir à moins de 10% en 2010 suite à la crise financière⁵.

Au total, fin 2010, 25,4% des passifs financiers de l'économie française étaient détenus par le reste du monde, tandis que 24,6% des actifs financiers détenus par l'ensemble des secteurs institutionnels français étaient des actifs étrangers. Au-delà de ces chiffres globaux, une asymétrie semble apparaître en termes de composition. D'un côté, les non-résidents détiennent une part importante de titres d'État. Ceci résulte de l'accroissement rapide des besoins de financement de l'État français. De l'autre côté, les français investissent au-delà, de leurs frontières, plutôt dans le secteur privé. En effet, l'intermédiation de l'épargne des ménages français a encouragé une diversification importante à l'international. Cette diversification ayant pour objectif d'améliorer le couple rendement/risque de l'épargne des ménages, est d'avantage orienté vers la détention d'actifs privés.

Une dégradation de la position extérieure nette

Au-delà de l'intensification des échanges financiers avec l'extérieur, la France connaît une dégradation de sa position financière extérieure nette depuis plusieurs années. Cette dégradation résulte de la dégradation continue de la balance des paiements depuis 1999,

⁴ Tous les chiffres présentés dans cette partie sont issus du Rapport de la Cour des Comptes.

⁵ Intègre tous les flux financiers hors produits dérivés.

reflet de la perte de compétitivité de l'économie française vis-à-vis du reste du monde. (cf. partie 2.1.4)

Encadré : les détenteurs non-résidents des actions du CAC40

En 2011, sur les 43,3 % d'actions françaises du CAC 40 détenues par les non-résidents, 18,9 % (contre 18,0 % en 2010) le sont par des pays de la zone euro. La zone euro représente donc un peu moins de la moitié de la détention étrangère, et ce pourcentage progresse depuis plusieurs années (cf. tableau 2). Viennent ensuite les États-Unis qui détiennent 14,5 % de ces titres (13,7 % en 2010) et le Royaume-Uni (1,9 %), dont la part, cependant, tend à décroître depuis 2008.

Origine géographique des détenteurs d'actions françaises du CAC 40					
(en %)					
	Taux de détention				
	à fin 2007	à fin 2008	à fin 2009	à fin 2010	à fin 2011 ^{a)}
Encours détenu par les non-résidents	41,2	41,7	43,5	41,1	43,3
dont : Zone euro	16,5	16,8	18,0	18,0	18,9
États-Unis	15,0	15,5	14,6	13,7	14,5
Royaume-Uni	3,1	2,8	2,9	1,8	1,9
Japon	1,2	1,3	1,5	1,3	1,4
Suisse	1,1	1,0	1,3	1,2	1,3
Canada	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3

a) Projection en fonction des poids relatifs des non-résidents à fin 2010, en raison des délais de collecte qui ne permettent de disposer, au 1^{er} janvier 2012, que des données à fin 2010.
Sources : Banque de France, DBDP – FMI

1.7 Le poids de l'industrie financière française

Au-delà de son rôle de financement de l'économie, l'industrie financière française occupe une place importante directe dans l'économie française.

Le secteur financier représentait 5% du PIB de la France en 2010. Si l'on considère l'ensemble de l'industrie financière, c'est-à-dire incluant les centres et laboratoires de recherche, les professions auxiliaires, tels que les avocats, les informaticiens, etc, celle-ci représente près de 9% du PIB de la France. Avant la crise financière de 2008, l'industrie financière a été l'une des principales industries créatrices d'emplois, avec une progression moyenne annuelle de 40 000 embauches (soit plus 10% par an entre 1999 et 2008).

Au total, l'industrie financière – banque, assurance, intermédiation, gestion, recherche, fonctions support, etc.- représente, ainsi plus de 1 million d'emplois, soit 6% de la population active. La proportion d'emplois hautement qualifiés y est importante.

En outre, le secteur financier est le principal contribuable français, avec près de 20 milliards d'euros d'impôts (en 2011, source Etude Paris EUROPLACE, 2010).

Emplois Industrie Financière

(Source: Etude Paris EUROPLACE)

<i>Métiers finance</i>	
Banques <i>(dont BFI)</i>	483680 <i>(48 250)</i>
Assurance	160 000
Auxiliaires financiers (courtiers, établissements publics, etc.)	160 000
Gestion	13 000
Capital-investissement	3 000
<i>Total (emplois financiers en France)</i>	819 680
<i>Métiers support (emplois induits) :</i>	
Avocats et juridiques	22 000
SSII et autres informatiques	120 000
Professions comptables	25 000
Professions de conseil	36 000
<i>Total (emplois financiers en France)</i>	1022 680

II. QUELLES EVOLUTIONS POSSIBLES A MOYEN TERME ?

Ce chapitre brosse une analyse macroéconomique et macro-financière de l'économie française et de ses « secteurs institutionnels ». Entreprises non financières, ménages, administrations publiques et « reste du monde » sont analysées dans une première section (« l'économie réelle »). L'analyse des entreprises non financières y est plus approfondie que celle des autres composantes. Le secteur financier et les marchés financiers sont analysés dans une deuxième section (« l'économie financière »). Chaque section résume les évolutions récentes et trace des perspectives à horizon des toutes prochaines années en cherchant à mettre en évidence les socles solides de la prévision. Il s'en déduit, en troisième section, un scénario « spontané » de l'économie française à court moyen terme et les principales difficultés de financement probables.

2.1 L'économie réelle

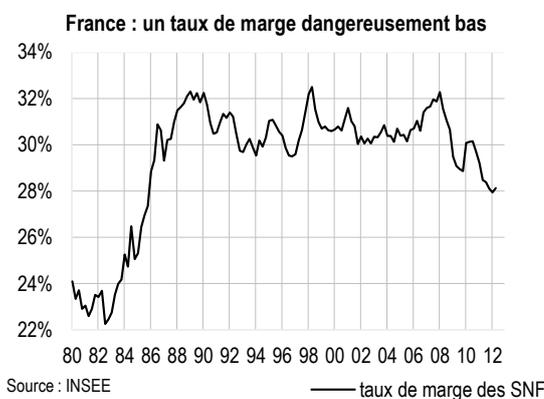
2.1.1 Les sociétés non financières

2.1.1.1 Situation financière des entreprises : résultats en moyenne, inquiétants en 2011-2012

Des données des Comptes Nationaux et des études réalisées par la Banque de France, il ressort les résultats suivants :

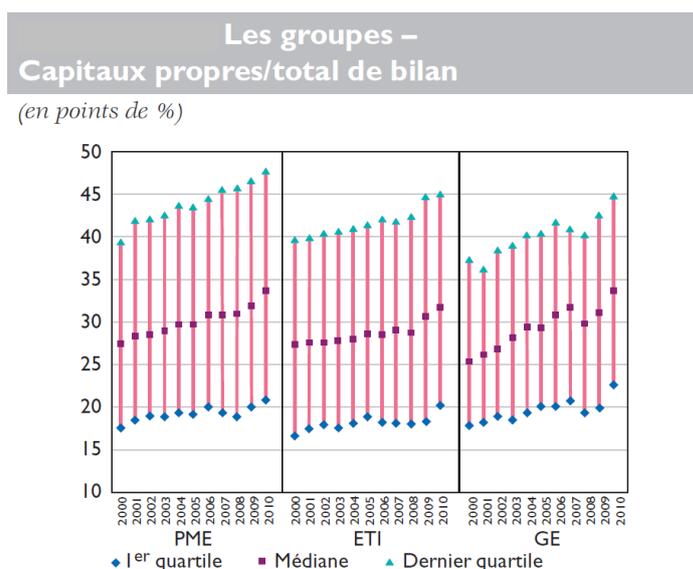
⇒ **Rentabilité : résultats en nette dégradation, mais contrastés suivant les indicateurs.**

Le taux de marge (excédent brut d'exploitation sur valeur ajoutée) **était en 2011 historiquement bas** (28,6% pour les sociétés non financières ; source INSEE), en deçà du creux de 1993-94 (30%), et de 2002 (30,2%) et bien sûr, de la moyenne des années 1999-2008 (30,8%). Il avait atteint 31,8% en 2007. Le taux de 2011 est le plus bas depuis 1986. L'INSEE (note de conjoncture de juin 2012) **prévoit la poursuite de cette baisse en 2012** vers un taux légèrement supérieur à 27%.



Le taux de rentabilité financière qui mesure le rendement des capitaux propres (capacité nette d'autofinancement sur capitaux propres) semble présenter en comparaison historique un meilleur niveau, s'approchant en 2010 des points hauts de la période 2005-07 (source Banque de France). La divergence sur les dernières années entre l'évolution du taux de marge et celle du taux de rentabilité financière provient essentiellement de la baisse des charges financières^{6,7} malgré la hausse de la dette. **En clair, la baisse puis le bas niveau des taux d'intérêt ont soutenu sur la période récente la rentabilité des entreprises malgré un taux de marge en dégradation. Le taux du crédit aux entreprises a en effet sensiblement baissé de la mi-2008 à la mi-2009. Il s'inscrit depuis lors autour de 3,1% l'an⁸ contre 5,5% l'an de la mi-2006 à la mi-2008 (source : Banque de France). Mais il est possible que, **la poursuite de la dégradation du taux de marge finisse par mordre sur la rentabilité financière** car les charges d'intérêt oscillent autour d'un bas niveau (coût du crédit en baisse depuis l'automne 2011, 2,94% en août 2012 contre 3,49% en août 2011, compensant une hausse les trimestres précédant) et la charge fiscale augmente.**

⇒ **Fonds propres : ils affichent une progression depuis 10 ans, qui s'est même accélérée depuis le début de la crise.**



Champ : Groupes non financiers

Source : Banque de France, base des comptes consolidés, novembre 2011

Par ailleurs, le ratio de fonds propres des sociétés françaises se situe dans la moyenne européenne.

⁶ Bulletin de la Banque de France, n° 186, 4^e trimestre 2011, Observatoire des entreprises : « Les entreprises en France en 2010 : une situation en demi-teinte ».

⁷ D'après l'INSEE, le taux d'intérêt apparent de la dette des sociétés non financières (charge brute de la dette sur encours de dette) a reculé d'une moyenne de 8,6% l'an sur la période 2000-08 (10% en 2008) à 5,4% en moyenne annuelle en 2010-11 de sorte que **la charge de la dette qui avait représenté 11,8% de la valeur ajoutée en 2008 a reculé à 6,9% en 2011, compensant quasiment la hausse des autres charges d'exploitation.**

⁸ Avec des variations suivant la maturité, le rating, la taille d'entreprises.

Au vu de ces données brutes, les entreprises françaises semblent avoir davantage de fonds propres que les entreprises allemandes. Cependant, le montant de provisions, plus important pour les entreprises allemandes, compense partiellement cette différence. En effet, des dispositions réglementaires et fiscales, comme la constitution de provisions pour retraites ou certaines déductions fiscales, incitent les entreprises allemandes à constituer des provisions, en réalité à caractère de fonds propres, plutôt que des réserves.

⇒ **Endettement : résultats en dégradation, mais contrastés suivant les indicateurs.**

En % du PIB, le taux d'endettement des sociétés non financières s'établissait à la fin décembre 2011 à environ 65%, en hausse depuis 2006 (55%). Le ratio d'endettement des SNF françaises est supérieur à celui des sociétés non financières allemandes, mais inférieur à celui des entreprises italiennes et surtout espagnoles qui apparaissent nettement plus endettées.

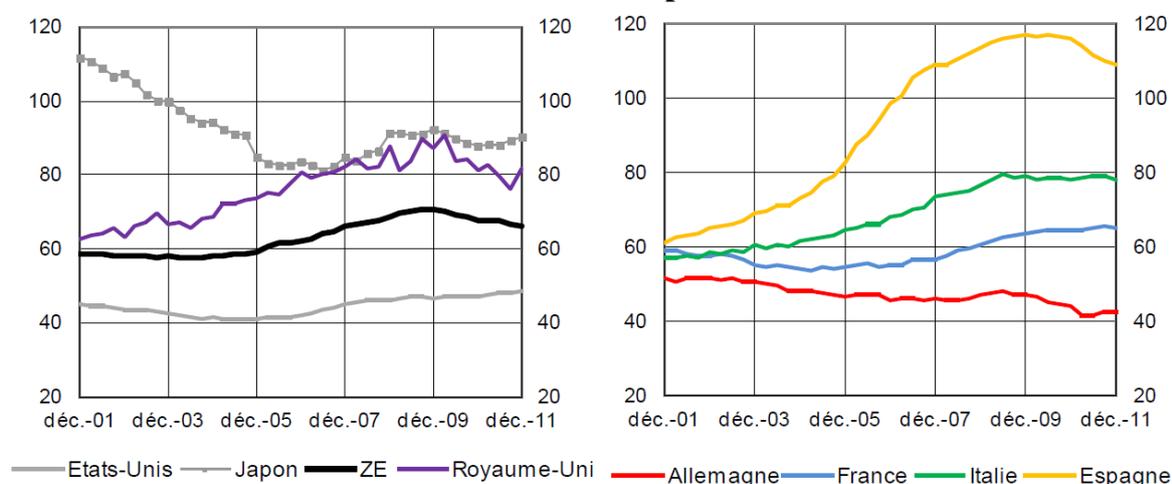
Taux d'endettement des sociétés non financières

Dettes SNF (en % du PIB)					
	31/12/2010	31/03/2011	30/06/2011	30/09/2011	31/12/2011
États-Unis	47,1	47,5	47,8	48,0	48,3
Japon	87,8	88,3	88,1	89,3	90,4
zone euro	67,8	67,6	67,4	66,8	66,2
dont Allemagne	44,0	41,6	41,8	42,5	42,5
France	64,5	64,5	65,2	65,9	65,3
Italie	78,3	78,7	79,2	79,1	78,2
Espagne	116,0	114,1	111,8	110,1	109,1
Royaume-Uni	81,3	82,5	79,5	76,4	81,7

Dettes exprimées en valeur nominale sauf pour le Japon et le Royaume-Uni où elle est mesurée en valeur de marché.

Une échelle temporelle plus large permet de faire apparaître des tendances divergentes au sein de la zone euro : baissière en Allemagne, haussière en France et dans une moindre mesure en Italie, l'Espagne étant atypique.

Taux d'endettement des SNF – comparaison internationale



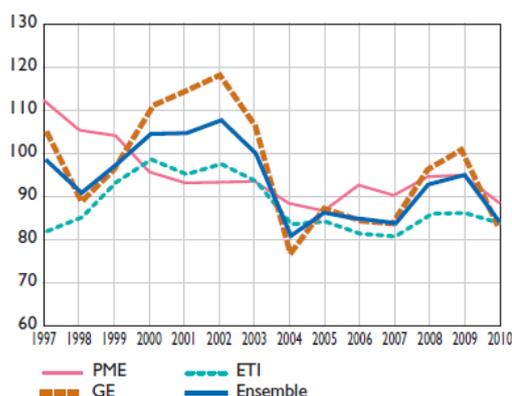
Source : Banque de France

En % de leur valeur ajoutée, le ratio de dette brute des sociétés non financières françaises était fin 2010 **historiquement élevé** : 131%, contre 111% en 2007, 118% en 2001 et 105% en 1995 (source INSEE). Certes, la progression du ratio a été modérée, comparé à la moyenne des sociétés non financières de la zone euro. Mais elle n'en est pas moins significative.

En revanche, le **ratio d'endettement bilanciel (endettement financier sur capitaux propres) baisse tendanciellement depuis le début de la décennie**, sous l'effet d'une progression plus rapide des capitaux propres que de la dette. Il faut se garder de déduire de ce dernier constat que les entreprises françaises disposent d'une marge d'endettement plus importante que par le passé. Les sources de financement (fonds propres et dettes) ont tout simplement progressé plus vite que la valeur ajoutée qui permet de les rémunérer (intérêt, dividendes) et de rembourser la dette⁹.

Taux d'endettement – Endettement financier/capitaux propres

(en %)



Champ : Entreprises non financières définies au sens LME

Note de lecture : l'endettement financier et les capitaux propres sont retraités de l'estimation des doubles comptes qui sont neutralisés partiellement.

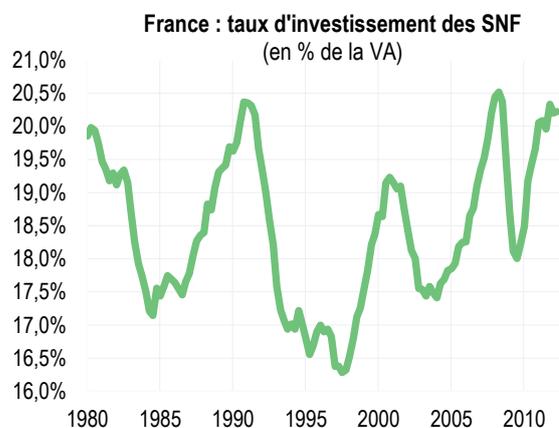
Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2011

Les marges d'endettement des entreprises françaises sont donc plutôt faibles malgré des structures bilancielles plus solides. Ce diagnostic peut être nuancé dans la mesure où le bas niveau des charges financières (en 2011, charges brutes à 6,9% de la valeur ajoutée, charges nettes à 1,2%) leur laisse provisoirement une marge de progression.

⇒ **Investissement et autofinancement : situation non tenable dans la durée.**

⁹ Si le ratio dette sur valeur ajoutée croît alors que le ratio dette sur fonds propres décroît, cela signifie que les fonds propres augmentent plus vite que la dette qui, elle-même, augmente plus vite que la valeur ajoutée. Il ressort des calculs de BNPP à partir de données de la Banque de France que pour les sociétés non financières, de 1996 à 2010, la valeur ajoutée a progressé de 61%, la dette brute (y.c. dette commerciale) a progressé de 81% et les fonds propres de 196%.

Le taux d'investissement des sociétés non financières (formation brute de capital fixe sur valeur ajoutée) a paradoxalement atteint en 2011 un haut niveau : 20,1%¹⁰ contre 18,6% en moyenne sur la période 1999-2008, dont un creux à 17,7% en 2002-03 et un pic à 20,2% en 2008. Pour 2012, l'INSEE prévoit une quasi-stabilité du taux d'investissement autour de 20% bien que le taux d'investissement ait sans doute reculé au second trimestre.

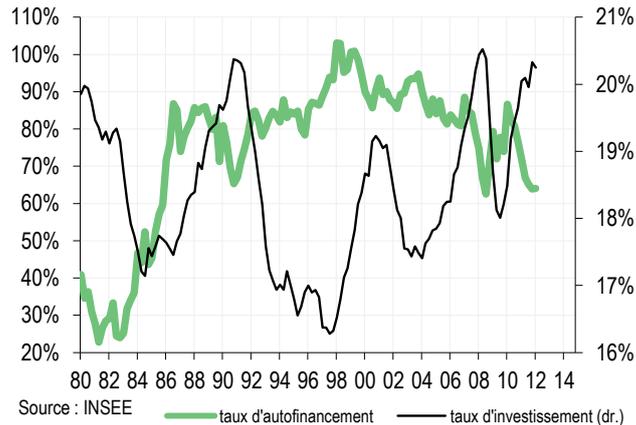


Source : INSEE

En revanche, **le taux d'autofinancement** (épargne brute sur formation brute de capital fixe) a touché en 2011 un creux historique à 67%, contre un ratio moyen de 75% sur la période 2008-2010, de 85% sur la période 2004-07 et supérieur à 90% sur la période 1999-2003. L'INSEE (note de conjoncture de juin 2012) prévoit la poursuite de la baisse de ce ratio à 60% en 2012. Dans ce contexte, **le besoin de financement** (Investissement moins Épargne brute) s'est creusé depuis le début du siècle, oscillant autour de 1% du PIB de 2000 à 2004, de 2% de 2005 à 2010, jusqu'à atteindre 3,3% en 2011 (65 milliards d'euros). En extrapolant les prévisions de l'INSEE, **le besoin de financement pourrait atteindre en 2012 3,7% du PIB (75 milliards d'euros), soit environ 8% de la valeur ajoutée des sociétés non financières.** En simplifiant, rapporté à la valeur ajoutée des sociétés non financières, l'investissement en représente 20%, s'autofinance à hauteur de 12% et réclame un financement externe (dette et fonds propres d'origine externe) à hauteur de 8%. **Au total, un effort d'investissement aujourd'hui supérieur à la moyenne de longue période nécessite un financement externe dans des proportions qu'on n'avait plus observées depuis le milieu des années 80¹¹.**

¹⁰ Ce niveau élevé pourrait toutefois être révisé en baisse. Ceci ne modifierait pas le message d'une résistance de l'investissement.

¹¹ Il est possible que l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt ces dernières années ait favorisé la poursuite de l'effort d'investissement financé par endettement.



Cette dynamique n'est pas tenable dans la durée car elle porte un risque d'effet de « boule de neige » de la dette des entreprises à l'image de certaines dettes publiques. A horizon de 3-4 ans, sous l'hypothèse d'une progression nominale de la valeur ajoutée des sociétés non financières de +2% l'an en 2012-2013 (dans une hypothèse plutôt optimiste) à +4% l'an les années suivantes, ce besoin de financement annuel d'environ 8% de la valeur ajoutée dans un contexte plutôt haussier de taux d'intérêt, certes bas aujourd'hui, accroît sensiblement la dette et la charge d'intérêt afférentes, avec un risque d'effet de boule de neige entre ces deux agrégats.

⇒ **Partage de la valeur ajoutée : tensions accrues.**

En premier lieu, pour le partage profits-salaires. Depuis 2009, la progression des salaires, certes modérée, reste constante (rythme annuel légèrement supérieur à 2% pour le salaire moyen par tête en euros courants, 0,6% en euros constants) et les ajustements d'effectifs limités. D'après l'INSEE, la part des rémunérations (salaires nets et cotisations sociales) dans la valeur ajoutée des sociétés a progressé de 65,6% au quatrième trimestre 2008 à 68,1% au deuxième trimestre 2012 (plus 2,5 points), celle des salaires bruts (salaires nets et cotisations sociales salariales) de 50,0% à 51,5% (plus 1,5 points). Compte tenu de la hausse au cours de la période des cotisations sociales salariales, il est probable que la part des salaires nets dans la valeur ajoutée n'a que très faiblement progressé. D'où un écart entre une perception par les salariés d'un piétinement de leur revenu direct et la réalité vécue par les entreprises d'un alourdissement des charges salariales. Les marges des entreprises subissent donc les aléas d'une conjoncture déprimée dans un contexte **où la forte pression concurrentielle ne permet de répercuter que partiellement les hausses de coût dans les prix, en particulier pour les rémunérations et les matières premières**¹².

¹² D'après l'INSEE, note de conjoncture (juin 2012), la baisse du taux de marge au coût des facteurs depuis 2010 résulte de l'augmentation de la masse salariale et de la hausse du prix des consommations intermédiaires.

En second lieu, pour la répartition de l'excédent brut d'exploitation (EBE). De 1990 à 2011, la part des frais financiers nets (versés moins reçus) rapportée à la valeur ajoutée a baissé de 6,1% à 1,2%, tandis que la part des dividendes nets (versés moins reçus) a progressé de 4,5% à 9%¹³. En conséquence, **la rémunération nette du capital (intérêts plus dividendes) rapportée à la valeur ajoutée est restée à peu près stable** (respectivement 10,6% et 10,2%). Sur la période, la progression de la dette (de l'ordre du doublement en valeur pour la dette brute, un peu moins pour la dette nette) a été plus que compensée par la baisse des taux d'intérêt tandis que la progression des fonds propres (multipliés par trois) n'a pas été compensée par une baisse du ratio de distribution de dividendes rapporté aux fonds propres, resté à peu près stable¹⁴. D'où une part réduite des intérêts (bruts et nets) dans la valeur ajoutée. D'où une part accrue des dividendes (bruts et nets) dans la valeur ajoutée. **Au total, l'autofinancement est doublement contraint par la baisse du taux de marge et la hausse du ratio des dividendes sur valeur ajoutée, partiellement compensé par la baisse non durable des charges d'intérêt sur valeur ajoutée.**

⇒ **En synthétisant ces différents aspects de la situation financière moyenne des entreprises françaises** - rentabilité, endettement, investissement, autofinancement, répartition de la valeur ajoutée-, on aboutit aux deux conclusions principales suivantes :

- **l'endettement devient une question délicate** : de plus en plus nécessaire pour financer l'investissement en capital fixe et circulant, de moins en moins souhaitable au regard du niveau relatif déjà atteint en comparaison historique et d'un risque d'emballement. En comparaison internationale, le message peut être nuancé car la France se situe légèrement en deçà de la moyenne des pays de la zone euro en 2011 (66% du PIB contre 70%), avec toutefois une progression plus rapide du ratio dette/PIB que celui de la moyenne de la zone depuis 2007 ;
- **le maintien de taux d'intérêt des emprunts sur de bas niveaux constitue un enjeu vital pour les entreprises et la croissance économique** : pour éviter d'accroître les tensions sur la répartition de la valeur ajoutée ; pour limiter la baisse de la rentabilité financière et de la profitabilité dans un contexte de baisse importante du taux de marge ; pour éviter une chute du taux d'investissement, soutenu aujourd'hui plus que jamais par l'endettement. Tous ces enjeux dans un contexte où l'on peut envisager une croissance nominale du PIB de la France de l'ordre de 3% à 4% l'an sur la période 2012-16 (1,7% en 2012 et 2,6% en 2013 d'après l'OCDE, prévisions de mai 2012 mais biais baissier en octobre 2012)¹⁵, contre 4,8% l'an en 2006-07, +2,3% en 2008, -2,4% en 2009 et 2,7% l'an en

¹³ « Audit de la situation des entreprises françaises », COE-Rexecode, Juillet 2012.

¹⁴ Le ratio de dividendes versés rapporté aux fonds propres non consolidés a oscillé entre 3% et 3,5% dans les années 1990 puis entre 4 et 4,5% dans les années 2000. Le ratio des dividendes nets (versés moins reçus) a oscillé entre 2,5% et 3% au cours de la période.

2010-11. Si les taux d'intérêt s'écartaient sensiblement de ces niveaux, on risquerait une spirale récessive¹⁶.

2.1.1.2 Santé financière des entreprises : écarts entre PME, ETI et GE¹⁷

On observe les principaux écarts suivants :

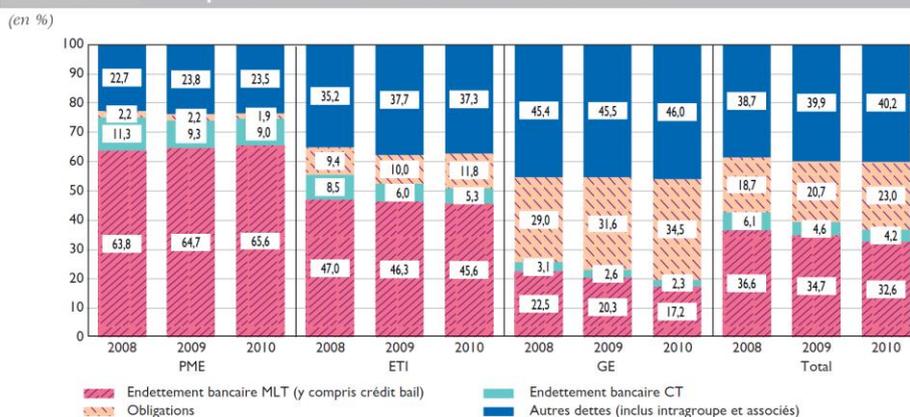
⇒ **Entre PME et GE, pour les indicateurs de rentabilité** (taux de marge, rentabilité économique), **d'investissement, d'autofinancement et de besoin en fonds de roulement**, globalement bien meilleurs pour les GE que pour les PME. Les ETI sont dans une position intermédiaire. L'évolution et le niveau du besoin en fond de roulement distinguent significativement les PME et les GE, très élevés et stables sur longue période pour les PME (autour de 35 jours de Chiffre d'Affaires), en baisse régulière et désormais négatif pour les GE (moins 2 jours de Chiffre d'Affaires). Une moitié de ces dernières est désormais en position de gérer sa trésorerie comme un centre autonome de profit qui contribue à améliorer la rentabilité. En revanche, la part des capitaux propres dans le total des ressources et du bilan est proche pour les deux groupes d'entreprises.

⇒ **Entre PME, ETI et GE, pour la structure de l'endettement financier** consolidé. L'endettement bancaire représentait fin 2010 la quasi-totalité de l'endettement financier pour les PME (en hausse tendancielle), les trois quart pour les ETI (en baisse tendancielle) et plus d'un tiers pour les GE (en baisse tendancielle). . Au sein des PME, environ un quart ont une situation financière très fragile : taux d'endettement très élevé, trésorerie faible voir quasi-nulle pour un dixième d'entre elles, besoin en fond de roulement lui aussi très élevé, **dont l'évolution peut être inquiétante, si le PIB continue de stagner ou recule en 2013.**

¹⁶ **Les taux d'intérêt jouent un rôle essentiel dans l'atténuation ou l'accentuation des crises.** Depuis 2008, ils ont été divisés par deux de sorte que leur niveau a suivi à peu près celui de la croissance nominale du PIB. L'encours de crédit aux entreprises a continué de progresser. Il n'y a pas eu de bon spectaculaire des faillites d'entreprises. En 1993, année de récession, la réunification de l'Allemagne avait entraîné une forte hausse des taux d'intérêt en France, dont le niveau, autour de 11% excédait largement celui de la croissance nominale du PIB (autour de 1%). Il s'en est suivi une explosion des faillites d'entreprises et du chômage.

¹⁷ Ces constats s'appuient sur l'étude de la Banque de France déjà citée.

Composantes de l'endettement financier selon la taille



Champ : Entreprises non financières définies au sens LME

Note de lecture : l'endettement financier est retraité de l'estimation des doubles comptes

Source : Banque de France, base FIBEN, novembre 2011

Part du crédit bancaire dans la dette (consolidée)	PME			ETI			GE			Total		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	97%	97%	98%	86%	84%	81%	47%	42%	36%	70%	66%	62%

⇒ En synthétisant ces différents aspects de la dispersion de la situation financière des entreprises françaises, on aboutit aux conclusions principales suivantes :

- les « queues de distribution » (un quart des PME et ETI, un dixième des GE) ont une santé financière fragile ou franchement dégradée. La question du renouvellement des crédits de trésorerie et du financement externe à moyen-long terme est clef. Pour les PME, seule la voie du crédit bancaire semble possible ;
- **au regard de la structure de l'endettement financier, la question de la désintermédiation par les marchés ne peut être traitée de manière globale :** désintermédiation quasi-inexistante pour les PME, porte déjà entrouverte pour les ETI, financement obligataire dominant comparé au crédit bancaire pour les GE. Pour cette dernière catégorie, la question du financement par endettement se pose à la fois pour le crédit bancaire et la dette de marché :
 - dans le cadre des nouvelles régulations, quelle capacité des banques commerciales à offrir du crédit (de même que pour les PME et ETI) ?
 - quelle capacité du marché obligataire à répondre à l'offre de titres des entreprises, notamment de renouvellement, dans un contexte de forte préférence pour la liquidité, de marchés volatils et tendus, voire saturés¹⁸ ? Toutefois, les « corporates bonds » de très bonne qualité se placent sans difficulté et même, récemment, ceux de moins bonne qualité.
- pour les PME, l'accès aux crédits bancaires est primordial du fait de l'absence relative de sources alternatives de financement. Assez logiquement, elles se voient appliquer un coût du crédit relativement plus élevé que pour les GE. Elles

¹⁸ Sur le marché obligataire de la zone euro : T4 2011 : forte aversion au risque, T1 2012 : réduction de l'aversion, T2 2012 : de nouveau forte aversion, T3 2012, nouvel appétit pour le risque etc.

sont pénalisées par un pouvoir de négociation défavorable vis-à-vis des grands groupes, s'agissant du crédit interentreprises¹⁹.

2.1.1.3 Comparaison avec les autres pays de la zone euro : taux de marge des entreprises françaises plus bas et en dégradation relative, structures bilanciennes apparemment plus solides.

⇒ **Pour l'ensemble des sociétés non financières**, il ressort les conclusions suivantes (Eurostat) :

- **le taux de marge** des sociétés non financières de la France est en longue période le plus bas des grands pays de la zone euro (moyenne 2001-2011 de 30% pour la France contre 39% pour la zone euro) ;
- dans la zone euro, en moyenne, le taux de marge s'est dégradé sensiblement en 2008 et 2009, redressé en 2010 est légèrement dégradé en 2011 (excepté pour l'Espagne dont le taux de marge se redresse continuellement depuis 2008) ;
- **en 2011, Italie et France sont les seuls pays à accuser une dégradation sensible du taux de marge** de sorte que ce dernier se situe exclusivement pour ces deux pays en dessous du creux de 2009. L'écart entre le taux de marge de la France et celui de la moyenne de la zone euro a donc eu plutôt tendance à se creuser ces dernières années.

⇒ **Pour les PME**, une étude récente de la Banque de France²⁰ indique un redressement de la rentabilité (résultat net avant impôts sur capitaux propres) en 2010 en France comme dans la plupart des pays de la zone euro, toutefois insuffisant pour compenser la dégradation de 2008-09. La rentabilité des PME françaises semble se situer dans la moyenne de la zone euro. Mais les comparaisons en niveau entre pays de la zone euro apparaissent délicates. L'étude signale **la solide rentabilité des PME allemandes** : redressement en 2000-2007, très faible dégradation en 2008-09. L'étude indique aussi que le recours au crédit bancaire dans le total du bilan est en France assez stable depuis 2000 et inférieur aux autres pays de la zone euro, quel que soit le secteur d'activité. En revanche, le recours aux dettes fournisseurs et aux dettes intra-groupe constitue en France, avec quelques autres pays, une source de financement importante. Avec la crise, les PME

¹⁹ Les PME sont les principales consommatrices de crédit bancaire (72% des lignes de crédit entre janvier 2009 et juillet 2010, représentant 27% du volume des prêts accordés sur cette période) mais elles y accèdent à des conditions moins favorables que les grands groupes (150 à 200 points de base de plus). Cet écart s'est creusé depuis 2008. Par ailleurs, si le financement des investissements s'est maintenu, les crédits à moins d'un an ne représentent plus que 15% des encours totaux. Les stratégies mises en place pour les entreprises pour réduire leur dépendance au secteur bancaire ne sont pas sans effets défavorables. L'adossement à un groupe, qui permet d'accéder à un financement interne, réduit la part des PME indépendantes dans le tissu entrepreneurial français. Le recours au crédit interentreprises est souvent « non-collaboratif ».

²⁰ Direction des Entreprises – Observatoire des entreprises – Bulletin de la Banque de France, N° 188, 2^e trimestre 2012 : « Les PME en Europe : les disparités entre pays et secteurs sont plus fortes en 2010 qu'avant la crise ».

françaises ont ajusté leurs dépenses et redressé leur trésorerie depuis 2009, mais avec une dispersion croissante entre les plus solides et les plus fragiles.

L'étude fait implicitement ressortir **la dépendance financière relativement importante des PME françaises au secteur non financier**. L'étude ne se prolonge pas jusqu'en 2011, année de dégradation probable de la santé financière des PME à l'image de la moyenne des sociétés non financières françaises.

⇒ Par ailleurs, **la part des fonds propres dans le passif des sociétés non financières est en France relativement plus importante que dans les autres grands pays de la zone euro (données consolidées, Eurostat). Toutefois, des questions méthodologiques rendent les comparaisons délicates (cf. provisions allemandes à caractère de réserve).**

2.1.1.4 Perspectives de comportement des entreprises au regard de leur situation financière : besoin de reconstitution des marges, risque de recul de l'investissement

- **Comportement financier passé.** Au cours des années 2000, particulièrement après le choc de 2008, **les entrepreneurs ont cherché à réduire leur vulnérabilité financière** en mobilisant leur résultat pour renforcer leur trésorerie et accroître leurs capitaux propres²¹. Ce comportement a concerné toutes les catégories de taille d'entreprises. **Mais elles n'ont pas hésité à recourir aussi à l'endettement pour préserver/accroître leur effort d'investissement** car l'autofinancement a baissé à prix constants depuis le début du siècle tandis que l'investissement progressait (aussi à prix constants)²²: d'où la baisse mécanique du taux d'autofinancement. Dans ce contexte, **le besoin de financement s'est creusé depuis le début du siècle pour atteindre près de 4% du PIB en 2012, soit 8% de la valeur ajoutée des sociétés non financières** (partie 1.1.).

- **Comportement financier prévisible.** Au regard des caractéristiques décrites ci-avant, il apparaît assez probable que **les entreprises chercheront prioritairement à redresser leur taux d'autofinancement**. Dans la mesure où le coût de l'endettement aura passé un creux historique en 2010-12, où les critères d'endettement (crédit et dette de marché) peuvent devenir plus sélectifs (voir parties suivantes), où le recours aux fonds propres d'origine externe est coûteux et incertain, où les salaires sont plutôt rigides à la baisse et où la pression sur les marges devait rester forte, **les principales variables d'ajustement se ramènent à l'investissement et aux réductions d'effectifs, si la croissance du PIB reste**

²¹ D'après la Banque de France, la part moyenne des trésoreries dans le bilan a progressé de 10% en 1997 à 17% en 2011. Le ratio des capitaux propres sur le total des ressources a progressé de 30% en 1997 à 35% en 2010 (base FIBEN de la Banque de France).

²² En valeur, l'autofinancement est passé de 120 milliards en 2000 à 160 milliards en 2007 et 136 milliards en 2011. A prix constants, il a reculé de 2000 à 2011. Durant cette période, l'investissement a bien sûr progressé, en valeur de 155 milliards en 2000 à 213 milliards en 2011. En volume, au cours de la période, il a progressé de 32%.

atone. Cet ajustement se révélera d'autant plus nécessaire qu'une croissance faible pèsera sur le chiffre d'affaires, les marges et l'épargne.

Si la variable d'ajustement ne concentre sur l'investissement (« formation brute de capital fixe »), il résulte d'un simple calcul arithmétique que la remontée du taux d'autofinancement des sociétés non financières de 67% (en 2011) vers 80-90% (norme de longue période) implique que leur taux d'investissement revienne de 20,1% de leur valeur ajoutée (2011) vers une fourchette comprise entre 17,5% et 15,5%²³. Ceci représente un recul de l'investissement compris entre 13% et 23% (à PIB constant et épargne/VA constantes) qui pourrait s'étaler sur plusieurs années. A partir d'un taux d'autofinancement de 60% (estimation de l'INSEE pour 2012), on obtiendrait un recul de l'investissement compris respectivement entre 25% et 33%. Ces chiffres constituent bien sûr des majorants. **Mais ils illustrent une tendance lourde possible. Ils montrent aussi la nécessité d'une remontée des taux de marge et d'épargne des sociétés non financières**, deuxième catégorie de variables d'ajustement possible pour obtenir une hausse du taux d'autofinancement.

2.1.1.5 Stratégies financières prévisibles des entreprises : volonté de maîtrise de l'endettement, éventuellement au détriment de l'investissement²⁴

• PME/ETI

Il est possible de styliser deux grandes catégories de PME en France :

- **entreprises « moins dynamiques »** dont la vocation est d'évoluer dans un environnement local, dans un contexte où le capital investissement reste globalement marginal ;
- **entreprises « plus dynamiques »** dont le développement s'articule largement autour d'opérations de croissance externe, et qui s'intègrent souvent dans des groupes qui favorisent leur essor et assurent leur profitabilité et leur pérennité.

Dans un environnement économique incertain, les deux catégories de PME privilégient une réduction du levier d'endettement pour des raisons différentes. Cette réduction n'est guère imputable à un rationnement des banques mais relève d'une stratégie financière dans un contexte économique dégradé depuis 2007 :

- **pour les entreprises « moins dynamiques »**, cette stratégie répond à un besoin accru de flexibilité financière dans cet environnement qui accroît la sensibilité de leurs dépenses à une dégradation de leur situation financière.
- **pour les PME « plus dynamiques »**, la réduction du levier d'endettement permet d'accroître leur rentabilité financière marginale, *via* la réduction de leur charge

²³ Ce recul représente 1,3 à 2,6 points de PIB. Avec les effets induits, la baisse du PIB serait plus importante, mais sans doute étalée sur plusieurs années.

²⁴ Considérations résultant pour partie d'interviews et d'enquêtes.

d'intérêt, et de mieux se positionner dans la perspective d'une éventuelle opération de croissance externe.

Autre caractéristique présente et à venir du modèle de financement des PME françaises, les entreprises utilisent encore majoritairement le crédit interentreprises pour le financement de leur trésorerie. Du fait des rapports de force inégaux, les délais de paiement pèsent davantage sur les PME que sur les grandes entreprises, ce qui fragilise le tissu productif.

En résumé, la volonté de désendettement des PME paraît manifeste. Mais, au regard des réalités telles que décrites dans les parties précédentes, le recours à l'endettement reste une nécessité pour préserver l'activité et financer l'investissement dans une conjoncture dégradée. Tenir compte aussi de la situation financière dégradée d'environ un quart des PME (voir ci-dessus) et de la quasi-impossibilité pour la plupart d'accéder au financement obligataire.

• **Grandes Entreprises (GE)**

Les GE expriment des besoins de financement externe modérés, voire une absence de besoin pour au moins la moitié. Les conséquences attendues de Bâle III sur l'offre des banques commerciales les incitent à prolonger/accroître la stratégie financière qu'elles développent depuis 2008 :

- **priorité à l'autofinancement**, recours modéré aux fonds propres d'origine externe ;
- **recherche de l'autonomie financière**, *via* la constitution d'une trésorerie abondante permettant de faire face aux aléas de la conjoncture et aussi, pour plusieurs grands groupes, *via* la création de filiales financières permettant notamment l'accès au refinancement de la BCE ;
- **réduction de la dépendance vis-à-vis des banques commerciales**, même si les taux d'intérêt sont attractifs, compte tenu d'une perception du risque bancaire accru et des incertitudes sur l'offre de crédit, notamment pour le renouvellement des lignes. Les emprunts bancaires sont donc réduits, concentrés sur le back up (autorisé/utilisé) et dans certains cas, sur les emprunts locaux hors zone euro (Russie, Chine, etc.) en utilisant les possibilités offertes par les agences para étatiques (BEI, BIRD, etc.).
- **préférence pour la dette obligataire**. Les émissions obligataires se placent sans difficultés pour des maturités de 5 à 10 ans alors que les prêts bancaires tendent à se borner à 3-5 ans. Les places d'émissions peuvent être diversifiées, y compris vers les grands pays émergents. Diversification et allongement des maturités permettent de sécuriser des financements. Pour faire face à la volatilité des marchés, les GE concernées disposent d'une trésorerie abondante comme d'un « stock tampon » et développent **une organisation adaptée** : communication forte avec les investisseurs français et étrangers, suivi serré des marchés

obligataires mondiaux pour profiter de toutes les fenêtres d'opportunité, respect scrupuleux des demandes des régulateurs (AMF), etc.

• **Au total, le désendettement semble désiré par nombre d'entreprises et pourrait, à ce titre, devenir l'investissement prioritaire pour certaines**, en particulier le désendettement bancaire pour de nombreuses GE. Cette volonté présumée ne devrait toutefois pas se traduire par un ralentissement significatif de l'encours de la dette des sociétés non financières **car les besoins à financer sont aujourd'hui très élevés et une inflexion de la dynamique actuelle prendra nécessairement du temps**. Les entreprises non financières disposent sans doute provisoirement de marges d'endettement limitées.

Le financement par fonds propres d'origine externe est réduit depuis plusieurs années car la demande de titres sur le marché des émissions primaires est faible²⁵. Du côté de l'offre de titres, le recours à ces fonds propres **pourrait faire l'objet de réticences**. En effet, la question de l'importance des fonds propres à rémunérer comparée à la valeur ajoutée qui les rémunère devient sensible. Rappelons que **les fonds propres des sociétés non financières ont été multipliés par 3 depuis 15 ans tandis que la valeur ajoutée créée par ces mêmes sociétés n'a été multipliée que par 1,6**. Si les entrepreneurs estiment que les rémunérations des capitaux (intérêts, dividendes) est devenue trop importante au regard de ce qui peut leur être alloué, **le freinage du recours au financement externe pourrait aussi concerner les fonds propres**, *via* une baisse des émissions.

2.1.1.6 Perspectives : besoin de financement externe des entreprises, stratégies d'adaptation, questions soulevées

• **En résumé**, les entreprises ont cherché à limiter leur besoin de financement externe *via* l'ajustement des stocks et les coûts de fonctionnement depuis 2009-10, sans succès véritable (puisque le taux d'autofinancement a continué de baisser). **La réduction du besoin de financement pourrait résulter d'un effort de reconstitution des marges, notamment par des ajustements d'effectifs. Elle pourrait résulter aussi d'un recul de l'investissement, les entreprises qui le peuvent affectant une partie de leur potentiel d'autofinancement au désendettement**. Dans un scénario probable de croissance faible à horizon de deux-trois ans, les perspectives d'investissement et de financement des entreprises non financières françaises sont les suivantes :

- **stagnation ou baisse de l'investissement productif ;**
- malgré ce comportement d'ajustement, dans la mesure où l'atonie de la croissance pèsera sur le chiffre d'affaires, les marges et l'épargne des entreprises, **évolution du besoin de financement autour de la stabilisation pour près de 80 milliards**

²⁵ D'après Dealogic et Alphavalue, le financement par émission d'actions ne représente qu'environ 4% du financement externe des sociétés non financière sur la période 2008-2011 (excepté 2009). Ce ratio a baissé tendanciuellement de 25% en 1999 à 11% en 2007.

l'an (4% du PIB, 8% de la valeur ajoutée des sociétés non financières) au moins en 2012-2013 ; recul possible ensuite mais pas évident ;

- **poursuite de la croissance de l'encours de la dette** (dont le crédit bancaire malgré le freinage désiré de l'endettement). Dans un contexte de marché primaire action peu sollicité, l'endettement demeure la source essentielle de financement externe. Un besoin de financement externe de l'ordre de 4 points de PIB financé par de la dette s'ajoutera à l'encours existant, ce qui fera à la fois progresser la dette et son ratio rapporté au PIB.

• Considéré en moyenne et en dispersion, considéré aussi en comparaison internationale, **ce scénario d'adaptation des entreprises pose plusieurs questions essentielles après quatre années de crise :**

- quelles mesures proposer pour éviter la baisse de l'investissement et la récession ?
- le secteur bancaire peut-il être capable de satisfaire la demande croissante de crédit à des conditions de taux non dégradées (on a vu que le bas niveau de taux ces dernières années est un facteur essentiel de soutien), surtout pour les catégories fragiles, dans le cadre de la nouvelle régulation ?
- le marché obligataire privé (et le financement alternatif) peut-il relayer un éventuel tassement de l'offre de crédit bancaire, lui aussi à des conditions de taux favorables et maintenir les besoins des grandes entreprises²⁶ ?
- l'importance du besoin de financement externe après quatre années de crise, surtout pour les PME *via* le crédit bancaire et le financement par le secteur non financier, constitue-t-elle une singularité française, contribuant à handicaper la compétitivité ?

2.1.2 Les ménages

L'épargne des ménages agrège en comptabilité l'épargne non financière, essentiellement l'investissement logement, et l'épargne financière, différence entre les flux nets de placements financiers et les flux nets de crédits²⁷. **L'épargne financière représente la capacité de financement des ménages.**

Le taux d'épargne des ménages rapporte leur épargne à leur revenu disponible brut (RDB). Le taux d'épargne est élevé en France²⁸ et relativement stable, oscillant entre 14,5% et 17% depuis une vingtaine d'années. Au cours de cette période, le taux d'épargne non

²⁶ La forte croissance de l'encours de dette obligataire des GE ces dernières années implique mécaniquement un recours accru au marché obligataire les prochaines années, pour seulement renouveler cette dette.

²⁷ En principe. En pratique, l'épargne financière calculée en retranchant du revenu disponible brut la consommation et l'investissement logement (et l'investissement des entrepreneurs individuels) n'est pas égale à cette différence. On observe des décalages comptables.

²⁸ Des comparaisons établies par Eurostat montrent que, fin 2010, le taux d'épargne des ménages français (16,8%) était comparable à celui des ménages allemands (17,2%) et nettement supérieur à celui des ménages italiens (12,3%), espagnols (11,3%) et britanniques (4,7%).

financière a évolué entre 8,1% et 10,3% et le taux d'épargne financière entre 4,9% et 7,6%, représentant 3% à 4,5% du PIB²⁹.

La capacité de financement des ménages s'inscrit ainsi structurellement autour de 4% du PIB depuis une vingtaine d'années. La contribution des ménages au financement de l'économie est donc essentielle : depuis le début du siècle, les entreprises financières dégagent une capacité de financement comprise entre 0,1% et 1,5% du PIB tandis que les administrations publiques et les entreprises non financières ont constamment comptabilisé un besoin de financement plus ou moins élevé.

Toutefois, l'épargne des ménages s'est internationalisée *via* les intermédiaires financiers et a financé de moins en moins les entreprises résidentes.

2.1.2.1 Depuis 2008-2009, rétablissement de l'épargne financière

Sur la période 2009-2011, l'épargne financière des ménages est voisine de 90 milliards d'euros l'an (7% du RDB ; 4,5% du PIB) contre environ 60 milliards l'an sur la période 2003-2008 (autour de 5% du RDB et de 3% du PIB).

• **Depuis les années 1990, le comportement d'épargne des ménages peut être décomposé en trois périodes :**

⇒ **1988-2002 : forte hausse du taux d'épargne**, de 11,1% en 1987 à 16,3% en 2002, résultant de la hausse importante de l'épargne financière de 0,6% à 7,6% tandis que l'investissement logement se tassait un peu de 10,3% à 8,3%. **Cette période se caractérise par une reconstitution de la capacité de financement des ménages**, tombée très bas en 1987;

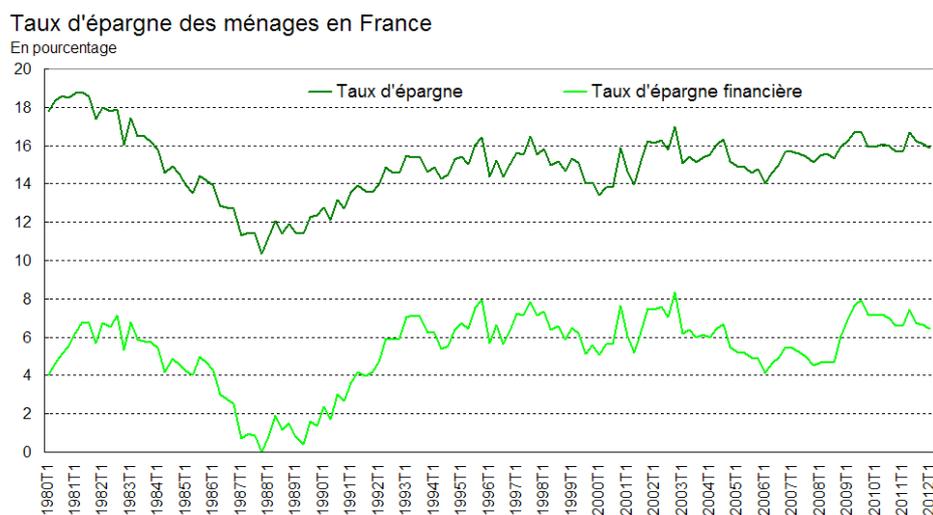
⇒ **2003-2008 : baisse modérée du taux d'épargne** de 16,3% en 2002 à 15,5% en 2008, sous l'effet **d'un tassement du taux de l'épargne financière de 7,6% à 5%** (niveau d'étiage depuis 2005) tandis que l'investissement logement remontait de 8,3% à 10,2%. Cette période se caractérise (jusqu'en 2007) par une croissance significative du pouvoir d'achat du RDB des ménages (+2,1% l'an) et du crédit aux ménages (surtout à l'habitat dans un contexte de forte hausse des prix de l'immobilier depuis la fin des années 1990), **entraînant à la fois une hausse significative de la consommation (+2,2% l'an en volume) et de l'investissement logement.**

La baisse du taux d'épargne financière résulte du recours accru au crédit (flux net de financement apporté aux ménages d'environ 4% du RDB au début des années 2000

²⁹ Le taux d'épargne financière s'était établi dans une fourchette de 1% à 4% de 1984 à 1991, expliquant en partie le besoin de financement élevé de la nation au cours de cette période.

progressant à 7,5% en 2006-2007) venant en déduction des placements qui ont fluctué autour d'une tendance plate (12% du RDB au cours de la période³⁰).

⇒ **2009-2011 : remontée sensible du taux d'épargne financière autour de 7% du RDB**, sous l'effet à la fois d'une hausse modérée du taux d'épargne (vers 16%) et d'une baisse du taux d'investissement-logement (vers 9%). De 2008 à 2011, le pouvoir d'achat du RDB a crû de 1,1% l'an, soutenu par les revenus de transfert³¹, tandis que la consommation ne progressait que de 0,4% l'an en volume. D'où la hausse du taux d'épargne. **Le niveau élevé du taux d'épargne financière au cours des trois dernières années semble donc résulter d'un arbitrage consommation/investissement-logement/épargne financière en faveur de cette dernière**, alors que la crise n'a que modérément affecté le revenu des ménages, soutenu par le « modèle redistributif français ». Les flux de placements se sont stabilisés autour de 10-11% du RDB. Les crédits aux ménages ont légèrement ralenti par rapport aux années précédentes de forte croissance. **L'économie française a donc bénéficié au cours de ces années de crise d'un flux net de financement des ménages historiquement plutôt élevé**, pas nécessairement appelé à durer car résultant d'un nouveau climat d'inquiétude : après la faillite de Lehman, le taux d'épargne financière est remonté de moins de 5% du RDB à plus de 7% en deux trimestres.



Source: INSEE

³⁰ Les placements proviennent à la fois d'un arbitrage consommation-épargne et des crédits ... qui eux-mêmes font les dépôts.

³¹ Les revenus de transferts nets (total impôts, cotisations sociales et transferts) ponctionnaient les revenus primaires (revenus des salaires, excédent brut d'exploitation des entrepreneurs individuels, revenus de patrimoine) à hauteur de 12,5 points environ sur la période 2002-2007. Cette ponction est tombée à 10,5 points depuis 2009.

- **Le motif de précaution, principal « driver » du comportement d'épargne des ménages depuis 2008-2009.**

Ce motif se concrétise à deux niveaux :

-dans l'allocation du revenu disponible, réservant une part plus importante à l'épargne financière au détriment de la consommation et de l'investissement-logement comme indiqué ci-avant ;

-dans l'allocation de l'épargne financière elle-même. Depuis 2009, l'arbitrage entre produits liquides et non liquides a peu évolué au regard du stock d'actifs financiers détenus. **En revanche, l'arbitrage entre produits risqués et non risqués a penché nettement en faveur de cette dernière catégorie (tableau ci-dessous pour l'année 2011)**³².

Epargne financière des ménages

(en %)	Liquide	Non-liquide	Non-risquée	Risquée
Stock d'actifs financiers fin 2010	39,2	60,8	67,3	32,7
Emploi de l'épargne financière en 2011	35,7	64,3	87,4	12,6
Stock d'actifs financiers fin 2011	39,0	60,9	67,8	32,2

Sources : Banque de France, BNPP

2.1.2.2 En longue période, forte hausse et redéploiement du patrimoine des ménages, en particulier immobilier. La part du patrimoine financier allouée à l'international augmente, la part allouée au financement des entreprises résidentes diminue, particulièrement en 2011.

- **Depuis le milieu des années 1990, le patrimoine des ménages a fortement progressé. Sa structure a évolué.** Fin 2011, le patrimoine brut des ménages atteignait 10424 milliards³³ d'euros (6,1 fois le RDB) dont 3797 milliards de patrimoine financier (34,5% du total ; 2,2 fois le RDB). Le patrimoine financier net de crédits atteignait 2547 milliards (1,5 fois le RDB). Depuis une quinzaine d'années, le ratio de patrimoine sur le RDB des

³² Selon la typologie suivante des actifs financiers établie par la Banque de France :

- risqués et liquides : titres de créances, actions cotées, OPCVM non monétaire ;
- risqués et non liquides : actions non cotées et assurance-vie en unité de compte ;
- non risqués et liquides : numéraires, dépôts à vue, livrets, OPCVM monétaires ;
- non risqués et non liquides : comptes à terme, épargne contractuelle (PEL, PEP), assurance-vie en support euro.

³³ La plupart des chiffres cités dans ce paragraphe sont extraits du rapport de la Cour des comptes « L'Etat et le financement de l'économie », juillet 2012.

ménages a progressé. Le RDB des ménages a augmenté de 3,4% l'an, leur actif financier de 5,5% l'an, en partie sous l'effet des valorisations boursières et leur patrimoine net total de 7,6% l'an, sous l'effet de la forte hausse du patrimoine non financier (investissement logement croissant et poussé des prix de l'immobilier³⁴). **En triplant de valeur, le patrimoine non financier a progressé de 46% du patrimoine total en 1997 à 59% en 2008.**

• **Au cours de cette période, la structure du patrimoine financier a évolué lentement :**

- recul des actions (marqué depuis 2008), des OPCVM³⁵ et de la catégorie « numéraires et dépôts » malgré une progression des comptes sur livret ;
- progression significative des « provisions techniques d'assurance » (essentiellement l'assurance-vie, exceptée en 2011).

• **L'intermédiation de l'épargne a favorisé son internationalisation.** A partir des données de la Banque de France, la part des placements étrangers dans le patrimoine financier des ménages peut être estimée à environ un quart. Cette part a augmenté jusqu'en 2011, en raison principalement des placements de l'assurance-vie.

Les raisons de l'internationalisation de cette épargne sont les suivantes :

- dans les grands pays développés, la gestion institutionnalisée de l'épargne est, par nature, plus internationalisée qu'une gestion individuelle. L'arbitrage rendement/risque s'étend en effet au champ de l'économie mondiale ;
- ce mouvement s'inscrit dans un mouvement général de diversification financière, illustré notamment par la part croissante des actifs financiers résidents détenus par les non-résidents.

• **Dans le cadre de cette diversification, l'épargne intermédiée a moins financé les entreprises résidentes**

⇒ Les encours de financement traditionnels des entreprises que sont les OPCVM détenus par les ménages marquent le pas depuis 2007. C'est particulièrement le cas des OPCVM non monétaires, davantage orientées vers le financement des entreprises non financières que les OPCVM monétaires, davantage orientés vers le financement des institutions financières monétaires. **Le portefeuille actions des OPCVM (360 Md€) s'est internationalisé, mais reste en longue période investi à 72% dans la zone euro, dont près de 2/3 (soit 45% du total) en actions françaises.** Leur portefeuille de titres de taux est investi pour plus de la moitié (52%) en titres français et seulement 16% hors zone euro

³⁴ +141% sur la période 1998-2010 contre +43% pour le RDB.

³⁵ OPCVM monétaires au cours des années 2000 suite à la baisse des taux, OPCVM non monétaires depuis 2007.

(dont 1% hors OCDE). Le double biais positif, France/zone euro est donc important et se renforce depuis 2010.

⇒ La contribution des gestionnaires d'assurance-vie au financement des entreprises résidentes baisse en part relative. **Les titres de sociétés non financières résidentes** (actions, titres de créances) **ne représentent plus que 7% du portefeuille des assureurs-vie**. Fin 2010, selon la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), sur 1681 milliards d'actifs gérés, 56% étaient orientés vers le financement des entreprises, dont plus de la moitié alloués aux entreprises non-résidentes. Ne reste qu'un quart environ du total d'actifs gérés dévolu aux entreprises résidentes. Sur ce quart, plus des deux tiers vont aux sociétés financières, moins d'un tiers aux sociétés non financières résidentes. D'où ce « reliquat » de 7 %. Ce mouvement d'internationalisation s'est accéléré en 2010-2011 : la part des financements dévolus aux entreprises non-résidentes sur le total du financement des entreprises a progressé de 51,2% fin 2010 à 53% fin 2011. Il s'est en revanche inversé en 2012, sous l'effet de la crise des pays du sud de la zone euro : les placements obligataires des assurances favorisent à nouveau les titres français (source : Banque de France, « Les placements financiers des assurances au 30 juin 2012 »).

⇒ **L'épargne réglementée est peu tournée vers les entreprises** (voir parties suivantes).

- **L'épargne des ménages allouée au financement des entreprises résidentes par la détention directe d'actions a reculé en 2010-2011** : la part des actions cotées dans les placements financiers des ménages a reculé de 16,7% fin 2006 à 10,7% au troisième trimestre 2011. Cette évolution résulte certes, d'un effet de dévalorisation, mais aussi de cessions nettes.

⇒ **L'épargne dérivée vers le fonds d'épargne de la Caisse des Dépôts s'est fortement accrue depuis 2012**. Or, une part importante est placée sur les marchés.

2.1.2.3 Perspectives 2012-2015 : baisse probable du taux d'épargne ; stabilisation possible du taux d'épargne financière ; confirmation du motif de précaution dans l'allocation de l'épargne financière, au moins jusqu'en 2013.

- **La prévision d'une baisse du taux d'épargne résulterait de celle de l'investissement logement. Elle repose sur les arguments suivants :**

⇒ **Elle est déjà amorcée depuis le premier semestre**

⇒ **Le pouvoir d'achat du RDB devrait reculer légèrement en 2012** et probablement aussi en 2013³⁶, après avoir progressé de 1,1% l'an en 2010 et 2011.. Il paraît difficile dans ce contexte que les ménages puissent continuer de comprimer l'évolution de leur consommation en deçà de celle de leur revenu disponible, comme en 2010 et 2011 ;

³⁶ 2013 : chômage, contrainte salariale, et sur les revenus de redistribution, hausse des impôts.

⇒ les crédits nets à l'habitat ralentissent depuis le premier semestre, ainsi que les ventes de logements neufs.

• **La prévision d'une stabilisation, au moins en 2013, du taux d'épargne financière repose sur les arguments suivants :**

⇒ Un ralentissement des crédits est amorcé, sous l'effet de l'inflexion des crédits à l'habitat et à la consommation. Ce mouvement devrait se poursuivre, au moins en 2013 ;

⇒ Si les placements nets ralentissent comme les crédits (les crédits font les dépôts), le taux d'épargne financière se stabiliserait.

• Dans un environnement économique incertain et dégradé, notamment par la montée persistante du chômage, **le motif de précaution devrait continuer de prévaloir dans l'allocation de l'épargne financière.** La rémunération, facteur de second ordre en 2010-2011, pourrait de nouveau devenir un argument fort, dès lors que les revenus stagnent ou baissent.

• **Ces prévisions concernent une période de croissance quasi-nulle (2012-2013 ?).** Ensuite, des anticipations plus optimistes des ménages pourraient entraîner une baisse du taux d'épargne financière.

2.1.2.4 Bilan prospectif

Sur les toutes dernières années de crise, **l'offre de financement des ménages s'est de plus en plus décalée par rapport aux besoins de financement de l'économie, en particulier des entreprises.** Certes, l'offre de financement a augmenté (hausse de l'épargne financière et des placements). Mais elle s'est orientée, soit directement, soit *via* les intermédiaires financiers, de plus en plus vers l'international, de moins en moins vers les entreprises non financières résidentes et de plus en plus vers les produits non risqués.

Pour les toutes prochaines années, la stabilisation anticipée du taux d'épargne financière reposera probablement sur un tassement de placements concomitant à celui des crédits. Les arbitrages financiers des ménages devraient prolonger ceux des années précédentes, dominés par le motif de précaution.

La question du financement des entreprises par l'épargne des ménages devient donc plus sensible et stratégique.

2.1.3 Les administrations publiques

Le besoin de financement des administrations publiques constitue à la fois le principal écueil du financement de l'économie française, notamment pour l'éviction du secteur privé, et la principale marge de redressement du besoin de financement de la nation.

Le programme de stabilité transmis à la Commission européenne en avril 2012 fixait les objectifs suivants à l'évolution du déficit public (en 2011, 103 milliards d'euros, 5,2% du PIB) :

Programme de stabilité d'avril 2012

% PIB	2012	2013	2014	2015	2016
Déficit	-4,4	-3,0	-2,0	-1,0	0
Dette	89,0	89,2	88,4	86,4	83,2

Source : programme de stabilité d'avril 2012

La trajectoire a été légèrement révisée par le nouveau gouvernement à l'été 2012:

Projet de loi de finances rectificative de juillet 2012

% PIB	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Déficit	-4,5	-3,0	-2,25	-1,5	-0,75	0
Dette	89,7	90,6	89,9	88,1	85,5	82,4

Source : PLF 2013

Cette légère révision n'a pas entamé la crédibilité accordée par les marchés à la réalisation des objectifs de réduction des déficits, comme l'atteste l'évolution des primes de risque jusqu'à présent.

Si ce scénario dérapait, les effets systémiques en sont connus : hausse des primes de risque pouvant atteindre plusieurs centaines de points de base (exemple de l'Espagne et de l'Italie), nouveau resserrement budgétaire nécessaire, nouveau ralentissement de la croissance, réduction des déficits publics moindre que celle prévue, etc. Avec une dette publique de 86% du PIB en 2011 toujours en progression relative, des charges d'intérêt sur la dette publique limitées à 2,6% du PIB grâce à des taux d'intérêt peu élevés et enfin, une croissance potentielle estimée à +1,4% l'an, la France n'est pas à l'abri des enchaînements récessifs/dépressifs que connaissent certains de ses voisins.

D'où l'impératif de crédibilité.

S'appuyant essentiellement sur un rapport de la Cour des comptes³⁷, les principaux risques pesant sur les objectifs de ce programme de stabilité sont passés en revue.

³⁷ Rapport de la Cour des comptes. « La situation et les perspectives des finances publiques », juillet 2012.

2.1.3.1 Les risques à moyen terme

- **Ils portent principalement sur le cadrage macroéconomique du programme.**

⇒ **Prévision de croissance. PIB** : 0,7% en 2012, 1,75% en 2013, 2% les années suivantes (prévisions de cadrage d'avril 2012, révisées depuis lors, mais probablement insuffisamment³⁸). Or, la croissance sera sans doute nulle en 2012 et 2013, peut-être même légèrement négative en 2013. En tout état de cause, atteindre 0,5% en 2013 supposerait un rebond au second semestre 2012, qui ne se produit pas. De plus, la croissance de 2013 sera freinée par les mesures de réduction du déficit public. Les années suivantes, une progression du PIB de 2% l'an excède la croissance potentielle estimée à +1,4% l'an, alors que la réduction des déficits publics continuera de freiner la croissance ;

⇒ **Élasticité des recettes fiscales (ou des prélèvements obligatoires ?) à la variation du PIB.** Elle a été estimée dans le programme de stabilité à 1,05 (une hausse du PIB de 1% entraîne une hausse des recettes de 1,05%). La Cour des comptes estime cette élasticité un peu trop élevée dans un contexte de croissance faible ;

⇒ **Élasticité de la variation du PIB à la réduction du déficit budgétaire.** Cette question centrale n'est pas prise en compte explicitement dans les prévisions de croissance du programme de stabilité³⁹. Jusqu'en 2011, faute d'avoir retenu une élasticité réaliste de l'effet de la réduction du déficit budgétaire sur le PIB⁴⁰, les prévisions de la Commission européenne ont systématiquement surestimé les taux de croissance du PIB des pays de la zone euro qui devaient effectuer de gros efforts de redressement budgétaire. D'où de grandes désillusions. **Il est à craindre dans le cas français qu'une réduction significative « ex ante » du déficit budgétaire n'infléchisse la croissance plus que prévu⁴¹ et ne conduise « ex post » à une réduction du déficit moindre, nécessitant de nouvelles mesures correctives.**

- **D'autres risques sont à signaler.**

³⁸ En août 2012, les prévisions gouvernementales de croissance du PIB ont été ramenées à 0,3% pour 2012 et 1,2% pour 2013. Le projet de loi de finances rectificatif pour 2012 intègre les effets d'une croissance corrigée de 0,7% à 0,3% pour 2012 pour atteindre les objectifs assignés de déficit public.

³⁹ Dans un Flash économie (28 août 2012 n° 561), Patrick Artus écrit : « Les gouvernements font en général une prévision de croissance, puis ajustent la politique budgétaire pour obtenir le déficit public souhaité, en prenant la prévision de croissance comme donnée, sans tenir compte des interactions entre déficit public et croissance, c'est-à-dire sans prendre en compte l'endogénéité de la croissance et des recettes fiscales. ». En fait, « la politique budgétaire plus restrictive réduit la croissance ; la perte de croissance accroît le déficit public, donc augmente le besoin de restriction budgétaire. »

⁴⁰ Elle a été sur la période 2008-2011 de l'ordre de 1 : un point de réduction « ex ante » du déficit réduit le PIB d'un point, ce qui implique une réduction « ex post » de 0,5 point du déficit budgétaire. Les modèles macroéconomiques d'inspiration keynésienne montrent que le PIB diminue de 0,5 à 1,2 point, selon les mesures mises en œuvre, lorsque le déficit est réduit d'un point de PIB, en supposant que les autres pays maintiennent leurs déficits inchangés. Selon l'OCDE, cet effet est de 25 à 50% plus élevé lorsque les pays membres de cette organisation réduisent ensemble leur déficit de ce montant.

⁴¹ Le rapport de la Cour des comptes indique toutefois que cette élasticité varie suivant les modalités retenues.

⇒ **Taux d'intérêt des emprunts de l'Etat français.** Ils sont aujourd'hui historiquement bas (même négatifs pour les taux à court terme) sur le double effet d'un taux sans risque très bas⁴² et d'une prime de risque réduite, certes par la crédibilité acquise par le respect des objectifs de déficit public, mais aussi par le retour de fonds placés dans les pays du sud de l'Europe par des investisseurs institutionnels français ;

⇒ **Maîtrise des dépenses des administrations sociales et locales ;**

⇒ **Coût des contentieux fiscaux** (précompte immobilier et contentieux OPCVM⁴³ étrangers) non comptabilisés, qui représenterait 0,3 point de PIB en 2013 et autour de 0,1 point de PIB les années suivantes, selon le rapport de la Cour des comptes précité.

2.1.3.2 Les risques en 2012 et 2013

⇒ **En 2012**, le collectif budgétaire tient compte des moindres rentrées fiscales résultant d'une croissance plus faible que prévu, ce qui permettrait d'atteindre l'objectif de déficit public.

⇒ **2013** sera une année particulièrement difficile pour les raisons suivantes :

- le programme de stabilité prévoit une réduction sévère du déficit public (-1,3 point par rapport à 2012) ;
- la réduction du déficit public de 7,5% du PIB en 2009 à 5,2% du PIB en 2011 avait résulté autant de l'amélioration du solde structurel que du solde conjoncturel sous l'effet d'une progression du PIB (+1,7% l'an) supérieure à la croissance potentielle (+1,2% l'an)^{44 45}. En 2012 et 2013, la croissance sera nettement inférieure à son potentiel. Il faut donc compter exclusivement sur le solde structurel pour réduire le déficit public et même aller au-delà : le redressement du solde structurel devra compenser des moindres recettes fiscales résultant d'un déficit de croissance comparé à la croissance potentielle. **En résumé, en 2010 et 2011, l'évolution du solde conjoncturel avait contribué à réduire le déficit budgétaire ; en 2012 et 2013, il devrait contribuer à le creuser ;**
- les contentieux fiscaux évoqués précédemment pèseront particulièrement en 2013.

Au total, le programme de stabilité budgétaire légèrement révisé par le projet de loi de finances rectificatif de juillet 2012 devrait être pour l'essentiel respecté tant la matérialisation des risques systémiques résultant d'un dérapage peut-être ravageuse

⁴² La référence usuelle étant le taux des emprunts fédéraux allemands de même durée.

⁴³ Voir à ce sujet le rapport de la Cour des comptes précité, p57 à 60.

⁴⁴ Hors effet des opérations temporaires.

⁴⁵ La croissance potentielle est estimée à partir de celle de la population active et de la productivité. Sur cette base, les calculs de l'OCDE donnent une croissance potentielle de +1,2% l'an en 2009-2011 et de +1,4% l'an les années suivantes.

(voir aussi partie 2.1.4). Ceci n'exclut pas un léger décalage dans le retour à l'équilibre budgétaire car des désillusions sur le taux de croissance du PIB sont possibles. **Ce scénario de finances publiques risque spontanément de conduire à une croissance quasi-nulle en 2013, modeste les années suivantes, si la croissance mondiale ne s'accélère pas.**

Le déficit public se réduirait donc significativement. **Pour mémoire, des prévisions indicatives de déficit public en milliards d'euros extrapolées à partir du plan de stabilité du nouveau gouvernement (2012-2017) s'établissent comme suit (en Md€) :**

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
-64	-142	-137	-103	-90	-60	-50	-30	-20	0

Source : BNPP, à partir des objectifs officiels de déficit en pourcentage du PIB

Une réduction du besoin de financement des administrations publiques de l'ordre de 60 milliards d'euros peut donc être attendue sur la période 2012-2015. Une croissance plus faible que prévu pourrait conduire à assouplir légèrement l'objectif.

Par ailleurs, **si l'objectif cible devait être le solde structurel et non plus le solde effectif**, la trajectoire du retour à l'équilibre des finances publiques pourrait être moins pentue car il est probable que la croissance française restera en deçà de son potentiel pour quelques années encore. Auquel cas, la réduction du besoin de financement des administrations publiques sur la période 2012-2015 serait certes significative, mais un peu moins importante que dans le scénario précédent.

2.1.4 Le reste du monde

L'analyse du « reste du monde » revient à considérer le bouclage financier de la nation.

Elle peut s'effectuer à partir de deux approches.

La première repose sur les données de la comptabilité nationale. Sont comptabilisés les revenus, dépenses et investissement des administrations publiques, des sociétés non financières, des sociétés financières et des ménages. Pour chacun de ces quatre « secteurs institutionnels » (ou agents économiques), il s'en déduit un **besoin ou une capacité de financement**⁴⁶ dont l'addition algébrique chiffre le **besoin ou la capacité de financement de l'économie française**. Le cumul de ces flux de financement alimente le total des actifs et des passifs qui déterminent **la position financière nette de l'économie française** (actif financier moins passif financier) vis-à-vis du reste du monde.

⁴⁶ Lorsque des agents disposent d'une épargne supérieure à leurs dépenses d'investissements (non financiers), c'est-à-dire quand leur revenu finance plus que leur consommation finale et leurs investissements, ils se trouvent en « capacité de financement ». Dans le cas contraire, ils présentent un « besoin de financement ».

La seconde repose sur les données de la balance des paiements de la Banque de France. Cette dernière publie les comptes extérieurs de la France, comptes de flux d'une part (balance des paiements courants, balance des capitaux) et comptes de bilan ou de patrimoine qui en résultent d'autre part.

Les deux approches sont réconciliées en comptabilité. Pour les flux, le besoin ou capacité de financement de l'économie française (première approche) est égal au solde de la balance des paiements courants (deuxième approche)⁴⁷. Pour les bilans, la position financière nette de l'économie française est égale à la somme algébrique des positions financières nettes des quatre secteurs institutionnels précités (première approche) ainsi qu'à la différence entre le total des actifs et passifs financiers vis-à-vis de l'extérieur, tels que comptabilisés par la Banque de France (deuxième approche).

La combinaison des deux approches permet de conclure à **une dégradation de la position financière extérieure de la France depuis le début du siècle et au retour d'une vulnérabilité financière extérieure depuis 2008-2009** (à l'exemple des années 1980), **alimentée par le climat d'incertitude prévalant depuis lors en zone euro.**

L'économie française accuse un besoin de financement extérieur assez élevé sans être pour autant inquiétant. Une réduction est envisageable mais le retour à l'équilibre est peu probable à l'horizon des toutes prochaines années.

2.1.4.1 L'approche par les « secteurs institutionnels » : un besoin de financement extérieur jusqu'à présent croissant, en prévision plutôt en réduction; une position extérieure nette de plus en plus débitrice, modérément préoccupante.

- Après un déficit historique touché en 1982, **le solde de financement de l'économie française** est devenu positif à partir de 1993. L'excédent s'est accru jusqu'en 2000, puis s'est érodé à partir de 2001, laissant place à un déficit en 2005. Depuis lors, la dégradation a été lente mais régulière. **En 2011, l'économie française présentait un besoin de financement de 2,6% du PIB** (51 milliards d'euros). Sa situation est plus dégradée que la moyenne de la zone euro dont le besoin de financement global était quasiment nul⁴⁸.

Ce creusement depuis 2005 résulte d'évolutions contrastées⁴⁹ des soldes de financement des secteurs institutionnels. La capacité de financement des ménages qui s'établissait au voisinage de 3,5% du PIB sur la période 2004-2007 (4% du PIB au cours des 1990), a légèrement augmenté depuis 2009 (vers 4,3%), de même que celle des

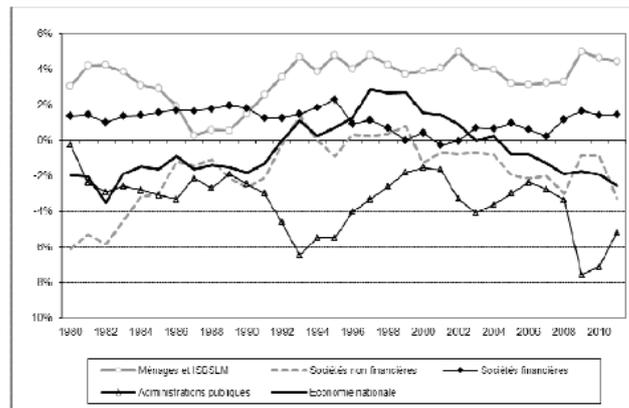
⁴⁷ Après ajustement technique.

⁴⁸ Le solde de la zone euro masque cependant une situation variée au sein de laquelle deux pays se distinguent : l'Allemagne, dont la capacité de financement est passée de 2% en 2003 à 5,4% du PIB en 2011 et l'Espagne, dont le besoin de financement est passé de 3% du PIB en 2003 à presque 10% en 2007, avant de se rétablir à 3,4% en 2011.

⁴⁹ Traditionnellement, les ménages dégagent une capacité de financement. Les entreprises non financières et l'Etat un besoin de financement, les entreprises financières évoluent autour de l'équilibre.

entreprises financières : entre 0 et 1% du PIB de 1995 à 2007, autour de 1,5% du PIB depuis 2009. En revanche, le besoin de financement des sociétés non financières et surtout, celui des administrations publiques, se sont creusés de manière irrégulière depuis le début du siècle⁵⁰.

Capacité et besoin de financement des secteurs institutionnels (en % du PIB)



Source : INSEE – comptes nationaux

• Le besoin de financement de l'économie française, récurrent et croissant depuis 2005 a entraîné **une dégradation de la position financière extérieure nette**⁵¹. Demeurée positive jusqu'en 2004, elle a affiché un déficit de 81 milliards fin 2007, de 233 milliards fin 2010 et de 318 milliards fin 2011 (16% du PIB)⁵². **Cette situation débitrice traduit un endettement de l'économie française, au demeurant limité sous un double point de vue :**

- **en comparaison internationale.** Nombre de pays en développement, de la zone euro ainsi que les Etats-Unis extériorisent des positions extérieures nettes débitrices de plus de 25% de leur PIB, seuil considéré comme préoccupant en terme de risque pays ;
- **en comparaison avec le montant de l'actif et du passif financier de son économie, ainsi que des secteurs institutionnels résidents,** pour lesquels les soldes représentent une part significative de leur bilan (tableau ci-dessous).

⁵⁰ Depuis les années 1990, les soldes de financement des administrations publiques et des sociétés non financières fluctuent symétriquement. En 2011, le besoin de financement des entreprises non financières s'est creusé ; celui des administrations publiques s'est réduit. Difficile d'isoler un facteur explicatif évident : fluctuations conjoncturelles ?

⁵¹ Pour mémoire, le solde de financement (besoin/capacité) est un flux ; la position financière extérieure (brute/nette, positive/négative) représente un stock résultant d'une position bilancielle.

⁵² Comparable à celle du Royaume-Uni (-229 milliards fin 2010) mais inverse de celle de l'Allemagne (+518 milliards fin 2010).

Valeurs financières nettes à fin 2010

Milliards €	Actif financier	Passif financier	Position financière nette
Administrations publiques	888	2025	-1137
Sociétés non financières	4984	7159	-2175
Sociétés financières	11446	11107	339
Ménages	3994	1255	2740
Economie nationale	21313	21545	-233

Source : extrait du rapport de la Cour des comptes : « L'Etat et le financement de l'économie » - juillet 2012 (à partir des statistiques des comptes nationaux de l'INSEE).

• **Pour 2012 et les années suivantes, le besoin de financement de l'économie française devrait cesser de se creuser. L'évolution anticipée des soldes de financement des secteurs institutionnels laisse prévoir une réduction, dont il est difficile d'estimer l'ampleur.** Mais le retour à l'équilibre paraît peu probable à horizon de deux-trois ans. En effet :

- **dans le domaine du prévisible**, il y a la réduction du besoin de financement des administrations publiques⁵³. La marge « envisageable » de réduction du besoin de financement des administrations publiques à horizon 2015 peut aller jusqu'à 3 points de PIB (programme de stabilité révisé). Même si l'histoire inspire la méfiance concernant l'entière réalisation des objectifs, la tendance devrait être clairement à une sensible réduction de ce besoin de financement. Dans le domaine du prévisible, il y a aussi le maintien de la capacité de financement des sociétés financières (voir partie 2.2) ;
- **dans le domaine de l'incertain**, il y a l'évolution du besoin de financement des sociétés non financières, autour de la stabilisation sur les niveaux élevés qui seront atteints en 2012 et celui de la capacité de financement des ménages, entre stabilisation et baisse modérée dans un contexte de croissance faible ou nulle.

Par ailleurs, on peut supposer qu'une baisse significative du besoin de financement des administrations publiques freinera le PIB, ce qui affecterait la capacité de financement des ménages (en baisse) et le besoin de financement des entreprises (en hausse). D'où les incertitudes sur l'évolution des soldes de financement de ces deux secteurs institutionnels. D'où aussi, en ce cas, un effet amorti de la réduction du besoin de financement des administrations publiques sur le besoin de financement de la nation.

En retenant l'hypothèse d'un besoin de financement de l'économie française de l'ordre de 2% du PIB l'an au cours des années 2012 à 2015 contre 2,6% en 2011, **il s'en déduit une position financière extérieure nette négative d'environ de 25% du PIB en 2015, contre 16% en 2011.**

⁵³ Tenir compte des collectivités territoriales, des organismes de sécurité sociale et « d'imprévus ».

2.1.4.2 La deuxième approche par les comptes extérieurs ne laisse pas envisager de réduction significative du besoin de financement extérieur. Elle conduit aussi à diagnostiquer une vulnérabilité financière extérieure depuis 2008-2009, croissante depuis lors.

• **La balance des transactions courantes**⁵⁴, dont le solde en comptabilité est proche de celui du financement de l'économie française⁵⁵, s'est dégradée comme ce dernier : excédent d'environ 10 milliards l'an en 2003-04 (0,6% du PIB), dégradation continue depuis 2005 conduisant à un déficit de 39 milliards en 2011 (2% du PIB). La dégradation sur la période 2005-2011 aura donc représenté environ 2,5 points de PIB. L'examen des évolutions par grands postes au cours de cette période donne les indications suivantes :

- dégradation du solde de la balance des biens (balance commerciale) d'environ 3 points de PIB (de -10 milliards en 2005 à -70 milliards en 2011) répartie environ pour moitié entre les produits manufacturés et énergie. **La dégradation du solde des produits manufacturés illustre la désindustrialisation inquiétante de l'économie française et la dégradation de sa compétitivité ;**
- balance des services en excédent croissant d'environ 0,5 points de PIB en fin de période (fluctuant autour de +10 milliards en 2003-2007, à environ 20 milliards en 2010-2011)⁵⁶ ;
- balance des revenus en excédent croissant d'environ 1,5 point de PIB (de +15 milliards en 2003-04 à +46 milliards en 2011). Cette progression, paradoxale au regard de la dégradation de la position financière extérieure nette, s'explique par la progression des revenus des travailleurs émigrés (principalement les travailleurs transfrontaliers) et par l'évolution de la structure du bilan financier de la France : au passif, progression de la détention de titres publics par les non-résidents, dont la rémunération est faible, à l'actif progression des investissements directs (ID), dont la rémunération est sensiblement plus élevée que celle des titres publics français ;
- Solde de la balance des transferts en dégradation d'environ 1 point de PIB, résultant principalement des transferts vers l'UE.

• **En ajoutant au solde de la balance courante le solde net des investissements directs** (solde net ID : entrées nettes d'investissements de non-résidents moins sorties nettes d'investissements de résidents), on obtient **un solde de financement élargi, économiquement significatif**. Tous les flux concernés par ces opérations présentent en effet un caractère d'irréversibilité, à la différence des autres postes de la balance des

⁵⁴ Les données et la plupart des développements de cette partie sont issus ou trouvent leur origine dans le rapport Balance des paiements de la Banque de France.

⁵⁵ En 2011, le besoin de financement de la Nation s'élevait à 51 milliards et le déficit de la balance des transactions courantes à 39 milliards.

⁵⁶ Dont tassement de l'excédent touristique compensé par les autres services essentiellement aux entreprises.

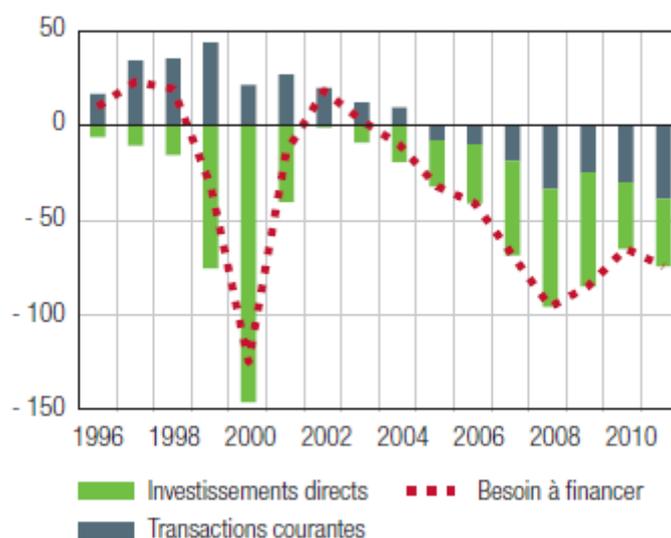
capitaux : investissements de portefeuille, instruments financiers dérivés et prêts. Le solde net des ID était proche de l'équilibre en 2002-03. Il s'est dégradé les années suivantes (ID français à l'étranger en hausse tendancielle⁵⁷, ID étrangers en France en recul sur la période 2008-2011 comparé à la période 2000-2007⁵⁸. Depuis 2008, son déficit fluctue entre 35 milliards et 60 milliards d'euros l'an.

Le déficit désormais structurel des ID soulève la question de l'attractivité de l'hexagone pour les investisseurs étrangers. Les ID français à l'étranger relèvent d'une stratégie nécessaire d'internationalisation des entreprises françaises pour maintenir ou améliorer leur position concurrentielle internationale. En revanche, le déclin des ID étrangers en France incite à la réflexion sur l'attractivité de notre territoire.⁵⁹.

Le financement de ce besoin global de capitaux (solde net des ID plus solde de la balance des transactions courantes) oscille dans une fourchette de 60 à 80 milliards d'euros par an depuis 2008 (74 milliards en 2011), représentant 3 à 4 points du PIB, contre un solde oscillant autour de l'équilibre de 1996 à 2004⁶⁰.

Besoin à financer en France

(soldes annuels, en milliards d'euros)



Source : Rapport annuel 2011 de la balance des paiements – Banque de France

⁵⁷ Excepté en 1999-2000 sous l'effet d'importantes opérations de fusions et acquisitions.

⁵⁸ Excepté en 2003-2004

⁵⁹ L'examen de la structure des ID présentés par la Banque de France suivant le principe directionnel renforce ce diagnostic. Depuis 2008, pour les ID entrants, environ un tiers s'orientent vers l'immobilier, il y a peu de bénéficiaires réinvestis ; pour les ID sortants, environ un vingtième s'orientent vers l'immobilier, les bénéficiaires réinvestis sont importants (cinq fois plus que pour les ID entrants depuis 2008). De plus, une part significative des ID entrants provient de filiales de sociétés françaises implantées à l'étranger.

• En prévision sur les années 2012-2015, **le besoin de financement élargi devrait rester élevé, s'inscrivant dans la continuité des années 2008-2011, sans perspectives sérieuse de retour vers l'équilibre tel qu'observé sur la période 1996-2000.** En effet :

- **il n'y a pas lieu de prévoir de redressement significatif d'un ou de plusieurs grands postes de la balance des paiements courants⁶¹ ;**
- le mouvement d'internationalisation des entreprises françaises devait se poursuivre tandis que l'attractivité du territoire national ne semble pas devoir se renforcer. L'inverse est même à craindre : effritement de la rentabilité, hausse de la fiscalité sur les grands groupes et les revenus du capital. **D'où le maintien probable d'un solde net d'ID déficitaire.**

• **De par l'évolution de sa position extérieure, la France devient de plus en plus vulnérable au sentiment des investisseurs :**

- **encore modérément au regard de la balance des paiements courants et du financement extérieur élargi aux ID nets**, dont les déficits de l'ordre respectivement de 2 et 4 points de PIB devraient se stabiliser ou se réduire. La France est loin des niveaux atteints par l'Espagne, la Grèce ou le Portugal⁶² ;
- **encore modérément aussi, au regard de la position extérieure nette. Mais la tendance va rester à la dégradation** (vers un déficit autour de 25% l'an du PIB en 2015). En 2011, alors que la France affichait un déficit de 16% (11% en normes européennes), l'Italie se situait à 22%, Espagne, Grèce, Irlande et Portugal entre 79% et 102% (source : CE). La commission européenne fixe un seuil d'alerte à 35%. Toutefois, l'exemple italien **laisse craindre qu'un niveau de l'ordre de 25% ne fasse basculer un pays dans une problématique de risque pays⁶³ ;**
- **de manière plus préoccupante au regard de la position extérieure nette décomposée par grands postes.** En 2011, les investissements de portefeuille accusaient un déficit de 31% du PIB, les ID présentaient un excédent de 16% (en valeur de marché) et les « autres investissements » (prêts et emprunts essentiellement) un déficit de 5%. **C'est donc sur la composante la plus volatile de la balance des capitaux, les investissements de portefeuille, que la France accuse un déficit important.** Ce solde des investissements de portefeuille est passé d'un équilibre en 2007 à un déficit de plus de 600 milliards d'euros en 2011, tandis que les « autres investissements » enregistraient un redressement significatif de leur déficit et que l'excédent des ID était à peu près stabilisé. **Depuis 2009, un**

⁶¹ Ce n'est pas l'objet de ce rapport. Mais l'arrêt de la dégradation du déficit de produits manufacturés serait déjà une bonne nouvelle. La hausse de l'excédent des revenus nets pourrait faire place à une baisse, suite à la dégradation de la position financière extérieure et au désengagement d'obligations publiques bien rémunérées de pays périphériques de la zone euro. L'OCDE (mai 2012) prévoit que le solde de la balance des paiements courants de la France reviendrait de 2,1% du PIB en 2011 à 1,9% en 2013.

⁶² Déficit en moyenne annuelle de la balance des paiements courants sur la période 2009-2011 respectivement de 4,3%, 10,4% et 9,1% du PIB ; déficit de 2,9% pour l'Italie, de 3% pour les Etats-Unis.

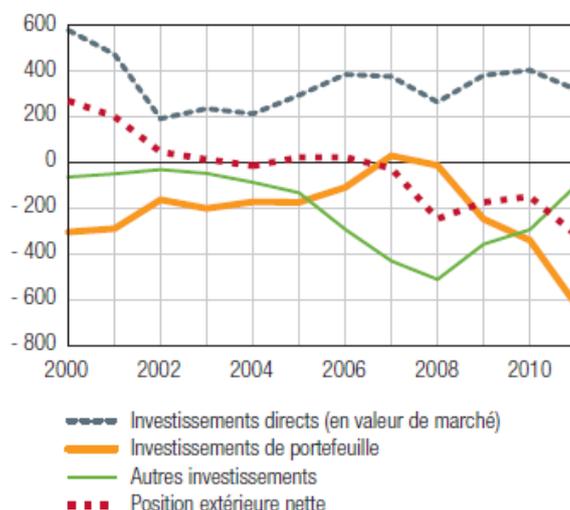
⁶³ Les spreads élevés des titres publics italiens sont souvent expliqués par le problème des finances publiques. Il convient aussi de prendre en compte la part des titres publics détenus par les non-résidents, révélés par la position extérieure nette.

désendettement externe significatif sur les prêts et emprunts de l'ordre de 400 milliards d'euros⁶⁴ a été surcompensé par un endettement sur les titres (actions, obligations) de l'ordre de 600 milliards. Ce « surplomb » de 600 milliards de titres de résidents détenus par les non-résidents sur les titres de non-résident détenus par des résidents rend l'économie française très vulnérable à une défiance des investisseurs étrangers ;

- **de manière plus préoccupante aussi, au regard du montant global des titres de portefeuille détenus par les non-résidents.** Les titres français détenus par les non-résidents atteignaient 2452 milliards fin 2011 (123% du PIB) contre 1988 milliards fin 2007 (105% du PIB) et 1287 milliards fin 2005 (75% du PIB). Si la progression des investissements de portefeuille au cours des années 2005-2007 était imputable à toutes les catégories de titres (actions, obligations, titres de créances à court terme, secteur public et secteur privé), **celle des années 2008-2011 a été imputable essentiellement à la dette négociable de l'Etat.** Les valeurs du Trésor détenues par les non-résidents ont atteint 923 milliards fin 2011 contre 573 milliards fin 2007 et 542 milliards fin 2005. Le taux de détention de la dette négociable de l'Etat (OAT, BTAN et BTF) par les non-résidents atteignait 65,4% fin 2011, en léger tassement sur le sommet atteint en 2009 (68%)⁶⁵. Par contraste, les actions et titres d'OPCVM détenus par les non-résidents ont reculé de 562 milliards fin 2007 à 391 milliards fin 2011⁶⁶, ne représentent plus que 20% des investissements de portefeuille détenus par les non-résidents.

Position extérieure nette

(en milliards d'euros)



Source : Rapport annuel 2011 – Banque de France

⁶⁴ Vis-à-vis des Etats-Unis, le solde, débiteur de 131 milliards en 2010, est devenu créateur de 31 milliards en 2011, sous l'effet à la fois d'une augmentation des prêts de 67 milliards et d'une contraction des emprunts de 95 milliards, notamment avec des succursales et filiales de banques françaises. Ces évolutions reflètent le mouvement de dédollarisation auquel ont été contraintes les banques françaises.

⁶⁵ Ce taux avait régulièrement progressé depuis le début du siècle. Il n'était que de 30% en 1999.

⁶⁶ Recul résultant exclusivement d'un effet de valorisation.

2.1.4.3 Au total, la position extérieure nette négative (16% du PIB) représente l'endettement extérieur net du pays mais ne reflète pas réellement la vulnérabilité financière au sentiment des investisseurs non-résidents que l'on peut mieux appréhender par la mesure des capitaux volatils, solde net des investissements de portefeuille (31% du PIB) et montant brut détenus par les non-résidents (124% du PIB), dont les titres d'Etat négociables (46% du PIB), en forte progression depuis 2008.

La crédibilité de la politique budgétaire de la France acquise au cours de ces deux dernières années, confirmée récemment, est donc essentielle au bon déroulement d'un scénario de sortie de crise, lequel nécessite impérativement une prime de risque faible⁶⁷.

L'économie française a dû attirer chaque année (période 2009-2012) un flux net de financement extérieur de 60 à 80 milliards d'euros. A horizon 2015, la prévision du besoin de financement extérieur s'étage entre une stabilisation (c'est plutôt le message délivré par une approche « balance de paiement ») et une réduction plus ou moins significative suivant l'importance de la réduction du déficit public (c'est plutôt le message délivré par une approche « comptabilité nationale »)⁶⁸. Un retour à un solde de financement extérieur équilibré d'ici deux-trois ans semble peu probable.

Autre conclusion : cette partie montre l'impératif de respect du programme de stabilité budgétaire par les pouvoirs publics, même si cela doit s'effectuer au détriment de la croissance, toutefois dans une mesure qui resterait socialement tolérable.

⁶⁷ La Cour des comptes écrit dans le rapport déjà cité : « des facteurs fragiles et réversibles limitaient la prime de risque attachée aux emprunts français : la crédibilité acquise grâce au respect des objectifs de déficit public des deux dernières années et le retour en France de fonds placés dans les pays du sud de l'Europe par des investisseurs institutionnels français ».

⁶⁸ Notons toutefois que la réduction du besoin de financement du secteur public de 7,5% du PIB en 2009 à 5,2% en 2011 et sans doute autour de 4,4% en 2012 ne se traduit pas par une réduction du besoin de financement extérieur.

2.2 Le secteur financier et les marchés financiers

Cette section examine la santé financière des intermédiaires financiers, les banques commerciales essentiellement, sur le passé récent et en prévision. Elle tente d'évaluer les effets probables des nouvelles régulations sur l'offre de crédit des banques et l'allocation d'actifs des assureurs. Parmi les formes alternatives de financement, elle s'interroge sur l'évolution du marché obligataire. Quelles réflexions sont proposées sur le devenir de la désintermédiation du crédit.

2.2.1 La santé financière du secteur financier

2.2.1.1 La santé financière au cours des années récentes

L'analyse est effectuée à partir de deux approches, celle de la comptabilité nationale et celle des bilans agrégés des banques commerciales⁶⁹.

De ces deux approches, il ressort que la situation financière des sociétés financières françaises, des banques commerciales en particulier, s'est dégradée significativement en 2007-2008, tout en restant très éloignée de la situation alarmante de certains de ses voisins européens, en état de quasi-faillite technique ou de grave difficulté⁷⁰. La situation financière s'est en partie rétablie depuis lors, **matérialisée par des résultats d'exploitation proches et une rentabilité légèrement en deçà des niveaux d'avant crise. Globalement, il semble que l'évolution de la santé financière des intermédiaires financiers n'ait pas été et ne soit pas en elle-même un obstacle à la réalisation de leur fonction d'intermédiaire, en particulier pour l'offre de crédit.**

• Les sociétés financières : approche par la comptabilité nationale

Les sociétés financières au sens de la comptabilité nationale constituent un « ensemble hétérogène de sociétés dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière ». Elles comprennent pour l'essentiel la Banque de France, les autres institutions financières monétaires qui collectent des dépôts (banques commerciales, caisses d'épargne, banque postale, Caisse des dépôts et consignations, sociétés de crédit hypothécaire), les autres intermédiaires financiers qui ne collectent pas de dépôts (sociétés de crédit-bail, affacturage, etc.), les auxiliaires financiers (holdings financiers, sociétés de gestion de portefeuille) et enfin, les sociétés d'assurance et fonds de pension regroupant toutes les institutions financières dont la fonction principale consiste à fournir des services d'intermédiation financière résultant de la mutualisation des risques.

⁶⁹ Pour cette deuxième approche, nous avons utilisé une étude du FMI et une analyse interne de BNP Paribas du bilan agrégé des cinq plus grandes banques françaises.

⁷⁰ Fonds propres virtuellement nuls ou négatifs en tenant compte de l'actif à provisionner (approche technique), fonds propres inférieurs aux ratios réglementaires (approche réglementaire), fonds propres inférieurs aux attentes du marché, c'est-à-dire néanmoins un peu supérieurs aux fonds propres réglementaires (approche par le marché).

L'hétérogénéité de l'ensemble rend difficile l'interprétation des données de comptabilité nationale les concernant.

Pour l'ensemble des sociétés financières, on obtient les résultats suivants :

- la valeur ajoutée, l'excédent brut d'exploitation et l'épargne dépassaient en 2010-2011 assez sensiblement les niveaux de 2007⁷¹ ;
- l'investissement s'est légèrement tassé depuis 2009. Il s'inscrit depuis le milieu des années 2000 structurellement en deçà de l'épargne de sorte que les sociétés financières dégagent **une capacité de financement** (taux d'autofinancement supérieur à 100%) à la différence des sociétés non financières. **Cette capacité de financement⁷² oscille autour de 30 milliards d'euros depuis 2009 (1,5% du PIB)** alors que le solde de financement était proche de l'équilibre sur la période 2000-2007 (de -0,3 à +0,5% du PIB). Mais il est probable que le coût du risque, non pris en compte dans l'épargne des sociétés financières, en absorbe la plus grande partie⁷³. **La capacité de financement du secteur financier nette du coût du risque devrait donc être faible (de l'ordre de 0,5% du PIB ?)**. En conséquence, le secteur financier ne peut être considéré comme un contributeur important au bouclage financier de l'économie française (en terme de capacité et de besoin de financement).

• **Les banques commerciales : approche par les comptes de résultat bancaires**

Le produit net bancaire (PNB, équivalent de la valeur ajoutée des sociétés non financières) des principaux groupes, après avoir reculé sous l'influence de la crise financière en 2007-2008, s'est redressé en 2009 et 2010. Il a diminué modérément en 2011, principalement affecté par le recul des revenus d'arbitrage. Les revenus d'intérêts ont continûment progressé depuis 2008, profitant d'un environnement de taux favorable à la reconstitution des marges, et d'une poursuite interrompue de la croissance des encours de crédit.

Le résultat brut d'exploitation des principaux groupes bancaires français s'est inscrit sur la moyenne des années 2009-2011 au-dessus de la moyenne des années 2006-2007 : pour les cinq premiers groupes, 49,5 milliards l'an contre 34,3 milliards l'an

Les résultats nets qui avaient fortement progressé en 2009 sous l'effet de la dynamique des revenus bancaires et en 2010 à la faveur de l'allègement du coût du risque, ont reculé

⁷¹ L'épargne oscille autour de 45 milliards d'euros par an depuis 2009 contre 24 milliards en 2006 et 19 milliards en 2007. Mais l'épargne mesurée en comptabilité nationale n'intègre pas le coût du risque, lequel a sensiblement progressé depuis 2008, comparé aux années 2006 et 2007.

⁷² Proche de l'excédent brut d'exploitation moins les dividendes en comptabilité d'entreprise

⁷³ Pour les cinq plus grands groupes bancaires français, il a atteint 27 milliards d'euros en 2009, 17 milliards en 2010 et 22 milliards en 2011.

sensiblement en 2011. En 2010, les résultats atteignaient leurs niveaux d'avant crise. En 2011, ils ont reflué en deçà. Pour les cinq premiers groupes, **ils se sont inscrits à 15,8 milliards l'an sur la période 2009-2011 contre 20,0 milliards l'an sur la période 2006-2007**. Le coût du risque explique pour l'essentiel ces évolutions. Pour les cinq principaux groupes bancaires, le coût du risque a été multiplié par près de huit de 2006 (3,6 milliards) à 2009 (27,2 milliards). Il a ensuite reflué (20,3 milliards l'an en 2010-2011). Le ratio moyen du coût du risque au PNB s'est établi à 16% en 2011, alors qu'il était inférieur à 4% en 2006. Dans un contexte de croissance économique proche du potentiel, il a largement pâti en 2011 du passage de provisions importantes dans le cadre du PSI sur les titres de l'Etat grec. D'après le FMI, la relative bonne résistance du coût du risque et de la rentabilité des banques françaises tient en partie à l'évolution du marché immobilier et à son financement durant la crise : pas de chute des prix, seulement une baisse modérée en 2009, prêts accordés par les banques reposant sur l'évolution des revenus des emprunteurs et non pas sur la valeur réalisable du bien avec « extrapolation hypothécaire », endettement plutôt modéré des ménages (95% du RDB), sensiblement inférieur à celui des économies « développées ».

2.2.1.2 La santé financière en prévision

Les perspectives ci-après sont centrées sur les banques.

A moyen terme, les revenus bancaires devraient demeurer contraints par des volumes d'activité de marchés peu dynamiques, des plans d'ajustement de la structure de coûts et pénalisés par la réduction de certains portefeuilles, en réponse aux évolutions de la réglementation prudentielle Bâle III et aux contraintes de funding en dollar. Les encours de prêts s'inscriraient sur une pente faiblement positive sur les marchés domestiques, la demande demeurant modérée face à une offre contrainte par les nouveaux ratios de liquidité bâlois sur certains financements, essentiellement ceux à maturités longues. L'environnement de taux serait, par ailleurs, moins favorable à la poursuite de la reconstitution des marges bancaires observée depuis 2009. La stagnation de l'activité économique suggère enfin un alourdissement du coût du risque, **et l'hypothèse qu'il est possible de retenir est celle d'une stabilisation, voire d'un léger recul des résultats bancaires à l'horizon de 2015.**

Toutefois, ces perspectives sont bien sûr fragiles, tributaires des aléas de la conjoncture.

Au total, ces perspectives d'évolution modérée des résultats des banques ne sont pas en elles-mêmes de nature si elles se confirment à contrarier l'offre de crédit domestique des banques commerciales. Les résultats devraient permettre de continuer d'autofinancer une partie de la croissance des fonds propres requis par la réglementation bâloise et au-delà, par les exigences des marchés.

2.2.2 Les changements réglementaires en cours du secteur financier et leurs effets

Les nouvelles régulations prudentielles des banques au niveau mondial et des assurances au niveau européen conduisent à une diminution du risque d'ensemble. Mais elles peuvent avoir un impact significatif en matière de réduction de l'horizon de financement et de placement et de condition d'intermédiation sur des instruments qualifiés de plus risqués.

Il convient donc de cerner précisément, les impacts de ces nouvelles réglementations, non seulement sur l'offre de crédit des banques, mais également sur l'allocation des actifs de ces dernières comme sur celle des assureurs. Il s'agit aussi de mesurer les effets indirects de ces réglementations sur le financement en fonds-propres des entreprises françaises non-cotées intermédié par le Capital Investissement.

2.2.2.1 Les banques commerciales⁷⁴

Quelles inflexions peut-on attendre des nouvelles régulations prudentielles sur l'offre de crédit des banques au secteur privé résident, notamment aux entreprises non financières ?

- En tenant compte de l'état d'avancement et du calendrier de passage à Bâle III, pour les grandes banques françaises, les exigences minimales en fonds propres telles qu'elles ressortent des ratios de solvabilité projetées à horizon 2013 sont en grande partie satisfaites alors qu'une partie du chemin reste à parcourir concernant le LCR (Liquidity Coverage Ratio), ainsi probablement que pour le NSFR (Net Stable Funding Ratio) et le ratio de levier. Les changements apportés par le comité de Bâle allègent, bien sûr, les contraintes de liquidité pesant sur les banques commerciales, notamment à court-moyen terme en repoussant de 2015 à 2019 l'échéance d'une exigence minimale de couverture à 100%, mais ces changements restent mineurs. Ces deux dernières années, l'avancée à marche forcée des banques françaises vers le respect des ratios de fonds propres a effectivement entraîné une contraction (ou une moindre progression) des bilans bancaires (« deleveraging ») qui a concerné essentiellement les activités adossées à des financements en dollar, des portefeuilles d'actifs à risque hérités de la crise, la cession d'activités considérées comme non essentielles ainsi que les expositions souveraines européennes. Mais ce « deleveraging » a jusqu'à récemment épargné les crédits domestiques au secteur privé. Ces derniers, consommation et habitat, ralentissent, cependant, depuis l'hiver 2011-2012⁷⁵.

⁷⁴ Cette section est détaillée en annexe 3 : « Conséquences envisageables des nouvelles régulations prudentielles sur le comportement de prêt des banques aux entreprises ».

⁷⁵ Les encours de prêts aux entreprises et aux ménages résidents ont décéléré entre le début de 2008 et l'automne 2009, tout en conservant des évolutions positives, contrastant à cet égard avec l'évolution d'ensemble de la zone euro. A l'issue d'une reprise qui s'est étalée jusqu'à l'automne 2011, les encours de crédit décélérent de nouveau mais conservent des évolutions positives en France (+2,5% en glissement annuel en août 2012 – Source : Banque de France) alors qu'elles sont redevenues négatives depuis mai 2012 dans l'ensemble de la zone euro.

• A partir de 2012 et les années suivantes, le « deleveraging » associé au respect des ratios de solvabilité devrait s'atténuer, mais le respect des ratios de liquidités, s'ils sont maintenus en l'état, **commencent à entraîner des évolutions du comportement des banques vis-à-vis du secteur privé résident :**

- « **réintermédiation** » de l'épargne, via la remontée nécessaire du ratio dépôts sur crédits, en baisse depuis 2000 – mais en hausse à nouveau depuis 2011. Les banques recherchent donc activement à attirer les dépôts « stables » et à modérer les crédits distribués. En effet seul un quart du patrimoine financier est constitué d'actifs représentant des ressources bancaires ;
- **réduction de la maturité des crédits**, pour faire en sorte que les ratios de liquidité à venir soient « absorbés » ; en pratique, les crédits à l'habitat au-delà de 15-20 ans , aux entreprises, au-delà de 7-10 ans ;
- **plus grande sélectivité** dans les confirmations de crédit (crédits autorisés non utilisés) et la qualité des garanties (possibles exigences supplémentaires) ;
- **moins concentration de risques**, concrétisée notamment par un élargissement des syndications à un plus grand nombre d'investisseurs financiers ;
- **éventuellement, resserrement de l'offre globale de crédit au secteur privé en euro**. Cette hypothèse est difficile à appréhender. Certes, la santé financière du secteur bancaire est à peu près préservée, la demande de crédit ralentit sous les effets de la conjoncture (en particulier la composante moyen-long terme) et les banques continuent de vouloir « épargner » le crédit au secteur privé résident en euro dans leur démarche d'ajustement des bilans aux nouvelles normes prudentielles. Mais il reste beaucoup à faire pour satisfaire les exigences des ratios de LCR, du moins tels qu'ils sont aujourd'hui calibrés. **On ne peut exclure que cet important effort d'ajustement impose aux banques commerciales de contraindre l'offre globale de crédit au secteur privé en euro**. Une calibration moins conservatrice devrait permettre de réduire ce risque, sans, pour autant, dénaturer les objectifs assignés par le régulateur à ces ratios.

• **La réforme bâloise pourrait entraîner si elle est intégralement appliquée en l'état un renchérissement significatif du coût d'intermédiation qui peut être estimé dans une fourchette de 100 à 200 points de base, étalé sur plusieurs années (médian à 120-140)⁷⁶. Cette hausse du coût d'intermédiation vient s'ajouter à une autre, celle du coût du funding, sous le double effet de la dégradation ces derniers trimestres du rating de grandes banques et du fait de l'allongement de ressources.⁷⁷ La hausse est cependant limitée par**

⁷⁶ Cette fourchette de hausse synthétise les résultats d'études d'impact réalisées en 2010 et 2011 (IIF, MAG, BRI)

⁷⁷ En ordre de grandeur, en France, le taux d'intérêt moyen du crédit aux entreprises se situe en 2011 et au premier semestre 2012 autour de 3,5% (source : Banque de France), incluant une marge d'intermédiation (100 à 150 points de base ?). Ce taux est proche de la croissance potentielle nominale. L'application de Bâle III (coût additionnel à minima de 100 points) et la hausse du coût du funding porteraient le taux d'intérêt moyen vers 4,5% à 5%, dans un contexte de politique monétaire inchangé.

le bas coût du financement monétaire et les ajustements importants dans la structure des coûts, dont la gestion pro-active des bilans, auxquelles procèdent les banques.

• **Le financement en dollar de l'activité internationale des entreprises françaises** (infrastructure, financement de projet, financement d'exportation, « trade finance », et autres financements dont financement d'acquisition) **a été fortement réduit depuis 2010-2011, mouvement qui devrait se poursuivre au moins à court terme**, sous les effets de la crise de l'euro qui a conduit les prêteurs structurels en dollar à se désengager des banques commerciales européennes, globalement emprunteuses nettes en dollar. De manière coïncidente et sans en être la cause originale, **l'obligation de respecter un ratio de liquidité par devise a amplifié ce mouvement**. Ce désengagement des activités en dollar a contribué au « deleveraging » global du bilan, ce qui a sans doute évité de le faire porter sur les crédits au secteur privé résident libellés en euro.

Les banques commerciales françaises ont aussi dû se désengager en partie des financements en dollar accordés à des entreprises étrangères dans le cadre de leur activité internationale.

De ceci, il résulte **d'importantes pertes de parts de marché à l'international des banques françaises, au profit de grandes banques étrangères**, américaines, chinoises et japonaises principalement. **Il en résulte aussi des difficultés de financement des exportations des entreprises non financières françaises.**

La compétitivité de l'industrie financière française s'en trouve affaiblie. En aval, la compétitivité de l'ensemble des entreprises françaises s'en trouve en conséquence affaiblie. Il est en effet nécessaire que ces dernières puissent s'appuyer sur de grands acteurs financiers nationaux qui leur assurent une proximité de services pour accompagner leur stratégie d'exportation et éviter de dépendre de banques étrangères. **La question du contrôle stratégique de l'internationalisation de la France est ainsi posée.**

• **Au total, une hausse tendancielle du coût du crédit est possible**⁷⁸. Pour l'instant, le coût du crédit baisse : 2,94 % en août 2012 pour les nouveaux crédits, contre 3,49 % un an auparavant (source : Banque de France). Mais cela pourrait s'inverser. Pour les crédits au secteur privé résident libellés en euro, les nouvelles contraintes bilanciennes résultant des exigences en matière de ratio de liquidité pèsent désormais sur les financements à long terme des entreprises et des ménages mais pourraient peser aussi sur l'offre globale de crédit au secteur privé résident libellée en euro, si ces ratios n'étaient pas révisés.

⁷⁸ La baisse modérée du coût du crédit observée depuis l'automne 2011 résulte d'une réduction des maturités et d'un coût de refinancement exceptionnellement bas. Mais ces facteurs favorables ne sont probablement que provisoires. Elle fait suite à une hausse comparable les trimestres précédents.

2.2.2.2 Les assureurs

Quelle inflexion peut-on attendre des nouvelles régulations prudentielles sur l'allocation d'actifs (offre de financement) des assureurs ? Rappelons que les placements d'assurances-vie ont atteint en France plus de 1700 milliards d'euros à fin 2011.

• **Solvency II est un dispositif exclusivement européen qui s'applique aux compagnies d'assurances.** Son application opérationnelle est prévue pour 2014 au plus tôt.

Le nouveau cadre prudentiel issu de Solvency II apporte des modifications radicales par rapport au cadre actuel en introduisant une surveillance non plus fondée sur leur bilan au coût historique (couverture des engagements réglementés⁷⁹ et calcul d'une marge de solvabilité⁸⁰), **mais un bilan en valeur de marché, proche des normes IFRS.** Ce nouveau cadre est largement organisé autour de la notion du montant de capital requis, ou Solvency Capital Requirement (SCR).

• **Le montant des capitaux propres nécessaire pour couvrir les risques de marché dans un intervalle de confiance de 99,5% repose sur les principes suivants :**

- calcul de la « VAR » (« Value At Risk ») à horizon d'un an, ce qui revient à vouloir définir les actifs en fonction d'une hypothèse de liquidation à un an ;
- évaluation des risques à partir de chocs conventionnels imposés par le régulateur⁸¹ au sein de sept modules (risque de taux d'intérêt, action, immobilier, spread, concentration, change, Counter Cyclical Premium) qui obéissent à un tableau de corrélation ;
- différenciation du taux d'actualisation entre l'actif (spread) et le passif (taux swap). En cas d'écartement du spread plus grand que la hausse du taux swap (choc dissymétrique), la charge en capital peut être lourde.

• A l'automne 2012, les règles de calcul du SCR sont à peu près formalisées s'agissant des modèles liés à des risques d'actifs. Mais des mécanismes contra-cycliques relatifs à la valorisation des passifs doivent être recherchés, en raison du fort écartement des spreads entre la valorisation des actifs et des passifs, intervenu depuis le début de la crise

⁷⁹ Engagements réglementés : les sociétés d'assurances doivent pouvoir tenir leurs engagements envers les assurés à tout moment. Pour cela, elles doivent constituer des réserves appelées les provisions techniques. Les principales provisions correspondent soit aux charges à prévoir pour faire face aux sinistres déclarés mais pas encore réglés par la société d'assurances (provisions pour sinistres à payer), soit à une anticipation des prestations futures auxquelles l'assureur devra faire face lorsqu'un engagement prendra effet (provisions mathématiques).

⁸⁰ Marge de solvabilité : les sociétés d'assurances doivent disposer, au-delà de leurs provisions techniques, d'un montant de fonds propres appelé « marge de solvabilité qui doit être supérieur à un niveau minimal appelé « marge de solvabilité réglementaire » déterminé, soit par rapport au montant annuel des primes ou cotisations, soit par rapport à la charge moyenne annuelle des sinistres.

⁸¹ Méthodologie appliquée lorsque l'entreprise choisit la méthode standard. Mais elle peut aussi opter pour un « modèle interne », dispositif particulièrement complexe à mettre en place et à faire valider par le régulateur.

financière. **Il demeure donc des incertitudes au sujet du calibrage des engagements des passifs et de leur grande volatilité qui réduisent mécaniquement les fonds propres disponibles.** A ce stade, il est possible de dégager les tendances suivantes de réallocation d'actifs :

- pour toutes classes d'actifs, **risque de retrait de titres longs** considérés comme trop volatils dans une perspective de liquidation à court terme. Cet objectif contredit les fondamentaux du métier de l'assurance où les passifs sont à long terme, particulièrement pour les fonds de retraite ;
- **risque élevé de retrait des actions**, cotées et surtout non cotées, pour lesquelles la nouvelle réglementation renchérit significativement la détention. Le traitement a toutefois été assoupli par l'introduction d'un mécanisme contra-cyclique « dampener » qui modère la charge en capital de +/-10% par rapport au niveau standard en fonction de la situation dans le cycle économique. Le mouvement de retrait des actions date du début des années 2000 mais il s'est accéléré récemment ;
- **risque de retrait des obligations d'entreprises**, la charge en capital étant d'autant plus lourde que la durée est longue et le rating dégradé ;
- **risque de détournement des produits de titrisation**, pour lesquels le régulateur demande une analyse des risques analogue à celle des banques et une notation interne des contreparties. Le coût opérationnel de ces nouveaux dispositifs réglementaires apparaît comme dissuasif pour nombre d'assureurs. Ce détournement est susceptible d'entraver la montée en régime du modèle « originate to distribute », qui évolue d'ailleurs vers un modèle « originate to share » promu par les banques pour contrebalancer les effets de Bâle III sur l'offre de crédit et dont les assureurs sont les souscripteurs naturels.

Dans ces conditions, **un contributeur important du financement des entreprises, actions et obligations (en dehors des très bons ratings), est déjà en train de s'en détourner, mouvement qui risque de se poursuivre, sauf à ce que des correctifs importants, à court ou moyen terme, soient apportés au niveau du cadre prudentiel.**

Par ailleurs, les règles de calcul du SCR conduisent à une pro cyclicité des besoins en fonds propres (hausse du besoin en fonds propres dans le creux du cycle), préjudiciable à l'activité économique.

2.2.2.3 Le Capital Investissement et le financement en fonds propres des entreprises françaises non cotées

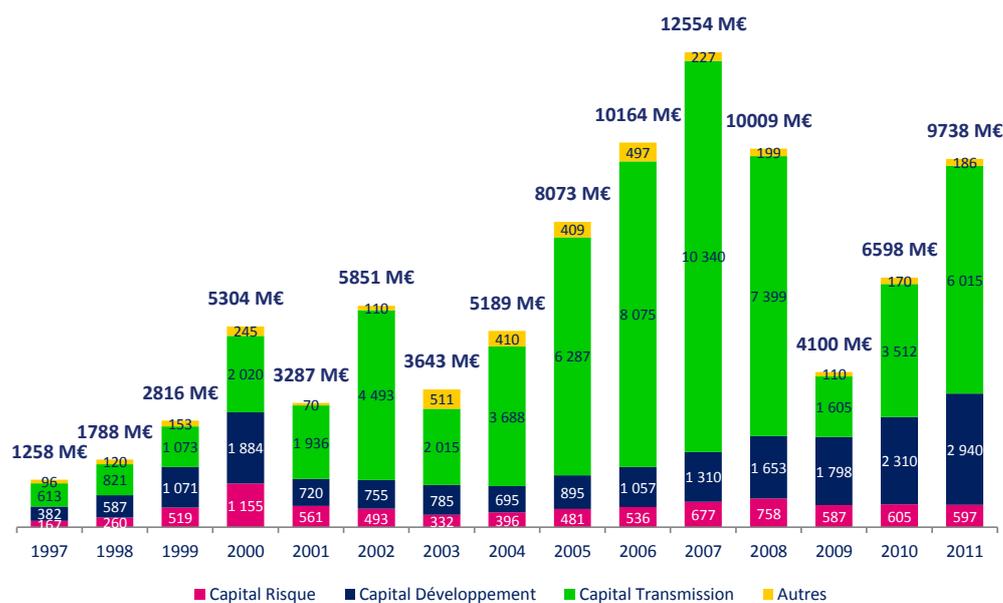
• **Les fonds de Capital Investissement sont des intermédiaires financiers qui gèrent les fonds qui leur sont confiés par des investisseurs institutionnels** (banques, compagnies d'assurance), des fonds de fonds, des particuliers, des collectivités locales, des

caisses/fonds de retraites, ou encore des groupes industriels soucieux de soutenir le développement de nouvelles niches de croissance.

Le métier du Capital investissement est composé de quatre spécialités destinées à accompagner chaque stade de développement des entreprises : Capital Risque, Capital Développement, Capital Transmission et le Capital Retournement. Levier de dynamisme économique et partenaire privilégié des entreprises de taille moyenne et intermédiaire, le Capital Investissement permet d'accélérer la croissance des entreprises en leur apportant des capitaux propres et du capital humain (expertise de l'investisseur, réseaux d'affaires).

● **Le marché français du Capital Investissement est le deuxième marché européen** (après le Royaume Uni). Il accompagne en moyenne 1500 entreprises par an. Sur les 10 dernières années, plus de 80 milliards d'euros ont été investis par les acteurs français du Capital Investissement⁸².

Evolution annuelle des investissements réalisés par les acteurs français du Capital Investissement (en millions d'euros)



Sources : www.afic-data.com – Grant Thornton

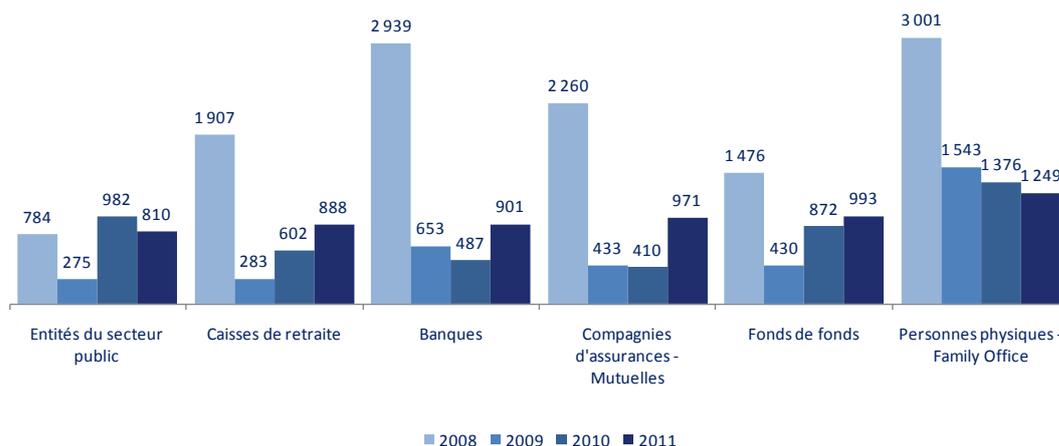
Traditionnellement, les banques et les compagnies d'assurance sont les principaux pourvoyeurs de fonds du Capital Investissement français. En 2006, les banques et les compagnies d'assurance étaient à l'origine de près de 40% des levées de fonds du Capital Investissement français. Mais depuis 2009, on observe un désengagement de ces

⁸² . Au 31/12/2010, 5086 entreprises étaient investies par les acteurs français du Capital Investissement. Parmi elles, 89% sont des entreprises françaises qui représentent près de 10% de l'emploi salarié privé

investisseurs institutionnels dans un contexte de crise économique et de négociation des nouvelles réglementations (Solvabilité II/Omnibus II et Bâle III) peu favorables à la détention d'actions non cotées. Plusieurs banques et compagnies d'assurance en France ont d'ailleurs cédé ou cherchent à céder leurs portefeuilles et/ou leurs filiales de Capital Investissement par anticipation de l'application de ces règles prudentielles.

En 2011, les levées de fonds auprès des banques et des compagnies d'assurance ne représentaient plus que 28% du montant total des levées de fonds et sont en retrait de plus de 60% par rapport à leur niveau de 2008. **Depuis 2009, ce sont les particuliers (personnes physiques et family office) qui sont devenus les principaux pourvoyeurs de fonds du Capital Investissement**, représentant 30% des capitaux levés entre 2009 et 2011 contre 19,9% entre 2006 et 2008, d'où la nécessité que les incitations dont ils bénéficiaient ne soit pas réduites à la portion congrue.

Evolution annuelle des levées de fonds du Capital Investissement par type de souscripteur (en millions d'euros)



Sources : www.afic-data.com – Grant Thornton

● **Les exigences de fonds propres et de liquidité imposée par Solvabilité II et Bâle III deviennent fortement pénalisantes pour le financement en fonds propres des entreprises françaises intermédié par le capital investissement :**

- Solvabilité II induit des logiques d'optimisation de fonds propres, les différentes classes d'actifs supposant des exigences de solvabilité différentes. Les chocs envisagés (tableau 2) pour le calcul du SCR vont de 0% pour les obligations publiques à 49% pour le Capital Investissement (actions non cotées). Par conséquent, Solvabilité II incite les assureurs à privilégier la détention d'actifs sûrs et liquides (obligations publiques) et entrave leurs engagements dans le Capital Investissement.
- Bâle III, en renforçant les normes de fonds propres des banques, les conduit à réduire leur taille de bilan. Les cessions de sociétés de gestion, filiales de banques

en cours ou achevées, sont exemplaires de ce mouvement de « deleveraging ». Par ailleurs, la pression imposée par les ratios de liquidité (LCR et NSFR) sur les bilans bancaires devrait les pousser à se désengager des placements en Capital Investissement, par définition illiquides et risqués.

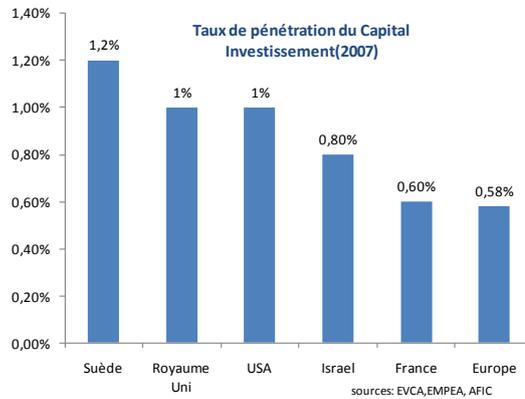
Le financement en capitaux propres des PME non-cotées repose alors aujourd'hui principalement sur l'épargne des particuliers via les Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI) et les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP). Les particuliers bénéficient d'incitations fiscales sur l'Impôt sur le Revenu (IR) et sur l'Impôt sur la Fortune (ISF). Ces fonds co-investissent très souvent avec des investisseurs publics ou parapublics comme la CDC et travaillent en étroite relation avec Oséo. Or, les fonds collectés auprès des particuliers via les véhicules FIP et FCPI ouvrant droit à une réduction au titre de l'IR ne cessent de reculer avec les coups de « rabet » successifs décidé par les dernières lois de finance (25% en 2010, plus que 18% en 2012). Surtout ces deux dispositifs essentiels aux financements des entreprises innovantes, de croissance, arrivent à échéance fin 2012 et pourraient tout simplement disparaître. En tout état de cause ils seront très fortement impactés par leur inclusion (à l'inverse de l'Outre-mer, du dispositif Malraux, des Soficas, etc.) dans le plafond des 10 000 euros, dont la mise en place est prévue par le PLF 2013.

Au total, le capital investissement français fait aujourd'hui face à un assèchement de ses ressources. Depuis trois ans, les acteurs français investissent plus qu'ils ne récoltent de ressources. Les fonds encore disponibles pour accompagner les entreprises françaises sont ainsi au plus bas. Sans levées de fonds importantes, les réserves devraient être épuisées à horizon de deux années. Cette situation est d'autant plus paradoxale que dans le sillage des modifications à l'œuvre du modèle d'intermédiation de l'économie française, les besoins en fonds propres et notamment en fonds propres intermédiés, sont en forte croissance. Ceux-ci sont estimés (cf ci-dessous) à 20 Md€ par an à l'horizon de 2020.

Si les besoins des PME/ETI en fonds propres intermédiés restent difficilement mesurables, ceux pouvant être assurés par le Capital Investissement peuvent toutefois être estimés par le taux de pénétration du Capital Investissement, (défini par les montants investis par le Capital Investissement dans un Pays rapporté au PIB de ce pays) comme l'illustre l'encadré, ci-dessous.

La mesure des besoins en capital investissement

Malgré l'importance du Capital Investissement français en valeur et en nombre d'entreprises financées, sa part relative au PIB est moindre qu'en Suède, au Royaume Uni, aux USA ou à Israël, où le marché du Capital Investissement est considéré comme mature.



En 2007, le taux de pénétration du Capital Investissement en France était de 0.6%, contre 0.58% en moyenne dans l'UE, 1.2% en Suède, 1% au Royaume Uni, 1% aux Etats-Unis et 0.8% en Israël.

En 2010, année de la reprise des investissements après une chute drastique en 2009, les taux de pénétration du Capital Investissement anglais (1.13%), américain (0.9%), suédois (0.9%), israélien (0.7%) ont retrouvé leur niveau d'avant crise. En France, le taux a stagné à 0,3% avec 6 598 mds € investis. Les montants auraient pu atteindre entre 15Mds€ et 17.5Mds€ si le taux de pénétration en France avait été proche d'un pays à industrie mature. En retenant le taux constaté de 80% d'allocation des fonds collectés à des PME et ETI françaises, le potentiel de fonds propres ainsi intermédiés serait compris entre 12 et 14 mds.

En 2011, les montants totaux investis par le Capital Investissement français ont progressé de 48%, atteignant 9.738 mds d'euros. Ils restent néanmoins en deçà des niveaux cibles estimés.

En prévision, la progression du Capital Investissement étant plus dynamique que l'économie dans son ensemble, on peut en attendre un taux de croissance annuel moyen supérieur à celui du PIB nominal français. Nous posons l'hypothèse d'un taux croissance du capital investissement de 5% l'an de 2010 (année de référence) à 2020, correspond au taux moyen **observé** entre 2005 et 2008. Compte tenu d'un taux de croissance nominal du PIB français inférieur à 5% l'an, ceci a pour corollaire une augmentation du taux de pénétration du Capital investissement en France. Celui-ci devrait rejoindre à horizon 2020 le niveau actuel de celui des pays les plus matures.

En supposant que le pourcentage des fonds investis dans des entreprises françaises, reste stable (à 80%), le tableau ci-dessous présente les estimations en fonds propres intermédiés des entreprises françaises pour les années 2012, 2015 et 2020.

Année	2010	2012	2015	2020
Estimation des besoins en France (Mds€)				
fourchette basse (e)	12.0	13.0	15.5	19.5
fourchette haute (e)	14	15.5	18.0	22.5
Taux de pénétration				
fourchette basse (e)	0,78%	0,8%	0,82%	0,84%
fourchette haute (e)	0,90%	0,92%	0,95%	0,98%
<p>Montant investis par le Capital Investissement français en 2010 : 6 509 Mds € dont 5 576 mds € en France.</p> <p>Montant investis par le Capital Investissement en français en 2011 : 9 738 mds € dont 7804 mds € en France.</p>				

Le potentiel peut donc être estimé entre 19.5 et 22.5 mds d'€ à l'horizon de 2020. Dans un contexte où les acteurs français du Capital Investissement, font aujourd'hui face à une raréfaction des ressources disponibles pour investir, ce potentiel semble donc, toutes choses égales par ailleurs, difficilement susceptibles d'être couvert.

2.2.3 Les marchés financiers

2.2.3.1 Le marché des actions : un déclin accéléré qui doit être corrigé

- **L'évolution du marché primaire actions** ne sera pas développée dans cette section. Rappelons seulement que, depuis 2008, les émissions d'actions ont chuté. Au cours des années 2002-2007, les émissions étaient plus élevées mais en baisse tendancielle. De plus, **l'apport de financement net aux sociétés non financières a été sensiblement inférieur aux émissions** car la majeure partie de ces dernières a été souscrite par d'autres sociétés dans le cadre d'opérations de restructurations financières (création de holdings etc.) qui ne génèrent guère de cash pour l'entreprise émettrice et les rachats d'actions ont été élevés. Nous retenons l'hypothèse que ce marché restera, au moins à court terme, très peu contributif au financement des entreprises.

- **Le marché secondaire action est, lui aussi, en déclin.**

La filière marché secondaire actions : quelques considérations

- **Le développement de la filière marché secondaire actions** (activités de bourses et d'analyse financière) **reste une forte préoccupation de la Place de Paris.** Elle repose

aussi sur une certaine maîtrise des infrastructures de marché qui sont en la matière un élément stratégique de compétitivité. Il s'agit de la complémentarité entre les bourses (NYSE-EURONEXT, sachant qu'il y a en France une absence de MTF), les chambres de clearing ou CCP (en France LCH-Clearnet SA) et les dépositaires centraux, sortes de banque centrale des titres ou CSD (en France Euroclear France). Il faut noter qu'en la matière, suite à une succession d'opérations de consolidations, la France après avoir exercé un certain leadership dans ces activités très « technology driven » a choisi d'épouser l'internationalisation des marchés de capitaux aux côtés d'institutions internationales ou anglo-saxonnes. Le développement de besoins spécifiques aux grandes capitalisations a progressivement l'accent sur les besoins des PME ETI (Euronext B, C, NYSE Alternext et « marché libre »), d'où une réflexion et un projet de la Place en cours initié par le COS (Comité d'orientation stratégique de NYSE Euronext) dont l'objet est la conception d'une nouvelle approche permettant la mise en place d'un dispositif dédié aux PME ETI s'appuyant sur un « business model » convaincant permettant à l'ensemble des acteurs de la place (opérateur, banques, assureurs, intermédiaires financiers) de retrouver un chemin vertueux de croissance sur ce segment des marchés de capitaux.

- **Ce marché est sous l'emprise de la pression des marchés anglo-saxons** et de la dynamique de la City de Londres renforcée suite à la régulation MIF le marché s'est excessivement fragmenté sans assurance pour les émetteurs du maintien d'une transparence et d'une sécurité optimale telle que l'offre les opérateurs traditionnels en Europe de marchés réglementés. L'échec de la fusion NYSE Euronext -Deutsche Börse n'a pas permis de renforcer le modèle européen continental. Or, Un marché dynamique du listing européen et international et du marché secondaire action est essentiel pour ancrer les grands groupes industriels sur une place financière et faciliter leur financement en fonds propres en euro. Cette filière nécessite donc un renforcement urgent en France tel que le préconise le COS, la nouvelle taxe sur les transactions financières adoptée en France mais non encore adoptée au niveau européen avec une masse critique minimum, témoigne de l'absence de pied d'égalité proposé aux émetteurs français vis-à-vis des entreprises non françaises. Il faudra donc rapidement réfléchir à la consolidation de cette filière et la définition d'un segment d'activité sur lequel la place financière de Paris pourrait se renforcer.

2.2.3.2 Le marché obligataire : une capacité d'absorption en question

A la différence du financement bancaire ou même dans une moindre mesure du financement par le marché primaire action, le financement obligataire doit être appréhendé au niveau de la zone euro dans son ensemble et non pas au niveau national. En effet, bien que des écarts significatifs de spreads soient apparus ces dernières années entre émetteurs privés de même rating en fonction de leur nationalité, le marché et la demande restent globalisés au niveau de la zone.

Le marché obligataire de la zone euro est devenu au cours de ce siècle une source de financement importante pour les grandes entreprises. Cette partie porte sur les perspectives d'évolution de ce marché, en insistant sur les limites et les risques.

⇒ **Un risque de déséquilibre offre-demande sur les marchés de dette en zone euro**

• **A court et moyen terme, l'offre de titres (demande de financement) continuera d'augmenter sensiblement.**

Le stock de dettes obligataires à long terme émis par les résidents de la zone euro progresse à un rythme soutenu depuis le milieu de la précédente décennie (2005-2009 : +8,5% l'an), en ralentissement en 2010-2011 (+4,5% l'an, soit environ plus 650 milliards l'an). **Le ratio du stock d'émissions obligataires à long terme émis par les résidents de la zone euro a progressé de 116% du PIB de la zone en 2005 à 174% en 2011** (soit près de 15.000 milliards d'euros). La progression des années 2005-2008 résulte essentiellement de la demande du secteur privé (institutions financières et sociétés non financières), celle de 2009-2011 de la demande des administrations publiques (voir annexe I)⁸³.

• **Sur la période 2012-2015, il n'y a pas lieu de prévoir de ralentissement de la demande de financement obligataire des États tandis que celle du secteur privé dans son ensemble devrait continuer de progresser, sans doute rapidement.** La progression de l'offre de titres obligataires (renouvellement et endettement nouveau) proviendrait :

- **des États** et des fonds européens (FESF, MES), pour refinancer une dette qui s'est fortement accrue ces dernières années et pour financer la nouvelle dette résultant des déficits publics (même en réduction) ainsi que la recapitalisation des banques dans certains pays⁸⁴ ;
- **des banques**, dont le besoin en ressources longues augmente ;
- **des grandes entreprises** qui ont fortement augmenté leur recours au marché obligataire ces dernières années. Mécaniquement, le renouvellement d'une dette de marché en augmentation ces dernières années et l'hypothèse d'une stabilité de l'arbitrage dette de marché/dette bancaire les prochaines années au niveau atteint récemment (60/40 environ dans le cas français) pour financer la nouvelle dette, accroissent de manière importante le recours des grandes entreprises au marché obligataire.

Au total, le marché obligataire de la zone euro devrait être fortement sollicité au cours des années à venir sous le double effet du renouvellement d'une dette dont le stock a fortement progressé ces dernières années et d'un besoin net de financement

⁸³ Exception en 2011 pour les institutions financières monétaires rattachées à l'euro système.

⁸⁴ D'après le FMI (WEU), les émissions nettes annuelles des administrations publiques de la zone euro atteindraient 345 milliards d'euros l'an sur la période 2012-15 contre 160 milliards l'an sur la période 1999-2007 et près de 400 milliards l'an en 2009-2011.

(BNF) de tous les acteurs (administrations publiques, institutions financières monétaires et sociétés non financières) élevé.

Toutefois, une « monétisation » d'une partie non marginale de la dette publique est susceptible d'alléger la pression de la demande.

• **Or, Il n'est pas évident que la demande de titres (offre de financement) suive.** Schématiquement, contraints par les nouvelles régulations et normes comptables, les intermédiaires financiers monétaires (banques commerciales surtout) font de la transformation mais doivent en faire moins. Les intermédiaires financiers non monétaires (assureurs surtout) ne font guère de transformation et ne peuvent en faire plus :

- **pour les premiers**, Bâle III impose des matelas de capitaux propres ou d'actifs liquides conséquents aux banques qui proposent des véhicules de titrisation et aux investisseurs en produits titrisés (obligations de sociétés financières) ;

- **pour les seconds**, Solvency II rend prohibitif l'investissement des assureurs dans les produits titrisés. Alors que les compagnies d'assurance étaient un des contributeurs essentiels à la souscription et à la détention d'actions émises par les entreprises, la nouvelle réglementation renchérit le coût réglementaire de la détention d'actions et d'obligations⁸⁵.

La solution serait que les agents non financiers acceptent d'aller « en direct », ou via des OPCVM vers de l'épargne longue. Ceci supposerait pour le moins que la courbe des taux d'intérêt se pentifie davantage et que la fiscalité ne soit pas dissuasive.

• **Contrepoint à ce schéma d'excès d'offre de titres, les émissions obligataires d'excellent rating sont fortement recherchées** car ces titres permettent de répondre aux nouvelles obligations prudentielles, aux besoins de collatéral pour les transactions sur produits dérivés OTC et à des utilisations croissantes pour les opérations avec les banques centrales. Ils répondent aussi au désir de « flight to quality » des investisseurs⁸⁶. Alors que l'offre de titres d'excellent rating est écornée par la dégradation des ratings, leur demande est structurellement élevée.

⇒ **Le potentiel du financement des entreprises non financières par le marché obligataire n'est toutefois pas négligeable.** Le stock d'émissions obligataires des entreprises non financières de la zone euro ne représente que 5% environ du stock d'émissions des résidents de la zone. Certes, cette petite taille relative représente un

⁸⁵ Voir à ce sujet, intervention de Jacques de Larosière devant le Club Partenariats Public Privé du 15 mai 2012 : « Bâle 3 : quels enjeux pour le financement des infrastructures en Europe ? » : « Le vice fondamental de Solvency II est de vouloir définir les actifs des compagnies d'assurance en fonction d'une hypothèse de liquidité à un an. Cette hypothèse est discutable au regard des fondamentaux des métiers de l'assurance (passif à long terme). Il force les compagnies à se défaire de leurs titres longs considérés comme trop volatils dans une perspective de liquidation à court terme. »

⁸⁶ Voir à ce sujet « Global Financial Stability Report », FMI, avril 2012, chapitre 3 : « Safe assets : Financial System Cornerstone ».

handicap : le marché obligataire « corporate » est tributaire des évolutions des principaux autres marchés, des obligations d'Etats essentiellement. Mais elle présente aussi un avantage : une réallocation à la marge par les investisseurs du portefeuille des titres d'Etat vers les titres « corporate » accroît sensiblement la demande pour ce marché.

• **Au total, malgré les interventions de la BCE, les perspectives d'évolution de l'offre et de la demande de titres libellés en euros devraient entraîner en moyenne une hausse du taux d'intérêt d'équilibre, dans un contexte de volatilité persistante (voir – ci-après). Le potentiel de développement du marché des obligations pour les entreprises non financières n'est toutefois pas négligeable, compte tenu de la petite taille relative de ce marché.**

⇒ **Les risques d'instabilité persistante des marchés de dette**

Lorsqu'un entrepreneur s'adresse à son banquier pour renouveler un prêt, la décision dépend normalement de la situation de l'entreprise mais pas de celle de la banque, en principe relativement stable dans le temps, surtout depuis les leçons tirées des crises récentes. Si la situation de l'entreprise reste structurellement saine, pas de raison de refuser le renouvellement.

Lorsqu'une entreprise s'adresse au marché obligataire pour renouveler une émission arrivée à échéance, le renouvellement dépend bien sûr toujours de la situation de l'entreprise, mais aussi l'état du marché, de sa liquidité, de sa profondeur.

Mêmes remarques pour de nouveaux crédits ou de nouvelles émissions.

Or, les marchés de dette en zone euro risquent, non seulement de s'équilibrer structurellement autour de taux d'intérêt plus élevés, mais aussi de continuer de connaître durablement une forte volatilité, une alternance de période d'appétit et d'aversion au risque et des épisodes de contagion. De plus, la réduction du risque systémique bancaire grâce aux nouvelles régulations peut s'accompagner d'une montée du risque systémique des marchés financiers.

Notre préoccupation est donc de **mettre en garde contre les risques d'instabilité du financement des grandes entreprises et de certaines ETI à trop s'orienter vers un financement obligataire** (mouvement déjà en cours depuis le milieu des années 90 accéléré depuis 2008), comme alternative au financement par le crédit bancaire⁸⁷,

⁸⁷ Ceci concerne particulièrement les grandes entreprises françaises qui représentent environ 40% du marché obligataire corporate de la zone euro.

Les principaux risques afférents aux marchés de dette résultent des effets indirects des nouvelles régulations et des difficultés durables de la zone euro. Ils peuvent être résumés comme suit :

- **donnée incontournable et essentielle, la zone euro restera probablement encore longtemps instable.** Rappelons notamment la faiblesse de la croissance potentielle, le creux probable de 2012-2013, la divergence durable de croissance entre pays du nord et pays du sud se substituant depuis 2009 à un processus de convergence amorcé dans les années 2003-07, la solvabilité toujours incertaine de plusieurs états tributaires du sentiment des marchés, les incertitudes sur le comportement des acteurs principaux ; FMI, CE, BCE et gouvernements. Ces derniers ont montré une volonté indéniable de consolider l'UE et la zone euro, comme en témoignent les avancées récentes : les déficits des administrations publiques sont encadrés par des règles contraignantes, les mécanismes de partage des risques pour limiter les effets dépressifs des plans de rigueur sont devenus opérationnels et la supervision bancaire prend tournure. Mais ces gouvernements doivent tenir compte des données structurelles spécifiques à leur pays et de leur opinion publique, plus méfiante à l'égard de l'union, parfois tentée par le populisme. Les résultats électoraux modifient régulièrement la donne de la gouvernance de l'UE ;
- **le risque systémique des marchés financiers⁸⁸ s'est sensiblement accru et en partie matérialisé depuis 2008 en zone euro. Il persistera probablement les prochaines années.** Le risque est influencé par la corrélation renforcée depuis 2008-09 entre risque systémique bancaire et risque souverain⁸⁹. Il résulte d'un risque de contagion entre pays sur un même marché⁹⁰. Il résulte aussi d'un risque de contagion entre marchés. Elle se produira si l'un des marchés en forte expansion depuis plusieurs années venait à subir une crise de liquidité (versus crise de maturité) : marchés des CDS souverain et corporate, marchés des « Exchange Trade Funds » (ETF)⁹¹ notamment. Il résulte enfin du retrait possible d'investisseurs non-résidents auxquels ont fait de plus en plus appel les grands acteurs de la zone euro : Etats, banques (jusqu'en 2008) et grandes entreprises non financières qui se financent partiellement en dollar. On vient de constater les effets du désengagement de prêteurs structurels en dollar aux banques européennes, obligées de réduire

⁸⁸ Risque d'illiquidité sur un marché avec effet de contagion sur les autres marchés entraînant une rupture de croissance.

⁸⁹ En particulier, une disposition curieuse dans Bâle III permet aux banques d'acquérir des titres souverains de l'Etat de leur nationalité sans charge en capital, indépendamment du niveau de risque du souverain lui-même.

⁹⁰ Le retour à une discrimination entre marchés nationaux de la zone euro depuis quelques années met chacun à la merci d'une contagion, phénomène que l'on observe depuis 2010 (Grèce vers Espagne, Islande, etc.).

⁹¹ Véhicules d'investissement qui cherchent à répliquer un indice. Le marché, notamment en Europe, a crû en taille, en complexité (de « plain-vanilla » à « synthetic ») et en diversité (des actions vers les marchés de taux, le crédit, les matières premières). L'interrogation sur le risque d'illiquidité porte notamment sur les éventuels rachats massifs de fonds n'ayant pas en portefeuille les actifs dont ils répliquent la performance.

drastiquement leur activité en dollar, notamment dans les financements à l'exportation. Les grandes entreprises qui font désormais et de plus en plus appel au marché obligataire en dollar ne sont pas à l'abri de déboires analogues ;

- **au niveau micro économique, le risque de crédit est « endogénéisé » par les seuils de rating réglementaires dans les ratios de liquidités et de solvabilité de Bâle III et Solency II.** Les seuils conduisent les banques et aussi les investisseurs à revoir leur politique de crédit et d'investissement financier vis-à-vis des contreparties concernées par des dégradations de rating. **La dégradation d'un rating d'une contrepartie peut devenir très pénalisante pour cette dernière.**

⇒ Initiatives pour fluidifier le marché obligataire

Dans ce contexte, pour répondre aux besoins des investisseurs contraints en périodes de crise par une grande volatilité et un manque de transparence des marchés, la Place de Paris a pris deux initiatives. D'une part, une plus grande maîtrise du marché primaire des corporate bonds, grâce à la mise en place des conditions compétitives de listing à Paris, a permis un rapatriement effectif des principales émissions en France. D'autre part, la proposition d'une organisation innovante du marché obligataire autour d'un carnet d'ordres centralisé et prenant en compte les spécificités de ce marché, a commencé à prendre corps à travers « NYSE Bond-Match », projet porté par Nyse Euronext.

2.2.3.3 Le développement du financement alternatif

● Parmi les « voies nouvelles » du financement des entreprises figurent les financements alternatifs, c'est à dire **un processus d'intermédiation qui privilégie un lien plus direct (non exclusif) entre les investisseurs et les entreprises.** Ce processus n'est pas nouveau, mais les nouvelles régulations prudentielles qui conduisent à un renchérissement du coût du crédit, auront probablement pour conséquence de diversifier les solutions de financement, dont celui du financement alternatif.

Jusqu'à présent, les financements alternatifs venant en relais de la dette bancaire sont restés modestes. De l'automne 2011 à l'été 2012, ils n'ont concerné que certains secteurs d'activité répondant à un besoin de financement non satisfait où les banques sont traditionnellement présentes et à des caractéristiques de financement recherchées par les investisseurs⁹².

Mais les forces de marché anticipent déjà l'évolution potentielle des formes de financement : l'augmentation du nombre de financements alternatifs passe actuellement

⁹² dont le choix est motivé par des réallocations d'actifs pour satisfaire aux nouvelles contraintes réglementaires qui leurs sont applicables.

par des modèles « protéiformes », dont la nature varie en fonction des actifs financés, des contraintes de l'investisseur et de la notation de l'emprunteur.

Toutefois, un éventuel transfert de risque du secteur régulé vers un autre secteur différemment ou moins régulé et supervisé peut changer les équilibres et devenir la source de nouveaux risques. Ce n'est pas l'objet de ce rapport que de traiter de manière exhaustive les risques potentiels d'un secteur très varié par la nature des intervenants et des opérations. Rappelons seulement que certaines activités sont financées à court terme et courent un risque de retrait brutal des clients, d'autres utilisent des effets de levier élevés avec des collatéraux dont les valeurs peuvent subir des chutes soudaines, d'autres jouent sur les différences de régulation et enfin, que des faillites d'acteurs de taille significative dans ces activités peuvent avoir des conséquences systémiques.

2.2.4 La désintermédiation⁹³ : éléments de conclusion provisoire

• Au regard des évolutions possibles/probables d'offre de financement bancaire et obligataire ainsi que de l'évolution du marché primaire action (sans encore tenir compte des possibilités du financement alternatif), **dans la mesure où les ratios prudentiels sont maintenus en l'état, un mouvement de désintermédiation dont l'ampleur est difficile à appréhender est probable. Il affectera inégalement les entreprises selon leur taille :**

- **les PME**, surtout le quart en position financière difficile, n'ont guère d'autre alternative que le financement bancaire. Elles sont donc particulièrement exposées aux effets de la réforme, en particulier pour la hausse du coût du crédit, y compris pour les crédits de trésorerie (autorisations et utilisations). Pour beaucoup d'entre elles, le besoin en fonds de roulement est élevé ;
- **les GE** peuvent arbitrer entre financement bancaire et obligataire, sur le marché domestique ou sur le marché international, d'autant plus aisément lorsqu'elles disposent d'un très bon rating, ce qui est le cas d'une large majorité. Les nouvelles contraintes sélectives sur l'offre de crédit pourraient donc être allégées par un redéploiement du financement. Toutefois, le recours accru au financement obligataire ces dernières années, appelé dans ce nouveau contexte à se poursuivre, peut soulever la question de la stabilité de leur financement dans un contexte de marché durablement volatil ;
- **les ETI** sont dans une position intermédiaire, avec une prédominance de financement bancaire. L'ouverture vers le marché obligataire constitue une opportunité.

L'introduction de nouveaux critères de coûts en capitaux propres contribuera aussi à différencier l'accès des entreprises au crédit bancaire suivant leur taille et leur niveau de risque.

93 Voir annexe II sur la notion de désintermédiation et sur son évolution aux Etats-Unis dans la zone euro.

2.3 Conséquences à court moyen terme pour l'économie française et son financement

Cette section déduit de l'analyse des acteurs économiques un scénario d'évolution à court moyen terme de l'économie française. Elle met en exergue les principales difficultés financières probables à adresser. Il s'en dégage une alternative de sortie de crise, « par le bas » ou « par le haut ».

2.3.1 Scénario « spontané » de croissance à moyen terme

Ce scénario porte sur les années 2012-2015 qui apparaissent comme des années de transition difficiles:

- **pour la zone euro** dans son ensemble (toujours en phase de réduction des déficits publics et en recherche d'une gouvernance adaptée) ;
- **pour l'Etat français**, dont l'objectif est de retrouver une trajectoire de soutenabilité des finances publiques à horizon 2015-2017 ;
- **pour l'intermédiation et la transformation des banques commerciales**, contraintes quelques années encore par la mise en œuvre des nouvelles normes prudentielles.

Ce scénario est appelé « spontané » car il n'intègre pas les mesures de politique économique qui pourraient être prises pour en modifier la trajectoire, en particulier celles qui sont proposées par ce groupe de travail.

• **Il ressort de l'analyse par secteur institutionnel une perspective de croissance du PIB quasi-nulle en 2012 et 2013 et plutôt en deçà du potentiel de croissance en 2014 et 2015, estimé à +1,4% l'an (+1% l'an ?).** L'atonie de la consommation des ménages (au moins en 2012-2013), celle de l'investissement des entreprises avec un recul possible (aussi en 2012-2013), ainsi que les effets de la réduction du déficit budgétaire sur la croissance (2012-2015) dans un contexte où l'ensemble de la zone euro va continuer de réduire les déficits budgétaires⁹⁴, sous-tendent cette prévision.

Faiblesse chronique de la demande finale, montée du chômage au moins jusqu'à fin 2013, sous-utilisation des capacités de production et questionnements sur la compétitivité caractérisent ce scénario qui prolonge la crise économique mondiale amorcée en 2007 au moins jusqu'à fin 2013 pour la France. Toutefois, le maintien jusqu'à présent d'un effort d'investissement conséquent des entreprises⁹⁵ soutient leur potentiel de production et pourrait leur permettre de tirer profit d'une reprise mondiale.

⁹⁴ Déficit budgétaire agrégé de la zone euro : 2010 : -5,9 ; 2011 : -4,2 ; 2012 : -3,1 ; 2013 : -2,1 ; 2014 : -1,7 ; 2015 : -0,8 (sources nationales).

⁹⁵ La partie dédiée à la situation financière des entreprises fait apparaître une indétermination dans l'arbitrage à venir investissement/désendettement, pour lequel la perspective de sortie de crise constituera un facteur déterminant.

Le scénario pour 2013 est entaché d'un biais baissier. Le scénario « spontané » ne prévoit qu'une légère baisse du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages en 2012-2013 (autour de -0,3% l'an). Elle peut être plus importante. Alors que les perspectives manquent de lisibilité et sont contrariées par l'alourdissement de la fiscalité, le nécessaire redressement des marges et de l'autofinancement peut conduire les entreprises à privilégier le désendettement sur l'investissement et à ajuster sensiblement les effectifs aux besoins anticipés. **La croissance française, sur le fil du rasoir, pourrait alors basculer dans la récession.**

L'économie française traverserait donc en 2012-2013 une période de stagnation, voire de légère récession en 2013, succédant à une reprise modeste en 2010-2011 (+1,6% l'an), qui elle-même compensait à peine la récession de 2008-2009 (PIB : -0,2% et -3%).

L'histoire des cycles conjoncturels nous rappelle que lorsqu'un deuxième creux conjoncturel succède dans un intervalle rapproché à un premier, les conséquences du second peuvent en être particulièrement douloureuses en termes de chômage et de faillites d'entreprises.

De fait, **l'économie française aborde cette période en situation financière plus fragile que lors de la première phase de crise en 2007,** qu'il s'agisse des administrations publiques, des entreprises non financières et enfin, de l'extérieur dont elle dépend de plus en plus pour son financement. De surcroît, contrairement à ce qui s'est passé en 2007-2008, cette fragilité est désormais largement perçue, en France comme à l'étranger.

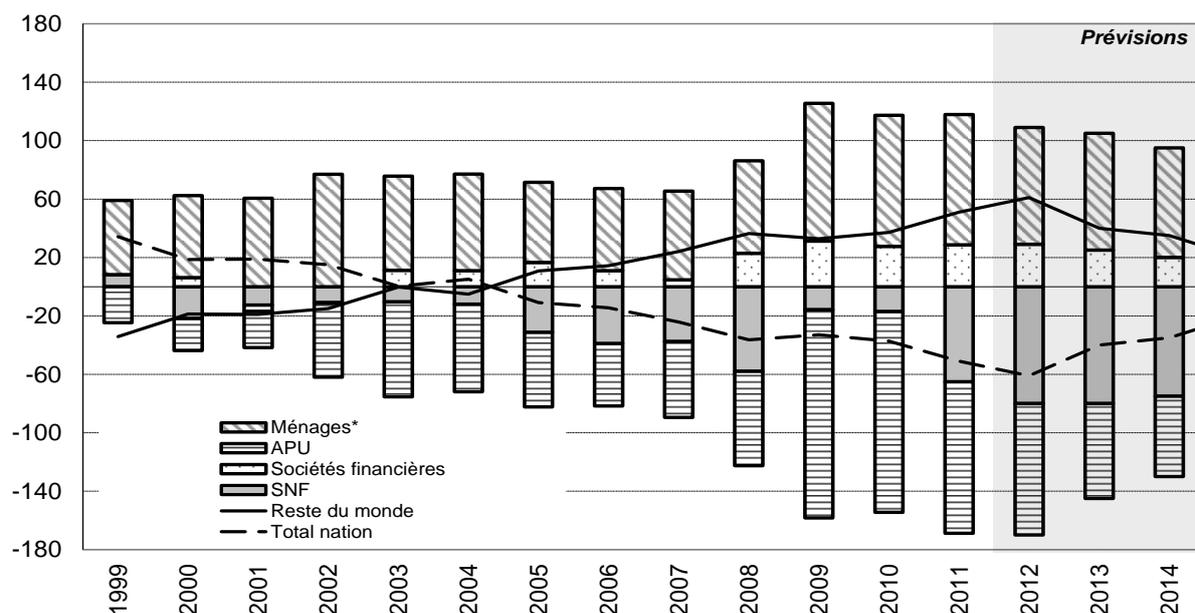
Le soutien financier apporté par les intermédiaires financiers aux entreprises et aux ménages constitue donc un enjeu majeur de la période difficile que l'économie française traverse.

• Perspectives 2012-2015 de la capacité et du besoin de financement des cinq secteurs institutionnels.

Ces perspectives s'inscrivent dans le cadre du scénario « spontané ».

Au regard des tendances envisagées à titre indicatif, légère baisse de la capacité de financement des ménages et des institutions financières, légère baisse du besoin de financement des entreprises non financières, forte baisse du besoin de financement des administrations publiques, **le besoin de financement de la nation pourrait être réduit de plus de moitié de 2011 à 2015.** Cette prévision est à considérer toutefois avec une grande prudence, notamment car les évolutions prévisibles des soldes de la balance des paiements courants délivrent un message moins favorable.

France: capacité ou besoin de financement par secteur institutionnel



2.3.2 Quelles difficultés de financement à anticiper ?

Les analyses précédentes ont mis en évidence la faiblesse attendue de la croissance et les désajustements, fragilités et difficultés de financement de l'économie française et de ses entreprises prévisibles au cours des années 2012-2015. On peut, en synthèse, extérioriser cinq difficultés majeures.

2.3.2.1 Concomitance entre le retournement conjoncturel de 2012-2013 et la mise en œuvre à marche forcée des ratios prudentiels de Bâle III et de Solvency II.

Assureurs et banquiers sont contraints de revoir leur politique de crédit et d'allocation d'actif dans un sens restrictif comme décrit ci-avant. Les régulateurs devraient tenir compte dans leur calibrage des ratios et dans leur calendrier de mise en œuvre des **effets de pro-cyclicité récessive de la réforme**. Ces effets s'ajoutent à ceux, déjà constatés, des normes IFRS introduites ces dernières années. Lorsque le calendrier de mise en œuvre de Bâle III et Solvency II avait été décidé, les perspectives de croissance économique qui devaient accompagner la période d'introduction étaient beaucoup moins défavorables qu'elles ne le sont aujourd'hui. De même, une crise des marchés financiers telle que nous la traversons était loin d'être anticipée **Attention à ne pas accentuer un contexte récessif par une application rigide de la réforme, surtout en période de réduction drastique des déficits publics.**

2.3.2.2 Dépendance persistante du financement extérieur, pour la dette d'Etat, et vulnérabilité croissante au sentiment des investisseurs non-résidents.

Certes, cette dépendance participe d'un mouvement d'internationalisation financière de l'économie française. Mais en grossissant un peu le trait, l'épargne française internationalisée finance plutôt la croissance économique mondiale (IDE, financement obligataire privé *via* les investisseurs institutionnels et bancaires) tandis que l'épargne étrangère importée finance plutôt le déficit public, *in fine*, les dépenses de fonctionnement de l'Etat. De plus, le financement net de l'économie française est et restera déficitaire au moins quelques années encore, ce qui réclame une couverture par des financements extérieurs. Le plus probable est que cette dernière soit spontanément assurée par l'acquisition nette de titres de portefeuilles par les non-résidents, principalement des titres de dette publique négociable. **D'où une forte sensibilité des taux d'intérêt à la crédibilité de la politique économique.**

2.3.2.3 Evolution décalée de l'épargne des ménages par rapport aux besoins de l'économie, sous deux aspects.

⇒ **Moindre financement des entreprises.** Ces toutes dernières années, l'épargne financière s'est orientée directement et *via* les intermédiaires financiers de plus en plus vers l'international, de moins en moins vers les entreprises non financières résidentes. Elle s'est orientée aussi de plus en plus vers les produits non risqués et à court terme, au détriment, notamment des OPCVM actions et des achats en direct. Ces tendances devraient se maintenir à court-moyen terme, renforcées par les effets de Bâle III et de Solvency II sur le comportement des acteurs financiers, et par l'alourdissement de la fiscalité de l'épargne ;

⇒ **Insuffisante allocation de l'épargne financière dans les banques commerciales, contraintes par le LCR,** tel qu'il est aujourd'hui défini. L'épargne des ménages en France est structurellement peu orientée vers le secteur bancaire. Si la stabilité des dépôts avait permis jusqu'à présent aux banques commerciales de pleinement tenir leur fonction d'intermédiation via une hausse du ratio crédits sur dépôts (hausse du multiplicateur de crédit), les exigences prudentielles inversent cette dynamique et obligent les banques à collecter davantage de dépôts ou bien à restreindre l'offre de crédit au secteur privé. D'où un risque aggravé de moindre financement des entreprises. Ceci implique aussi une concurrence accrue entre les acteurs financiers pour attirer l'épargne financière.

2.3.2.4 Risques de tensions croissantes pour les entreprises entre demande/besoin de financement et offre de financement.

⇒ **Les demandes nettes de financement sont devenues historiquement élevées** en 2011-2012 (« besoin de financement » de l'ordre de 80 milliards l'an, voir parties précédentes) et devraient le rester quelques années encore. S'ajoute le problème du financement du fonds

de roulement en période d'affaiblissement conjoncturel (2012-2013) du chiffre d'affaires. Il faut tenir compte aussi **du besoin de renouvellement de la dette existante**, mécaniquement en croissance sous l'effet de la progression de l'encours de la dette ces dernières années.

⇒ **L'évolution de l'offre de financement est incertaine :**

- **Une contrainte peut peser sur l'offre globale de crédit bancaire au secteur privé résident en euro**, comme montré dans les sections précédentes. Une calibration moins conservatrice devrait permettre de limiter ce risque sans, pour autant, dénaturer les objectifs assignés par le régulateur à ces ratios. Certains segments de la demande sont déjà concernés par le resserrement des contraintes : crédits à long terme aux entreprises et à l'habitat, principalement ;
- **la capacité des financements alternatifs à prendre le relais de l'offre de crédit bancaire si elle venait à se tasser ou à être partiellement inadaptée** (cas des financements longs) **n'est pas évidente**. En effet, la capacité d'absorption du marché obligataire privé de la zone euro apparaît fluctuante et guère extensible (quid de la demande des assureurs et fonds de pension ?), hormis pour les bons ratings. Le marché primaire action est quasi-fermé, au moins pour une année encore, en l'absence de reprise de la collecte sur les OPCVM actions et les achats en direct. Restent les opportunités du financement alternatif (dont les BFI pour une titrisation bien encadrée), au potentiel probablement non négligeable mais au coût plus élevé que le financement bancaire traditionnel. Le développement du modèle « originate to distribute » des BFI ainsi que les ressources en faveur du capital investissement risquent de se trouver contraints par une réticence des assureurs à détenir des produits titrisés (Solvency II).

⇒ **Le financement des PME peut devenir critique :**

- **pour le moyen-long terme**, au regard des nouvelles contraintes réglementaires pesant sur le crédit bancaire à moyen-long terme et en l'absence de financement alternatif « naturel », comme l'accès au marché obligataire et/ou au capital investissement;
- **pour le besoin en fonds de roulement**, sujet rendu épineux par la conjoncture. En 2011, les PME se trouvaient déjà en situation délicate, caractérisée par un besoin en fonds de roulement élevé, un financement significatif de la trésorerie par le crédit interentreprises mais au sujet duquel les délais de paiement pèsent davantage sur les PME que sur les grands groupes et enfin, par une situation financière fragile ou franchement dégradée pour environ un quart d'entre elles. **Les évolutions d'activité envisagées pour 2012-2013 ne peuvent qu'accroître le risque d'illiquidité pesant sur une part non négligeable des PME et les défaillances**. Le non-respect des délais de paiement par des entreprises en difficulté engendre un processus en chaîne. Du côté de l'offre de financement, les

banques commerciales sont fortement pénalisées par les nouvelles règles prudentielles concernant les crédits autorisés non utilisés.

2.3.2.5 Désajustement partiel de l'intermédiation financière aux besoins de l'économie. Au-delà du risque mentionné ci-dessus d'insuffisance de fonds prêtables aux entreprises, le désajustement concerne la durée et le taux d'intérêt des financements.

⇒ **Transformation** (court terme → long terme) : **tendances contradictoires entre le prévisible et le nécessaire.** L'épargne des ménages s'oriente de plus en plus vers le court terme non risqué. Les banques commerciales réduisent la durée des prêts qu'elles accordent (effet Bâle III), les assureurs et fond de pension deviennent réticents à acquérir des titres longs et des actions (effet Solvency II) ; alors que l'économie réclame des financements à long terme (habitat pour les ménages, investissement pour les entreprises, notamment).

⇒ **Taux d'intérêt : tendances contradictoires entre le nécessaire et le prévisible.** Dans le domaine du nécessaire, les parties précédentes de ce rapport ont montré à quel point la sauvegarde de l'économie dépendait du maintien des taux d'intérêt de la dette des entreprises et même de celle des ménages sur de bas niveaux, dans un contexte où la croissance nominale du PIB sera faible. Dans le domaine du prévisible, les parties précédentes ont recensé les facteurs de hausse probable des taux d'intérêt :

- crédits bancaires : hausse du coût d'intermédiation ;
- marché obligataire : taux d'intérêt d'équilibre plus élevé et volatilité persistante, excepté pour les émetteurs de bon rating.

En plus de ces facteurs de hausse, il faut tenir compte des données suivantes :

- les formes alternatives de financement au crédit bancaire sont en général plus coûteuses : financement obligataire⁹⁶, financement par des BFI sur le modèle « originate to distribute » et plus largement, financement alternatif;
- le coût du risque devrait augmenter de nouveau en 2013, ce qui peut élargir les spreads de crédit.

2.3.2.6 Problème stratégique : le recul de la position internationale des banques françaises. Les banques commerciales françaises ont été contraintes de réduire drastiquement le financement en dollar de l'activité internationale des entreprises françaises et étrangères. **Ce mouvement devrait se poursuivre au moins à court terme.** Le repli drastique résulte de la crise de l'euro qui a conduit les prêteurs structurels en dollar à se désengager des banques commerciales européennes,

⁹⁶ Les taux obligataires sont en général plus élevés que les taux du crédit bancaire (à maturité et rating comparable de l'emprunteur).

globalement emprunteuses nettes en dollar. De manière coïncidente et sans en être la cause originale, **l'obligation de respecter un ratio de liquidité par devise a amplifié/accéléré ce mouvement**, lequel a contribué au « deleveraging ».

De ceci, il résulte **d'importantes pertes de parts de marché à l'international des banques françaises, au profit de grandes banques étrangères**, américaines, chinoises et japonaises principalement. Il en résulte aussi des difficultés de financement des exportations des entreprises françaises.

La compétitivité de l'industrie financière française s'en trouve affaiblie, ce qui risque d'affecter celle des entreprises non financières françaises si elles ne peuvent s'appuyer sur un partenaire financier national d'envergure pour accompagner leur développement international.

2.3.3 Sortie de la période de transition : par le bas ou par le haut ?

Sur au moins quatre années (2011 à 2015), l'économie française traverse une douloureuse période de transition économique et financière, porteuse d'instabilité et de déséquilibres. Les fragilités, désajustements, ou difficultés mis en évidence ci-dessus peuvent enclencher des enchaînements récessifs durables ou pour le moins une stagnation s'ils n'étaient pas corrigés. Point n'est besoin d'insister sur les effets de l'insuffisance de financement à long terme sur l'investissement des entreprises dans cette période charnière d'arbitrage indécis entre désendettement et investissement, de même pour les investissements d'infrastructure en partie financés par les collectivités locales. Point n'est besoin d'insister non plus sur la question épineuse de la liquidité des PME lorsque l'économie tangente la récession. De mauvaises nouvelles sur la croissance en France pourraient aussi conduire les investisseurs non-résidents à se détourner, etc.

De cette période de transition, l'économie française peut sortir structurellement affaiblie et entrer dans une ère de déclin durable. C'est la « sortie par le bas ». Mais elle peut aussi renouer avec les conditions d'une croissance soutenable. C'est la « sortie par le haut ».

Pour aller vers une « sortie par le haut », les structures de financement de l'économie française doivent évoluer pour répondre, d'abord aux risques inhérents à la période de transition, ensuite aux besoins de financement de la période de reprise, par laquelle la croissance pourrait au moins revenir vers son potentiel. C'est tout l'objet des propositions du troisième chapitre que de proposer un ensemble de mesures cohérentes à cet égard.

2.3.4 Tableau de synthèse

TABLEAU DE SYNTHESE (2012-2015) DE LA PARTIE II

Comportement financier prévisible des acteurs et évolution probable des marchés en l'état actuel des futurs régimes prudentiels bancaires et assuriels

Principaux déséquilibres financiers prévisibles

	Ménages	Banques	Assureurs	Gestion d'actifs	Marché obligataire zone euro	Marché boursier	Entreprises non financières
Contexte	Compétitivité en dégradation. Croissance nulle en 2012-2013, modeste ensuite, impliquant un risque de défaillance accru ; besoin de financement extérieur persistant ; dépendance financière extérieure croissante aux investissements de portefeuille impliquant une forte sensibilité des taux d'intérêt à la crédibilité de la politique économique.						
<p>➤ Comportement attendu/prévisible des acteurs</p> <p>➤ Evolution attendue/prévisible des marchés</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tassement des placements financiers • Préférence renforcée pour les produits non risqués et plus liquides • Crédits : ralentissement de l'encours ; baisse du flux net 	<ul style="list-style-type: none"> • Poursuite du deleveraging • Réintermédiation dépôts/crédits (objectif le plus difficile à atteindre) • Poursuite de la dédollarisation des bilans • Développement du modèle « originate to distribute », limité par des facteurs institutionnels 	<ul style="list-style-type: none"> • Objectif d'économie de fonds propres • Objectif de réduction de la volatilité du bilan 	<p>Recul des souscriptions/ levées de fonds effectuées auprès des investisseurs institutionnels et des ménages</p> <p>Baisse de l'attractivité des investissements en actions cotées et non cotées, le durcissement fiscal s'ajoutant au risque perçu.</p> <p>Assèchement des ressources disponibles pour la gestion OPCVM action et capital investissement</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Risque d'excédent de l'offre sur la demande • Mais discrimination croissante entre marchés : « bons » ratings et « bons » pays recherchés • Volatilité forte 	<ul style="list-style-type: none"> • Le marché primaire action est devenu étroit depuis 2009 et risque de le rester • Le marché secondaire encore trop peu actif. Perte de 30% d'actionnaire individuel sur les 3 dernières années. 	<ul style="list-style-type: none"> • Besoin de financement historiquement élevé, dont fonds de roulement PME, surtout en 2012-2013 • Nécessaire reconstitution des marges : inflexion de l'investissement ? des effectifs ? des salaires ? • Projets d'investissement moyen terme maintenus malgré la crise (semble-t-il)

	Ménages	Banques	Assureurs	Gestion d'actifs	Marché obligataire zone euro	Marché boursier	Entreprises non financières
<p>➤ Effets à probabilité élevée</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Moins de détention d'actions en direct, <i>via</i> OPCVM et assurance-vie (Unités de Compte) • Plus de détention en produits administrés (Livret A) <p>⇒ Poursuite de la tendance à un moindre financement de l'entreprise (en direct et <i>via</i> les intermédiaires)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Hausse significative du coût d'intermédiation • Raccourcissement des maturités (grandes entreprises surtout, ménages) • Recul de la détention d'obligations (trading ; voire placements) • Affaiblissement de la position internationale des banques françaises. Désengagement dans l'accompagnement des groupes français sur les marchés mondiaux 	<ul style="list-style-type: none"> • Baisse de la détention d'actions, cotées et non cotées • Raccourcissement des maturités • Baisse de la détention de produits titrisés 	<p>Très net recul, voir disparition des montants disponibles pour être investis dans les fonds propres des start-ups, PME et ETI françaises cotées ou non cotées.</p> <p>Attrition des sociétés de gestion action et de capital-investissement basées à Paris.</p> <p>Difficultés pour certains acteurs, notamment de petite taille</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Tendance haussière du taux d'intérêt d'équilibre • Ecartement des spreads : <ul style="list-style-type: none"> - entre bons et mauvais ratings ; - entre bons et mauvais pays <p>⇒ Spread élevé pour un bon rating dans un mauvais pays</p> <ul style="list-style-type: none"> • Incertitude pour le refinancement des entreprises lié à la volatilité • Internationalisation de la demande de titres (déjà en cours) 	<ul style="list-style-type: none"> • Ne contribue pas assez au financement externe des entreprises 	<ul style="list-style-type: none"> • Tensions croissantes pour le financement des entreprises entre offre et demande de financement particulièrement pour : <ul style="list-style-type: none"> - crédit moyen LT ; - PME dont fonds de roulement ; - obligataire ? - « originate to distribute » contrarié par contrainte sur les assureurs (Solvency II) • Tensions probables pour les taux d'intérêt : <ul style="list-style-type: none"> - faible coût nécessaire pour survie PME - risque de hausse des taux
<p>➤ Effets à probabilité moins élevée</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Poursuite du désengagement de l'assurance-vie et du PEA en faveur de l'immobilier ? 	<ul style="list-style-type: none"> • Contrainte sur l'offre globale de crédit au secteur privé en euro • Problème spécifique de financement des PME dont : <ul style="list-style-type: none"> - fonds de roulement ; - crédits autorisés/utilisés 	<ul style="list-style-type: none"> • Baisse de la détention d'obligations du secteur privé • Renchérissement du coût des fonds propres 		<ul style="list-style-type: none"> • Baisse de la détention d'obligations du secteur privé • Renchérissement du coût des fonds propres 		<ul style="list-style-type: none"> • Recours aux financements hors France (banques, marché) pour GE, voire ETI

III. DES PROPOSITIONS EN COHERENCE AVEC UN NOUVEAU MODELE DE FINANCEMENT

L'objet de cette troisième partie est de préciser le rôle des acteurs du financement de l'économie et de proposer les mesures financières nécessaires au retour d'une croissance soutenable. Il est aussi d'exposer la cohérence du projet, d'une part la capacité de chaque mesure à tendre vers l'objectif visé, d'autre part la complémentarité des mesures entre elles qui, mises en œuvre isolément, perdraient en efficacité. Il est enfin, au travers de ces mesures, d'ébaucher le modèle de financement vers lequel il serait souhaitable de s'orienter.

A l'évidence, ces propositions prendront leur plein effet que dans une logique européenne, c'est-à-dire en cohérence avec le Plan de financement long terme de l'économie européenne qui fera l'objet très prochainement d'un Livre Vert. Ce Plan devrait prendre en compte les effets cumulatifs des dernières directives inspirées du G20 et proposer des principes communs en matière de politique de l'épargne et d'allocation de cette épargne vers l'économie productive.

3.1 De l'ancien au nouveau modèle de financement : une évolution à risque

Le financement de l'économie française a probablement basculé d'une phase d'« équilibre dynamique » qui a caractérisé la précédente décennie dans une phase de déséquilibres et d'instabilité entre offres et besoins de financement depuis le tournant de la décennie en cours. Le modèle de financement de la décennie précédente se disloque sans que l'on puisse encore dessiner les contours d'un nouveau modèle au sein d'un vaste éventail de possibilités. Sans initiatives volontaristes fondées sur une combinaison de mesures cohérentes il est peu probable que ce nouveau modèle soit apte à assurer le financement de la croissance de manière optimale.

Cette nouvelle cohérence doit s'articuler à l'évidence dans une autre cohérence, celle d'un retour durable à l'équilibre des finances publiques associé à un véritable programme de compétitivité.

Dans cette partie 3.1., sont exposés les facteurs et caractéristiques du basculement du financement de l'économie française au tournant de cette décennie et l'orientation des propositions.

3.1.1 Au cours de la dernière décennie le financement de l'économie française s'est caractérisé par :

⇒ **le niveau élevé et stable dans la durée de la capacité de financement des ménages**, compensant à peu près les besoins de financement des autres secteurs institutionnels. Dans les autres grands pays de l'Union européenne et aux Etats-Unis, le solde de financement des ménages est proche de l'équilibre, ou négatif, ou bien fluctue sensiblement. Seules, la France, l'Allemagne et l'Autriche, extériorisent une capacité de financement des ménages élevée et plutôt stable au travers du cycle ;

⇒ **une réduction lente mais régulière de la part de l'épargne financière des ménages déposée dans les banques commerciales au profit de l'assurance-vie et de l'épargne administrée**⁹⁷. En dehors du monde anglo-saxon, la faible part de l'épargne financière allouée aux banques commerciales constitue une spécificité française ;

⇒ **une croissance soutenue des crédits bancaires aux ménages et aux entreprises pour satisfaire les besoins de financement de l'économie malgré la progression modérée des dépôts bancaires**, grâce à la dynamique de l'intermédiation, illustrée par une baisse de huit points sur la période 2000-2010 du ratio des dépôts sur crédits⁹⁸. Cette baisse a été rendue soutenable par un comportement de stabilité des déposants reposant sur leur confiance dans la solidité des banques. En 2010, les crédits bancaires aux ménages équilibraient à peu près leurs dépôts tandis que les crédits bancaires aux entreprises non financières excédaient leurs dépôts de 450 milliards (deux fois et demie les dépôts). Si le ratio des dépôts sur crédits s'était stabilisé sur la dernière décennie au niveau de l'an 2000, il aurait manqué en 2010 environ 200 milliards de crédits bancaires pour financer l'économie. Ces crédits, par un processus de création monétaire, génèrent, bien sûr, des dépôts.

⇒ **une croissance soutenue des émissions obligataires**. L'encours des obligations émises par les secteurs privé et public résidents a progressé à une vitesse proche de celle de l'encours des crédits bancaires à ces mêmes secteurs, de sorte que le taux d'intermédiation bancaire (au sens strict, voir partie I) est resté à peu près stable ;

⇒ **une bipolarisation de la croissance de la dette** : recours aux émissions obligataires pour l'Etat, les institutions financières, les grandes entreprises non financières, recours au crédit bancaire pour les ménages, les PME, les ETI et les collectivités locales ;

⇒ **une transformation (court terme → long terme) importante et croissante**, soit directement par le canal des banques commerciales, soit indirectement pour effet de substitution. L'allocation privilégiée de l'épargne financière des ménages vers les

⁹⁷ Environ un quart de l'épargne financière des ménages est allouée aux banques commerciales sous forme de dépôts et d'acquisition d'obligations

⁹⁸ Cette baisse a été permise par la stabilité des dépôts et la confiance des déposants en des banques qui, en final, ont traversé la crise sans dommages majeurs.

assureurs-vie, investisseurs longs par destination, renforce mécaniquement l'épargne longue ; même constat pour le développement du marché obligataire, pour lequel les échéances d'émissions sont en général à moyen-long terme. Le développement du capital risque a aussi favorisé cette transformation ;

⇒ **une internationalisation croissante du financement de l'économie française prenant un caractère dissymétrique** à partir de 2004-2005, particulièrement marqué à partir de 2007-2008 et non tenable dans la durée. L'internationalisation de l'épargne française a concerné essentiellement les investissements directs (en progression tendancielle) et l'assurance-vie, dont les actifs ont été diversifiés vers les obligations et dans une moindre mesure, les actions étrangères. L'épargne étrangère investie en France s'est de plus en plus portée sur les titres d'Etat. L'acquisition massive de titres publics par les non-résidents a aussi permis de combler le déficit croissant de financement de l'économie française creusé sur le double effet de la dégradation de la compétitivité (déficit industriel) et de l'attractivité du territoire (déficit des investissements directs) ;

⇒ **l'amorce, en fin de période, d'un désengagement relatif de l'épargne des ménages du financement des entreprises résidentes** (voir ci-après).

Au total, le financement de la croissance au cours de la dernière décennie a été assuré par un « équilibre dynamique » du système financier ayant pour socles l'épargne financière des ménages, l'intermédiation et la transformation bancaires croissantes en réponse à la faiblesse relative des dépôts bancaires, le développement du marché obligataire favorisé par la demande des investisseurs institutionnels et enfin, le développement de nouveaux acteurs du financement (capital-risque, OSEO etc.). Net des consolidations intra-sociétés, le marché primaire actions n'aura joué qu'un rôle modeste dans le financement des entreprises. Cet « équilibre dynamique » s'est concrétisé dans une croissance des ratios d'endettement sur PIB des ménages, des entreprises et des administrations publiques, raisonnable au regard du risque d'insolvabilité⁹⁹, à la différence de plusieurs pays de la zone euro. Mais, dès avant la crise de 2008-09, l'équilibre dynamique ne semblait pas tenable dans la durée : **la hausse constante du ratio des crédits sur dépôts, le besoin de financement extérieur croissant et le désengagement relatif de l'épargne des ménages du financement des entreprises résidentes, ne pouvaient constituer les supports durables d'un modèle de financement.**

3.1.2 Depuis le début de cette décennie, basculement du financement de l'économie dans une phase de déséquilibres et d'instabilité.

Ce basculement résulte chronologiquement de quatre facteurs ou d'évènements aux effets cumulatifs :

⁹⁹ Question ouverte pour l'Etat à partir de 2008.

⇒ **L'affaiblissement de la compétitivité de notre économie et de l'attractivité de notre territoire**, manifeste dans l'évolution de la balance commerciale et dans celle des IDE dès les années 2004-05, mais dont les causes ont pris naissance au tournant du siècle dans un contexte de mondialisation des échanges et de concurrence accrue des pays émergents. D'où la dépendance croissante de notre économie aux financements extérieurs, pour la dette d'Etat. **D'où aussi la diversification internationale de l'épargne institutionnalisée française** résultant d'un arbitrage économique rationnel du couple rendement/risque entre investissement interne et investissement externe, plutôt en faveur de ces derniers ;

⇒ **la crise depuis 2008 aux effets suivants** : besoin de financement croissant des entreprises et de l'Etat financé *in fine* par l'extérieur *via* les investissements de portefeuille, comportement de précaution des ménages se détournant de l'épargne à risque (OPCVM actions notamment) et du financement direct des entreprises, accélération de la diversification internationale de l'épargne institutionnalisée, effondrement du financement des entreprises par le marché primaire action, fermeture de la liquidité dollar aux banques commerciales de la zone euro (à partir de 2010) et enfin, de manière circonstancielle, crise de liquidité interbancaire contraignant l'offre de crédit (2008-09). La crise a aussi révélé la précarité de la situation financière des entreprises et de l'Etat.

La crise a donc mis à mal les éléments constitutifs du socle de financement de notre économie qui caractérisaient la précédente décennie : intermédiation, transformation et volatilité modérée des marchés de dette. Elle a accentué une de ses faiblesses, l'insuffisante orientation de l'épargne des ménages vers le financement des entreprises. Le financement global de notre économie à taux d'intérêt bas a continué néanmoins d'être assuré grâce au comportement de marge modéré des intermédiaires financiers, à la crédibilité de la politique économique, aux importantes entrées nettes de capitaux volatils et aux interventions efficaces de la BCE.

⇒ **A partir de 2011, l'introduction progressive des nouvelles normes prudentielles Bâle III et Solvency II, en parallèle des normes comptables IFRS. Au-delà de la sécurité systémique qu'elles procurent, ces normes accentuent les déséquilibres de notre modèle de financement générés par la crise pour au moins quelques années encore.** Elles s'accompagnent paradoxalement d'un fort durcissement de la fiscalité de l'épargne en actions, en direct ou via les OPCVM.

⇒ **Une croissance quasi nulle en 2012-13.** Le risque de crise de liquidité ou de solvabilité s'accroît pour une fraction du PME, des ETI, voire pour certains grands groupes industriels. **Assurer la liquidité du fonds de roulement devient essentiel dans cette deuxième phase de crise** ; redresser la rentabilité des entreprises aussi, **notamment en évitant d'accroître la pression fiscale.** Par ailleurs, en infléchissant la demande de financement du secteur privé, l'atonie de l'activité peut modérer, voire résorber,

provisoirement les déséquilibres mis en évidence précédemment. Le système financier serait donc préservé par la récession. Mais alors, l'économie marcherait à front renversé.

En effet, Au-delà de la fragilisation des socles du financement de notre économie sous l'effet de la crise et des nouvelles contraintes réglementaires, **notons la solidité et l'adaptabilité des structures qui portent le secteur financier.** La combinaison des différents outils et acteurs (intermédiation via les banques universelles, structuration via les BFI, capital-risque, OSEO, marché obligataire etc.) a en effet relativement bien permis de satisfaire les demandes de financement des acteurs privés dans leur spécificité au cours de cette crise, malgré un environnement tourmenté.

Pour autant, l'adaptation des acteurs financiers à cet environnement ne consacre pas la pérennité du modèle de financement de la dernière décennie. Le **basculement du précédent modèle vers un nouveau modèle, au contenu encore imprécis mais déterminant pour la croissance économique, est en cours pour les deux principales raisons suivantes :**

- la fin du régime de financement qualifié ici « d'équilibre dynamique » et le passage à un régime transitoire de déséquilibre et d'instabilité, tel que décrit ci-dessus ;
- **le changement en cours de « business model » des principaux acteurs du financement**, banques commerciales, assureurs, voire aussi intermédiaires du financement alternatif, en réponse aux effets de la crise et aux modifications de la régulation. Il a pour conséquence de modifier certaines composantes de la structure de l'offre de financement.

3.1.3 Quelle configuration prendra ce nouveau modèle ?

Probablement pas celle des modèles anglo-saxons. Trop d'écart, trop de différences, notamment de culture financière. Notre futur modèle de financement réservera sans doute une place prépondérante aux banques commerciales. Mais son évolution paraît encore relativement indéterminée, pour le meilleur comme pour le moins bon. Au regard de cette alternative, la stagnation économique de 2012-2013 infléchit la demande de financement privé, ce qui tend à équilibrer provisoirement offre et demande. **Il faut toutefois se garder de conclure de cette période d'accalmie qu'elle adoube le précédent modèle de financement, mais au contraire, se préparer à satisfaire les nouveaux besoins de financement quand les anticipations de croissance deviendront plus favorables et en conséquence, œuvrer à l'adaptation de notre modèle de financement.**

En ce sens, l'adéquation de l'offre à la demande de financement en réponse aux nouvelles données économiques, financières et réglementaires, ainsi qu'à une reprise économique, est la question centrale. **Aider les structures et acteurs à s'y adapter, tempérer les effets externes négatifs de cette adaptation, tels sont les enjeux.** Il est possible de tendre vers ces objectifs par des évolutions législatives, fiscales, organisationnelles et par un assouplissement des nouvelles normes prudentielles, mais probablement pas par un

démembrement des structures ou acteurs existants. Ils ont démontré ces dernières années, au moins dans notre pays, leur capacité d'adaptation, après avoir su contourner dans l'ensemble les principaux pièges de l'euphorie financière des années 2004-2007. .

3.1.4 Quelle orientation pour les propositions ?

Les propositions s'appuient sur l'analyse des besoins et contraintes des trois piliers de l'économie que sont les entreprises, les investisseurs, et le système bancaire. **Leur originalité se fonde sur la cohérence d'ensemble des mesures proposées et leur interaction.** La correction des déséquilibres en cours ou prévisibles reposent sur la complémentarité des mesures touchant les entreprises, les investisseurs et le processus d'intermédiation. **Mais ces mesures qui concernent la sphère du financement ne prendront pleinement vigueur que dans le cadre d'une orientation volontariste de politique économique générale.**

A cet égard, l'amélioration de la compétitivité de notre économie ainsi que l'attractivité de notre territoire, dans un contexte de forte compétition internationale, doivent constituer les axes prioritaires de la politique économique pour renouer avec une croissance soutenable. De ces axes dépend en effet la pleine efficacité des mesures proposées au regard de l'objectif de croissance, en particulier celles qui concernent la réallocation de l'épargne vers les financements à long terme.

Le succès de ces mesures dépend aussi de la politique monétaire. Dans cette période transitoire difficile, il est **souhaitable que la politique monétaire reste accommodante**, car des taux d'intérêt bas, sont essentiels à l'équilibre de financement des entreprises. **La rémunération de l'épargne devrait renouer avec une « hiérarchie normale », impliquant une repentification de la courbe des rendements**, condition indispensable pour attirer l'épargne vers le long terme. La politique économique devrait donc procéder d'un équilibre délicat entre deux objectifs *-a priori-* difficilement conciliables : maintenir les taux d'intérêt sur de bas niveaux et repentifier le rendement de l'épargne, après fiscalité, en tenant compte du risque.

Pour faire face à ces défis, ce rapport recommande la mise en œuvre de 3 axes de propositions, qui s'appuient pour les mesures détaillées sur celles déjà proposée par le Livre Blanc de Paris EUROPLACE 2012-2015 et sur les propositions des associations professionnelles partie prenantes de Paris EUROPLACE (AFG, AFIC, AF2I, FBF, FFSA, MEDEF), dont les plus importantes sont rappelées, ci-dessous :

3.2 - Axe 1 : Favoriser l'orientation de l'épargne vers le financement long terme des entreprises

En préalable, il n'est pas inutile de rappeler les quelques principes essentiels qui doivent présider à la conduite d'une politique de l'épargne efficace. C'est à la lumière de ces principes que les diverses propositions devront être considérées.

Le principe clef, qui a déjà été souligné, est qu'une bonne politique de l'épargne est une politique qui fait coïncider efficacement les besoins des épargnants et les besoins de financement d'un certain nombre d'acteurs de l'économie. C'est-à-dire qu'elle tire le meilleur parti possible de ce que l'on peut appeler les externalités positives associées à l'épargne longue.

Pour ce faire, une politique de l'épargne doit avant tout respecter les données comportementales et psychologiques de l'épargnant, qui se caractérisent par la recherche d'un certain niveau de sécurité, de simplicité, de souplesse et de stabilité dans les produits d'épargne proposés. A cet égard, il serait risqué de s'affranchir de certaines de ces considérations de base dans l'élaboration de propositions juridiques et fiscales, sauf à courir le risque de produire des recommandations trop complexes, trop peu attractives et in fine inapplicables. L'on sait trop les risques associés à une trop grande instabilité fiscale, largement dénoncée.

En second lieu, **la politique de l'épargne doit faire du long terme son premier objectif**, ce qui suppose que les mesures prises en faveur de l'épargne répondent à une exigence de cohérence, de lisibilité et de stabilité sur le moyen et long terme. **Cela suppose de la part des pouvoirs publics une identification claire des objectifs essentiels** (ex : le financement des besoins d'investissement clefs pour la compétitivité de l'économie française) qui se traduisent par des décisions, notamment budgétaires et fiscales, qui soient réalistes. Ces décisions doivent également prendre en compte les contraintes, de diverses nature (prudentielles, réglementaires, économiques) qui pèsent sur les investisseurs et gestionnaires d'épargne et encadrent leur action.

Enfin, faire le choix du long terme, **c'est soutenir la mobilisation de l'épargne longue en investissement long**, ce qui revient à valoriser le rôle dévolu aux institutions financières faisant de la transformation, banque, assurance et industrie de la gestion. Cela suppose aussi de valoriser, en termes prudentiels (via l'adaptation de modèle trop calqué sur le court terme) mais également fiscal (via l'incitation fiscale associée à certains supports dont l'assurance vie, l'épargne salariale et le PEA) le renoncement à une liquidité immédiate au profit d'un placement de long terme. C'est dans cette perspective qu'il faut lire certaines des propositions ci-dessous se rapportant à l'épargne, dont le principe de la « clause de l'épargne la plus favorisée fiscalement » qui vise à récompenser les épargnants disposés à renoncer à une certaine liquidité et/ou à investir en actions, dans un système qui tend à la sur-valoriser.

Mais cette stratégie nécessite **un effort préalable de définition** concernant ce qu'est un investissement de long terme et les conditions de sa consolidation. Il faut commencer par identifier le besoin en instruments longs, actions, obligations, non-coté. Ensuite mener une réflexion sur les conditions de détentions de ces titres longs, c'est-à-dire des enveloppes spécifiques, inscrites dans le temps, c'est le sujet, de l'assurance vie, de l'épargne salariale des divers schémas d'épargne-retraite individuelle et d'entreprise, (PERP, PERCO, art. 83) du PEA et bien entendu le format plus long terme des fonds OPC adaptés au long terme. En effet trop souvent des conditions de liquidité s'opposent à une bonne gestion de long terme du portefeuille concerné. Cette stratégie doit alors s'intéresser aux processus permettant de faire le pont entre ces enveloppes et l'économie réelle. Comment les canaliser au mieux vers les besoins des entreprises ? La prise de risque, bloquer des fonds n'est pas toujours un réflexe naturel. La fiscalité est un bon outil pour inciter à canaliser les actifs là où ils sont nécessaires. **Une stratégie fiscale d'ensemble devrait accompagner le couple durée-risque.**

Le dernier paramètre d'une politique d'investissement à long terme, est son échéance. In fine cette épargne est courte ! C'est-à-dire qu'au moment de la sortie, l'écosystème doit assurer une liquidité suffisante pour qu'il n'y ait de risque significatif sur les prix. Cela veut dire qu'un politique de l'épargne longue implique une réflexion sur les mécanismes de marché et de bourse et les métiers adjacents, qui en France sont en perte de vitesse.

Une action énergique doit donc être mise en œuvre pour développer l'épargne longue et coordonner les efforts des ménages, des pouvoirs publics, des entreprises et des institutions financières en ce sens :

- la part de l'épargne financière longue dans la structure d'épargne des Français doit être renforcée. La fiscalité actuelle accroît significativement les écarts d'incitation entre l'épargne immobilière et l'épargne financière au détriment de cette dernière.
- l'horizon de l'épargne doit être allongé, pour lui permettre d'être une épargne, orientée vers des sous-jacents financiers présentant un profil rendement-risque optimisé en fonction du cycle de vie de l'épargnant et de ses attentes.

Pour ce faire il s'agirait de modifier un certain nombre de contraintes réglementaires, prudentielles et comptables qui détournent les capitaux disponibles de l'épargne longue. La création d'OPC adaptés au Long terme doit être étudiée.

Afin de disposer d'une masse critique suffisante en matière d'investissement, un Fonds de long terme de taille significative serait à constituer. Il faudrait donc approfondir l'étude en cours pour la consolidation dans un cadre de Place les conditions de mobilisation d'un Fonds d'allocation d'actifs (sur le modèle du FRR). En consolidant des fonds existants, ce fonds créerait une nouvelle dynamique de long terme. Sa gestion opérationnelle des classes d'actifs serait opérée par délégation à des

sociétés de gestion actives sur la place de Paris. Il serait ainsi en mesure d'allouer des montants significatifs au financement de la croissance.

Cette politique s'appuierait sur 6 priorités :

- Orienter une part significative de la future collecte d'épargne financière vers des produits de long terme.
- Modifier la structure des encours actuels d'épargne des ménages en faveur de produits à horizon long orientés vers le financement des entreprises.
- Encourager les Français à épargner plus tôt pour préparer leur avenir.
- Renforcer massivement la détention d'actifs dynamiques (actions ou produits investis en actions) dans le cadre de placements à horizon long.
- Renforcer la place de la gestion professionnelle dans l'épargne longue.
- Sensibiliser et former les ménages aux enjeux de l'épargne financière.

❖ **PROPOSITIONS**

Il s'agit, d'abord et avant tout, **de stabiliser le niveau élevé de l'épargne française et de l'orienter plus vers l'épargne financière.** Au sein de cette épargne financière, il s'agit de **privilégier les enveloppes « d'investissements longs » (assurance-vie, épargne salariale, épargne-retraite, épargne contractuelle, etc.)** et le développement des fonds de long terme et instruments de capital-investissement, de telle sorte que ces instruments puissent mieux s'investir dans des titres à vocation de détention longue (actions cotées et non-cotées, obligations, OPCVM, autres instruments de dettes, etc.), nécessaires au financement structurel des entreprises. **Cette consolidation de l'épargne longue implique des mesures incitatives et stables, notamment fiscales, privilégiant le couple « durée/risque ».** En l'absence de fonds de retraite de taille significative, il est **nécessaire de s'appuyer sur les atouts existants du système français :**

- **stabiliser et consolider le cadre de l'assurance vie pour optimiser son rôle d'instrument de long terme** en privilégiant la possibilité de développer l'investissement en actions, en obligations d'entreprises et en non-cotée, via le fonds général mais également via le développement de supports innovants, type euro-diversifiés, etc.
- **Mobiliser et renforcer l'industrie de la gestion et du capital-investissement, en permettant la création de fonds de long terme, éventuellement assortis d'un régime incitatif.**

Proposition 1 : Faire bénéficier, de manière stable, l'épargne financière à risque, et notamment l'épargne investie en actions cotées ou non cotées, de la « clause de l'épargne la plus favorisée fiscalement », en calibrant la fiscalité en fonction du couple « Durée / Risque ».

En outre, la compétitivité fiscale de la place financière Paris est essentielle :

- **Soumettre les plus-values mobilières à un régime fiscal simple, stable et compétitif avec celui applicable aux autres placements, notamment immobilier, et avec celui des pays voisins.**
- **Maintenir l'abattement de 40% sur les dividendes et veiller à ce que la fiscalité des dividendes soit compétitive avec celle applicable aux autres placements, notamment immobilier, et avec celui des pays voisins.**
- **Veiller à ce que l'ISF ne contribue pas à dissuader les investisseurs en entreprise et notamment au placement en valeurs mobilières.**

Proposition 2 : Consolider les encours de l'épargne longue tournée vers le financement des entreprises, en particulier via l'assurance-vie, l'épargne salariale et le PEA.

Les priorités dans ce domaine sont :

- **Stabiliser et consolider le cadre de l'assurance vie pour optimiser son rôle d'instrument de long terme, en privilégiant l'investissement en actions cotées et non cotées, en obligations d'entreprises et en non-coté, via le fonds général, mais également via le développement de supports innovants, type euro-diversifiés, etc.**
- **Préserver et développer le PEA en relevant les plafonds et étudier la mise en place d'un PEA spécifique dédié à l'investissement direct ou indirect dans des titres de PME cotées et non-cotées.**
- **Créer un Plan d'épargne en obligations à l'image du PEA, susceptibles d'accueillir des obligations d'entreprises et de collectivités publiques**
- **Elargir la pratique des dispositifs de retraite collectifs, notamment le PERCO et les régimes art. 83, dans les entreprises au-dessus d'une certaine taille et aligner le taux du forfait social qui taxe l'épargne retraite (Perco et articles 83) sur le taux du forfait social de la prévoyance. Il s'agit de créer un différentiel en faveur de l'épargne de très long terme.**
- **Créer des fonds de long terme assortis d'un régime incitatif, dédiés au financement des entreprises et des établissements de crédit.**

- **Faire aboutir la réflexion de Place, en cours, visant à créer un fonds de long terme de taille significative (le Fonds de Financement de l'Economie Française).** Il s'agit de finaliser les conditions de mobilisation et de consolidation d'un tel Fonds et de définir les modalités de sa gestion décentralisée.
- **Réallocation d'une partie de l'épargne collectée au titres des livrets d'épargne vers le financement en fonds propres et quasi-fonds propres des PME,** à hauteur d'un pourcentage significatif des fonds non affectés au logement social.

3.3 : Axe 2 - Renforcer la situation financière des entreprises, notamment les PME et ETI.

Le besoin de financement des entreprises n'a jamais été aussi élevé, dans un contexte de plus en plus difficile lié :

- aux conséquences directes et indirectes de nouvelles régulations.
- à l'atonie de la croissance, qui pèsera sur le chiffre d'affaires, les marges et l'épargne des entreprises.

Le plan de compétitivité pour les entreprises, adopté par le gouvernement, doit impérativement être accompagné de conditions de financement et d'accès au capital elles aussi compétitives en terme de coût et de process (instruments) adapté et diversifié.

Les grandes entreprises « investment-grade » ont été capables de contourner les contraintes sélectives sur l'offre de crédit et d'obtenir de meilleures conditions de financement sur les marchés obligataires domestiques et internationaux.

Le financement des grandes entreprises, moins bien notées et des PME/ETI en particulier peut devenir critique au regard des nouvelles contraintes réglementaires pesant sur le crédit bancaire à moyen-long terme et en l'absence de financement alternatif comme l'accès au marché obligataire.

Par ailleurs, nous souhaitons attirer l'attention sur la nécessité de suivre de près l'évolution de l'endettement du secteur privé en France, entreprises et ménages. Celui-ci s'établit à 120% pour la France, pour un taux d'endettement maximal admis au niveau européen de 160%. Si les marges d'endettement du secteur privé en France est encore important, il n'en demeure pas moins que celui-ci ne pourra pas progresser indéfiniment.

❖ PROPOSITIONS

Ces propositions intègrent le point de vue des entreprises, pour qui la question n'est pas seulement celle de la « quantité », mais de la spécificité : volatilité de la source, flexibilité

des covenants, diversité en vue de la réduction des risques, maturités, flexibilité de tirage/ remboursement. Les nouveaux modèles de financements impactent de manière différenciés ces différents aspects. C'est une des raisons pour lesquelles il sera nécessaire, de faire émerger des offres diversifiées.

Il s'agit donc, en premier lieu, de mieux tirer parti de l'ensemble des mécanismes de financements existants en améliorant leur lisibilité et accès aux dispositifs de financement et d'aide publics (création d'une instance de coordination et de communication). Ensuite, il s'agit de conforter le maintien de conditions compétitives pour le crédit bancaire, par divers mécanismes de refinancement des prêts bancaires PME (type covered bond), par la mise en place d'un fonds de garantie des prêts mezzanine pour les PME et ETI et de faciliter l'accès au financement obligataire des PME et ETI, dont le développement d'un marché du Placement Privé Euro, le développement d'un groupement d'emprunts obligataires avec garantie OSEO et la mutualisation des coûts d'émission d'obligations cotées. Les mesures concernent enfin le renforcement des fonds propres des PME et ETI, la reconduction des dispositifs FCPI et FIP annoncée par le Gouvernement étant encourageante, à condition de les sortir du plafond dit des « niches fiscales ».

Le nouveau modèle de financement devrait rester tiré par les crédits bancaires. Toutefois, il sera nécessaire, en complément, de favoriser une palette innovante de modalités de financements alternatifs permettant de s'adapter, avec souplesse, à la diversité des besoins de financement nécessaire aux différents profils des entreprises en croissance.

En effet, le développement du financement alternatif est un élément essentiel d'adaptation progressive pour trouver, un nouvel équilibre dans les techniques de financement des entreprises. Cette dynamique, déjà portée par les forces de marchés doit être accompagnée d'une régulation adaptée pour maintenir un équilibre compétitif entre les différents filières et éviter une concentration non maîtrisée de nouveaux risques, ceci en cohérence avec les propositions à venir de la Commission Européenne ⁽¹⁰⁰⁾ et s'adapter aux multiples formes évolutives dans le temps. ¹⁰¹.

¹⁰⁰ le système bancaire parallèle comme étant le système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire classique. Il est fondé sur deux piliers entrelacés.

Premièrement, d'entités qui mènent, hors du système bancaire classique, l'une des activités suivantes:

- accepter des capitaux présentant des caractéristiques de dépôt;
- réaliser des opérations de transformation d'échéance ou de liquidité;
- permettre des transferts de risque de crédit; et
- avoir recours au levier financier, directement ou indirectement.

Deuxièmement, activités qui pourraient constituer des sources importantes de financement pour les entités non bancaires, notamment la titrisation, les prêts de titres et les opérations de pension :- entités ad hoc qui réalisent des opérations de transformation de liquidité ou d'échéance, par exemple les véhicules de titrisation comme les conduits ABCP, les véhicules d'investissement spéciaux et d'autres véhicules ad hoc;- fonds monétaires et autres types de fonds ou produits d'investissement qui présentent des caractéristiques de dépôt, ce qui les rend vulnérables aux désengagements massifs;- fonds d'investissement, y compris les ETF (Exchange Traded Funds), qui procurent des crédits ou utilisent le levier;- sociétés de financement et entités spécialisées dans les titres qui fournissent des crédits ou des garanties de crédit, ou réalisent des opérations de transformation de liquidité ou d'échéance, sans être réglementées comme les banques; et

- entreprises d'assurance et de réassurance qui émettent ou garantissent des produits de crédit.
Titrisation; et - prêts de titres et opérations de pension.

¹⁰¹ Référence présentation du 20 09 2012 Tamar Joulia

Ces activités consistent à intermédiaire (via des fonctions de marché) une demande complémentaire de financement d'entreprise face à un investisseur (en général par des acteurs ne relevant pas du secteur bancaire classique : fonds d'investissement, financement direct par les assureurs).

Ce mode de financement, qui privilégie un lien plus direct (non exclusif) entre les investisseurs et les entreprises n'est pas nouveau, mais les nouvelles régulations prudentielles et entre autre le renchérissement du coût du crédit auront probablement comme conséquence le développement d'une plus grande diversité de solutions de financement.

Proposition 3 : Améliorer la lisibilité des dispositifs de financement et d'aide publics et l'accès des entreprises à ces dispositifs.

De nombreux outils publics d'appui au financement des entreprises et d'assistance aux expertises sont proposés aux entreprises. Mais l'accès des entreprises à ces outils est complexifié par la multitude d'acteurs. Le groupe de travail recommande de mettre en œuvre une instance de coordination et de communication sur les dispositifs d'appui au financement des entreprises pour informer et orienter ces dernières vers les produits les mieux adaptés à leurs besoins en fonction des spécificités de chaque organisme.

Proposition 4 : Conforter l'accès au financement par dette : maintenir des conditions d'accès compétitives au crédit bancaire, faciliter l'accès des entreprises, y compris les PME et ETI, au financement obligataire

Le nouveau contexte de la régulation remettra en cause le financement des entreprises, principalement les PME, fondé sur le crédit bancaire et devra conduire l'industrie financière à développer des financements innovants et diversifiés et à faciliter l'accès des entreprises aux marchés. Compte tenu du nouveau contexte, il s'agira de créer une dynamique pour mettre en place des instruments nouveaux, le plus souvent transposées de l'expérience américaine déjà confrontée depuis longtemps à semblable situation. Sans être exhaustives ces propositions identifient un certain nombre de voies de développements :

- **Maintenir des conditions compétitives d'accès des entreprises, notamment, les PME et ETI aux crédits bancaires :** Revoir le calibrage du ratio LCR ;
- **Mettre en place les conditions de développement du marché du high yield, qui doit répondre aux conséquences des émetteurs et aux besoins des investisseurs, à la recherche de rendements plus élevés.**

- **Développer le marché des EUPP à l'image des US PP, déjà significativement utilisés par les ETI françaises.** A l'instar d'un marché US qui représente un volume d'environ 17 MdUSD en 2011 pour les émetteurs corporates européens, un marché du Placement Privé Euro (EuroPP) permettrait à des ETI de se financer auprès d'une base d'investisseurs institutionnels, pour des tailles ad-hoc de €25 à 200 million d'Euros, sans notation de crédit.

Ce marché concerne, aujourd'hui, en France, environ 200 entreprises pour un besoin de financement annuel d'environ 10 Md€. Il sera nécessaire que l'industrie financière s'organise afin de standardiser le plus possible la documentation nécessaire et le processus d'émission et son élargissement à l'espace européen.

- **Mettre en place un fonds de garantie des prêts mezzanines pour les PME et ETI.** La dette mezzanine est spécialement bienvenue dans le cas des PME, souvent familiales, où la non-dilution du capital (et donc la perte des droits qui l'accompagne) est un critère déterminant de choix des sources de financement. Les pouvoirs publics doivent réfléchir à faciliter ce type de financement, éventuellement par la constitution d'un fonds de garantie permettant de partager le risque avec les opérateurs du marché privé.
- **Développer les groupements d'emprunts obligataires, avec garantie OSEO.** Cet outil fait partager entre les emprunteurs le risque associé aux premières pertes, permettant ainsi de rehausser le portefeuille d'emprunts obligataires refinancé sur les marchés.
- **Mutualiser les coûts d'émission d'obligation cotée par l'intervention de fonds d'investissement.** Il s'agit de consolider les initiatives provenant des sociétés de gestion offrant à des ETI/PME la possibilité de regrouper des émissions obligataires, d'un montant individuel compris entre 5 et 20 millions d'euros.
- **Refinancer à moyen et long terme les prêts aux PME et ETI par des covered bonds,** via la création d'une plateforme pouvant prendre la forme d'une Société de Crédit Foncier (SCF).
- **Financer des ETI/PME à l'initiative de fonds d'investissement par des titres de dettes.** Le développement d'obligations « unitranches » permettraient de financer des investissements et des projets de croissance externe réalisés par des sociétés high yield¹⁰².

¹⁰² Les obligations dites « unitranches » sont structurés comme des prêts bancaires mais ont la nature d'une obligation : maturité de 5 à 8 ans, amortissable en totalité in fine, et rémunéré par un intérêt versé périodiquement, un intérêt capitalisé payable à l'échéance et une rémunération complémentaire sous la forme de bons de souscription d'actions (permettant d'être intéressé à la plus value potentielle de l'entreprise). Cette obligation n'est pas subordonnée aux autres dettes et est donc moins coûteuse pour l'entreprise qu'un financement mezzanine.

- **Mettre en place un marché européen de la dette projet (« Project bonds ») pour permettre un financement pérenne des infrastructures européennes.** Accélérer le développement en France des Fonds communs de titrisation (FCT) dédiés au financement de partenariats public-privé.

Ainsi, les projects bonds constituent aujourd'hui, un meilleur outil de structuration et viennent sur plusieurs projets remplacer le financement bancaire. En outre, Il a été décidé la mise en place d'une garantie de 230 millions d'euros provenant du budget européen, afin de garantir les émissions de dettes réalisées par des entreprises privées spécialisées dans les infrastructures.

Proposition 5 : Adapter rapidement l'offre de financement alternatif, en France, sur le modèle européen en cours de gestation, dans le cadre du Livre vert sur le système bancaire parallèle.

Proposition 6 : Encadrement réglementaire des financements participatifs

Le prêt participatif constitue une des exceptions au monopole bancaire en France. Il correspond à un moyen de financement intermédiaire entre le prêt à long terme et la prise de participation. Il s'analyse comme du quasi-fonds propres et peut être conclu entre deux sociétés commerciales (prêteurs, emprunteurs).

Proposition 7 : Renforcer les fonds propres des PME et ETI

La croissance de l'économie reposant sur le dynamisme du tissu des PME et de leur capacité à se transformer en ETI (modèle Allemand), il est essentiel de renforcer tous les leviers visant à dynamiser l'industrie française du capital-investissement, leader en Europe continentale et principale source de financement des PME et ETI françaises en fonds propres et des marchés boursiers :

- **Sortir les dispositifs FCPI et FIP du plafond global des « niches fiscales » de 10.000€ qui sera utilisé en priorité par les investissements moins risqués (immobilier) ou les réductions liées aux emplois à domicile,** bien ciblés sur des objectifs distincts en termes de types d'entreprises visées et/ou d'impact national et régional. La mise sous un plafond général des réductions fiscales à hauteur de 10 000 € serait extrêmement préjudiciable à ces deux dispositifs.
- **Mettre en place un fonds de garantie mutuelle des valeurs liquidatives** visant à favoriser le développement du capital-investissement auprès des investisseurs institutionnels.

- **Le marché boursier a prouvé son efficacité pour le financement des entreprises en fonds propres, or pour les PME, malgré les efforts réalisés par la place financière de Paris dans ce domaine, les levées de fonds sur les marchés actions restent faibles. C'est pourquoi, le groupe de travail préconise d'améliorer l'accès des PME au marché boursier**, en agissant pour que l'initiative du Comité d'Orientation Stratégique (COS) de NYSE Euronext de création de la « Bourse de l'Entreprise » aboutisse à un projet qui réponde effectivement aux besoins des entreprises.
- **Orienter une partie de l'épargne réglementée vers le financement en fonds propres des PME.**

3.4 : Axe 3 - Consolider le rôle des acteurs face à ces deux objectifs

L'économie française repose sur un système financier fondé en grande partie sur un modèle de banque globale et diversifiée, de banque « universelle ».

Les banques universelles ont pour caractéristique de proposer à l'ensemble des catégories de clients à la fois des services de banque de détail et de banque d'investissement. Elles peuvent les accompagner tout au long de leur vie en répondant à l'ensemble de leurs besoins de financement en combinant crédits et accès aux marchés des capitaux mais aussi de couverture de leurs risques, que ce soit dans des opérations de commerce international ou de financement spéciaux lors par exemple d'appel d'offre pour de grands projets industriels, ou de financement d'usines..

A travers leur connaissance profonde des clients dans la durée ce modèle de service permet aussi le conseil et l'accompagnement de la structuration des hauts de bilan et les fusions acquisitions. En ce sens, elles sont un vecteur fort du financement de l'économie réelle et notamment des secteurs industriels. Cette possibilité pour le client de réaliser un « one stop shopping » dans sa banque est facilitée par une véritable approche holistique du client par la banque. Elle perçoit en effet ses besoins sur le long terme et appréhende de manière très complète les différents risques financiers liés à son développement.

Enfin, la banque universelle utilise toutes les synergies entre ses différentes activités pour améliorer sa perception et sa diversification du risque, réduire ses coûts, et optimiser les services rendus à ses clients. Quand les équilibres managériaux sont respectés ce modèle favorise la contribution de l'industrie financière à l'économie réelle avec un niveau optimisé de risques et de consommation de capitaux. Cette pratique de banque universelle, en France, est marquée par une profonde culture du risque inspirée de la culture-crédit.

Deux limites, pour ce modèle : complexité de la structure, entre banque de marchés et banques de détail, et éventuelle garanties implicites qui seraient à la source de montages financiers trop risqués. Sur ces points les nouvelles réglementations apportent une réponse. Les

plans de résolution présentés aux régulateurs doivent démontrer que la structure des groupes financiers est adaptée, donc suffisamment simple, pour gérer une crise grave dans un temps très limité. En ce qui concerne les capitaux propres, Bâle 3 définit de nouveaux standards pour ces opérations de marché et il n'y a pas de raison de penser qu'il faille déjà revoir ces nouveaux principes.

Les orientations proposées par le rapport Liikanen ne paraissent pas compatibles avec le maintien de ces atouts pour les clients des banques. Le primat donné au principe de séparation et l'ambiguïté sur la manière de traiter le market making peuvent se révéler être un risque pour la filière européenne des BFI, qui, dans un modèle qui restera dirigé par l'activité crédit, auront des difficultés à justifier une autonomie compétitive face à des filières similaires dans d'autres pays (US) dont le modèle de financement est dirigé par les activités de marché. Si les filiales marchés des groupes bancaires existants doivent être capitalisées et financées de manière autonome, leur rentabilité risque d'être insuffisante pour en justifier le maintien, ce qui donnerait aux banques américaines et suisses le monopole...

Enfin, comme pour les autres industries, l'innovation est une condition essentielle d'efficacité et de pérennité de l'industrie financière. Elle est nécessaire pour l'adapter aux attentes des clients compte tenu des nouvelles technologies (distribution, reporting, systèmes de paiement...) et aux exigences prudentielles en matière de gestion des risques. Le processus d'innovation en finance doit donc être renforcé et s'appuyer sur le Pôle de compétitivité FINANCE INNOVATION

❖ PROPOSITIONS

Bâle 3 et Solvency 2, UCITS IV, V et bientôt VI, AIFM, ... peuvent avoir un impact significatif sur le business model des institutions financières. Tout en préservant un haut niveau de sécurité et de protection des investisseurs, il est essentiel d'ajuster les réformes de structures aux conditions de compétitivité internationales des acteurs français, en s'appuyant sur leurs atouts effectifs, notamment avérés durant la crise actuelle.

La compétitivité de ces acteurs et leur capacité d'intermédiation efficace est une condition essentielle de la compétitivité des entreprises françaises. Dans cette période de défi important pour le financement de l'économie et la croissance et à un moment où se pose, à la suite du rapport Liikanen, la question de la structure des banques européennes, il est essentiel de ne pas se tromper de cible et de privilégier et consolider les modèles qui ont fait leur preuve. Le modèle français de banque universelle doit préserver ses atouts reconnus et renforcer sa robustesse vis-à-vis des effets de contagion. La filière marché, appelée à se développer via le processus « originate to distribute » et les marchés d'action et d'obligation privé, doivent se renforcer.

Proposition 8 : Préserver les atouts reconnus du modèle français de Banque Universelle, en renforçant sa robustesse vis-à-vis des effets de contagion, et conforter les forces « buy-side » de notre Place que constituent l'industrie de la gestion et celle de l'assurance.

- Rééquilibrer les durations actif-passif :

Bale3 a pour objectif un meilleur alignement entre dépôts et crédits. La décision américaine de reporter la mise en place de cette nouvelle régulation doit, cependant, conduire aujourd'hui la Commission européenne à revoir les conditions de mise en application de cette directive CRD4 et, en particulier, à renégocier les ratios de liquidité court terme et long terme imposés aux banques, voire à reporter la mise en place de cette directive, en fonction du calendrier des décisions américaines.

La FBF estime, par ailleurs, que la priorité devant être de maintenir les meilleures conditions possibles d'accès des PME au crédit, il conviendrait d'examiner toutes les mesures susceptibles de favoriser les produits d'épargne stables, affectés en priorité au financement des PME.

La FFSA souligne cependant que, dans l'intérêt du financement des entreprises, il ne faut prendre aucun risque de déstabilisation des encours actuels de l'épargne de long terme.

- Conforter le pôle « buy-side » -gestion et assurance-vie – de l'industrie financière française sera stratégique car la localisation des centres de décision d'allocation d'actifs jouera demain un rôle encore plus déterminant qu'aujourd'hui.**

Proposition 9 : Renforcer la filière finance de marchés.

A un moment où d'une manière ou d'une autre le rôle du marché va croître, il est nécessaire de prendre les dispositions pour augmenter la masse critique et l'efficacité de cette filière. Les marchés seront, en effet, sollicités au moins à deux niveaux d'une part dans le processus « originate to distribute », afin d'optimiser la taille des bilans bancaires, et d'autre part dans le développement de financements directs par le marché en actions ou obligations.

Ainsi au-delà de la problématique de banque universelle, mais en complément, la France doit trouver les moyens de consolider sa filière marché en particulier les activités relatives au domaine des actions en perte de vitesse et dont la fonction de collecte de capitaux pour renforcer les fonds propres des entreprises (marché primaire) est pour le moins décevante. Ceci passerait par une réflexion approfondie, en lien avec la politique d'investissement de long terme, sur la chaîne d'intermédiation : infrastructures de marché (bourse, clearing...),

Sociétés de bourse, BFI, recherche financière, distribution. Cette réflexion devrait analyser les conditions économiques et structurelles touchant à la fois l'écosystème et l'organisation interne des institutions concernées pour maintenir et développer la maîtrise de cette activité en France.

En effet, sachant que le leadership en ces matières revient au monde anglo-saxon, il est particulièrement important pour la place de Paris d'identifier les conditions minimales pour maîtriser cette filière stratégique d'activités et définir celles sur lesquelles une offre compétitive française serait porteuse. Cette stratégie reposerait sur un nombre limité de filières clés et serait conditionnée par la capacité à mobiliser une masse critique suffisante de capitaux à long terme.

Elle s'appuierait sur les principes suivants :

- un marché dont la liquidité s'organiserait principalement sur un mécanisme de carnets d'ordres. La fragmentation actuelle du marché, résultante de la directive MIFID1, ne paraît pas optimale ni pour les investisseurs ni pour les émetteurs. Les négociations en cours sur MIFID2 sont donc à cet égard cruciales
- un niveau élevé de transparence au moins au niveau post transactions (projet « consolidated tape » européen)
- un degré renforcé de sécurité sur les marchés OTC dérivés avec un rôle clef donné aux chambres de clearing (CCP). Cette réforme aura des impacts très significatifs sur les modèles de couvertures de risques chez les investisseurs et les entreprises, sur leur organisation interne en matière de reporting et de gestion des collatéraux, et sur la structure de leur liquidité pour mobiliser les collatéraux attendus...

Ce nouveau contexte implique donc de mettre l'accent sur une approche de filières sur lesquelles des initiatives spécifiques nécessiteront un pilotage de Place volontariste :

- Stratégie obligatoire : consolider le marché primaire, développer un modèle innovant de liquidité du marché secondaire à partir d'un marché central complémentaire organisé autour d'un carnet d'ordre équilibré entre buy et sell side (projet Cassiopée)
- Gestion active des collatéraux : projet Banque de France
- Actions : trouver des synergies autour de NYSE Euronext pour développer les conditions de maintenir en France la recherche et des activités de « brokerage ». en ce qui concerne les PME, il s'agit de mener à bien le projet Alternext.
- Mettre en place une stratégie volontariste en matière de nouvelles infrastructures de marchés.

Proposition 10 : Relance de la Titrisation, comme outil de financement direct de l'économie par les institutionnels

Sur ces 12 derniers mois, la titrisation a constitué un outil dédié ou ouvert permettant à des investisseurs institutionnels de diversifier leur allocation d'actifs sur des créances hypothécaires.

On assiste à l'émergence d'un nouveau modèle de titrisation, qui peut servir à refinancer des prêts immobiliers, créances commerciales, stock, automobile etc..., dont l'attrait résulte :

- la réelle transparence pour les investisseurs des caractéristiques des créances acquises et l'accès à l'information ;
- l'intégration à tous les niveaux de la vie du fonds d'une équipe d'analystes de crédit, de gestion et recouvrement de créances indépendante.

Il est recommandé d'accompagner la transformation des véhicules de titrisation :

- en favorisant l'utilisation du nouveau Label de Prime Collateral Securities réservé à des véhicules répondant à des besoins de financement direct de l'économie sans effet de levier (Ce label résulte d'une initiative de la profession dont les standards d'éligibilité ont été définis par l'Association pour les marchés financiers en Europe (AFME) et la Table ronde pour les services financiers européens (EFR)) ;
- en faisant converger les exigences de fonds propres des assureurs applicables aux organismes de titrisation répondant à certains critères et aux covered bonds ;
- en assortissant ces véhicules d'obligations de reporting et de transparence imposées aux émetteurs et permettant aux investisseurs de toutes tailles d'accéder aux données agrégées, historisées et standardisées sur une base de données Européenne ;
- en favorisant la création d'un identifiant unique universel par corporate ;
- Et enfin en améliorant le traitement des porteurs d'Asset backed securities en leur permettant de conserver un recours contre le prêteur d'origine à l'image de ce qui est prévu pour les Secured Bonds relevant de l'article L 515-13 du Code monétaire et financier. En outre, il conviendrait d'attribuer aux porteurs d'Asset backed securities un privilège légal à l'image de celui prévu par l'article L 515-19 pour les obligations foncières.

Proposition 11 : Accélérer la réflexion pour atténuer la dissymétrie des flux de capitaux à l'international

Une contrainte financière extérieure forte pesant sur l'économie française a marqué son retour ces dernières années. Une telle contrainte est incompatible avec une croissance soutenable. Elle abaisse le potentiel de croissance.

L'Alléger et tenter de s'en affranchir constituent un objectif déterminant pour renouer avec une croissance soutenable autour d'un potentiel plus élevé qu'il ne l'est aujourd'hui.

Cette contrainte financière extérieure a trois dimensions :

- un déficit commercial croissant et en conséquence, de la balance des paiements courants ;
- un déficit des IDE accompagné d'une structure défavorable : (investissements significatifs en immobilier de bureaux en France, dans l'industrie à l'étranger) ;
- hors IDE, une dissymétrie des flux de capitaux peu favorable à la croissance française. Il s'agit, à l'entrée, surtout d'investissements de portefeuille, notamment en obligations du secteur public. Il s'agit, à la sortie, plutôt du financement de la croissance étrangère *via* des acquisitions d'obligations privées ou d'actions, essentiellement par le canal de l'épargne institutionnalisée qui internationalise l'épargne des ménages¹⁰³.

Les clefs de voûte de cet affranchissement sont le redressement de la compétitivité et de l'attractivité du territoire, qui relèvent de mesures de politique économique générale.

Mais il faut aussi conduire une réflexion pour aboutir à des conclusions opérationnelles conciliant les objectifs macro et micro, a priori contradictoires. Cette réflexion serait menée au sein d'une structure ad hoc réunissant les principaux partenaires économiques concernés visant à trouver les voies d'une inflexion graduelle de l'internationalisation de l'épargne française institutionnalisée. Il s'agit d'infléchir cette tendance lourde tout en préservant les possibilités d'arbitrage des gérants et les intérêts des épargnants qui attendent un rendement convenable de leur épargne à long terme.

§§§§§§§§§§§§§§§§

¹⁰³ En 2011, les placements des organismes d'assurances se sont recentrés sur la France (44,1% du portefeuille contre 41% en 2010 après mise en transparence des OPCVM), essentiellement sous l'effet de la substitution de titres souverains nationaux à des titres souverains de pays périphériques de la zone euro. Ce biais national a en effet profité aux institutions financières et au secteur public tandis que le part des sociétés non financières a légèrement décliné. La part des titres émis hors zone euro est restée quasiment inchangée (14,3% en 2011 contre 14,1% en 2010). Ces données sont extraites du bulletin n° 189 (troisième trimestre 2012) de la Banque de France. Le recentrage constaté en 2011 et initié en 2010 semble donc relever plutôt de facteurs circonstanciels (les effets de la crise en zone euro) que d'une nouvelle tendance lourde. La tendance depuis une quinzaine d'années est en effet à l'internationalisation de l'épargne.

ANNEXE 1 :

Documents de référence

❖ Rapports et documents

- « Rapport sur la réforme de l'épargne réglementée », Pierre DUQUESNE Ambassadeur, Sept 2012
- « Régulation bancaire et fiscalité de l'épargne : des effets croisés qui menacent le modèle continental de financement de l'économie », note de travail, BPCE, Sept. 2012
- Bulletin Mensuel de la Banque de France, n°189, 3eme trimestre 2012
- L'état et le financement de l'économie, Cour des comptes, Juillet 2012
- Séparation banque commerciale/ banque d'investissement, revue Banque, Georges PAUGET, juin 2012
- Tableau de bord de l'Epargne en Europe, OEE, mai 2012
- Le Livre Blanc du Capital Investissement, AFIC, avril 2012
- « Structure de l'épargne et financement de l'économie en France », note de travail, BPCE, mars 2012
- « Les enjeux économiques de Bâle 3 », note de travail BPCE, février 2012
- « Audit de la situation des entreprises françaises », Document de travail n°32, Coe-Rexecode, 2012
- Rapport sur le financement des PME-ETI par les marchés financiers, Gérard RAMEIX et Thierry GIAMI, Novembre 2011
- Rapport sur le financement des PME-PMI et ETI en France, Observatoire du financement des entreprises, avril 2011
- L'offre et la demande d'actions : rupture d'un équilibre, Pro Actions, IEEF, 2011
- Rapport annuel 2010 et 2011 de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché.

❖ Etudes européennes et internationales

- The Kay review of UK equity markets and long-term decision making, final report, BIS, July 2012
- "Shadow banking": a forward looking framework for effective policy, IIF report, june 2012
- Finance Industry Launches 'PCS' Securitisation Label to Revitalise Market, AFME report, EFR report, June 2012
- Boosting Finance Option for Businesses, Tim Breedon Report, UK BIS March 2012
- The Real Financial Crisis : why financial intermediation is failing, Oliver WYMAN, Marsh & McLennan Companies, 2012
- Green Paper – Shadow Banking, Letter to Jonathan FAULL, City of London, 2012

- « Impact of deleveraging on European banks », BCG report, June 2012
- Basel III and SME Financing, Asmus ANGELKOR, Alexandre, STUWE, Magerkreis Der FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG, 2011
- “Boosting finance options for business, Government response to the industry taskforce”, BIS & HM Treasury, 2012

ANNEXE 2

Le marché obligataire de la zone euro :

• **Fin décembre 2011**, les émissions obligataires en zone euro atteignaient **17082** milliards, dont **16752** milliards émis par des résidents, soit pour ces deux grandeurs environ le double du PIB de la zone (8593 milliards en 2011). 14699 milliards sont libellés en euros (87,7%), 14939 milliards sont au-delà d'une année d'échéance (89,2%).

Le total de 16752 milliards se répartissait comme suit :

	Milliards	%	%
Institutions financières et monétaires	5530	33,0	52,7
Autres institutions financières	3301	19,7	
Gouvernement central	6216	37,1	40,8
Autres administrations publiques	623	3,7	
Sociétés non financières	868	5,2	
Autres	213	1,3	
TOTAL	16752	100,0	

Source : BCE

Au sein de la zone euro, les émissions obligataires des sociétés non financières ne représentent qu'un vingtième du total, celui des institutions financières plus de la moitié, et des administrations publiques quatre dixièmes.

• **Sur les dix dernières années**, l'évolution du stock d'émissions donne à peu près les tendances suivantes :

(% de variation annuelle)	2003-07	2008-09	2010-11
Institutions financières et monétaires	+9	+5	+2
Autres institutions financières et sociétés non financières	+15	+20	+2
Gouvernement central	+4	+6,5	+8

Source : BCE

Sur la période 2010-11 et le premier trimestre 2012, les émissions nettes d'obligations à plus d'un an du secteur privé (institutions financières et sociétés non financières) ont fortement ralenti tandis que celles des administrations publiques ont accéléré (en fait dès 2009) à partir de montants déjà élevés. La partition de cette évolution entre court et moyen-long terme indique une tendance à **l'allongement des maturités pour les administrations publiques** (recul des émissions à court terme, forte croissance des émissions à moyen terme) et inversement, à un « **raccourcissement des maturités pour les sociétés non financières** (hausse sensible des émissions à court terme, quasi-stagnation des émissions à moyen terme).

• Sur le total de 14939 milliards d'euros d'émissions à moyen-long terme, 31,8% sont à taux variables, dont 82% concernent les institutions financières.

ANNEXE 3

L'intermédiation : comparaison Etats-Unis, zone euro, France ; problème du choix des ratios d'intermédiation

• **Pour la zone euro, l'intermédiation et la transformation jouent un rôle essentiel dans le financement de l'économie :** le patrimoine financier des ménages est principalement intermédié (comptes bancaires, produits d'assurance, OPCVM), les sociétés non financières font majoritairement appel au crédit bancaire, les actions cotées sont détenues largement par les intermédiaires financiers (en « nettant » la détention d'actions au sein des sociétés non financières) et les banques transforment massivement de l'épargne à court terme en prêts à moyen-long terme.

La France se moule dans ce schéma. La part du crédit bancaire dans la dette des sociétés non financières et des ménages était en 2009 quasi égale en France à celle de la zone euro (82% contre 81%¹⁰⁴). **La part du crédit bancaire dans le financement externe (dette, fonds propres) des sociétés non financières et des ménages** était légèrement inférieure à celle de la moyenne de la zone euro (60 % contre 69%), à l'avantage des actions cotées (26% contre 15%). Pour les seules sociétés non financières, cette part s'établissait à la mi-2010 à 34%, égale à celle des années 2003-04, après avoir passé une « bosse » à 37% à la mi-2008. En fait, **la désintermédiation des sociétés non financières en France a été importante de 1995 (55%) à 2002 (35%)¹⁰⁵. Elle est depuis lors interrompue, malgré l'introduction de l'euro.** En effet, si cette introduction a entraîné des flux de financement croisés dans la zone sur les titres de créances, l'octroi de crédits bancaires est par contre resté assez largement national.

• **Aux Etats-Unis : le taux d'intermédiation est modeste, comparé à celui de la zone euro, quelle que soit la mesure choisie¹⁰⁶.**

La comparaison est rendu délicate par les différences de traitement statistique des données financières (FED et BCE) et par la variété des ratios « d'intermédiation » que l'on peut retenir. **Les ratios possibles varient en fonction :**

- **du champ des intermédiaires financiers retenu.** On retient en général trois catégories, les banques traditionnelles (banques commerciales, « Saving Institutions », « Credit Union »), le « shadow banking » (Monetary Mutual Funds », véhicules de titrisation, compagnies financières, broker dealers, etc.) et les autres institutions financières (assurances, fonds de pension, institutions financières publiques comme les GSE). On peut rapporter le poids des banques traditionnelles à celui de l'ensemble des banques ou de l'ensemble des intermédiaires financiers ;

¹⁰⁴ D'après l'OCDE.

¹⁰⁵ Source : Michel Boutillier, Jean-Charles Bricongne : « Désintermédiation ou diversification financière ? Le cas des pays développés », Revue d'économie Politique, 01/07/2011, à partir des statistiques des comptes nationaux financiers trimestriels.

¹⁰⁶ Voir à ce sujet « L'intermédiation du crédit bancaire aux Etats-Unis », Céline Choulet, conjoncture, mai 2012.

- **du champ des opérations retenues pour les intermédiaires financiers** : total de l'actif, total de l'intermédiation financière *largo sensu* (prêts et titres à l'actif), total de l'intermédiation financière *stricto sensu* (prêts à l'actif) ;
- **du champ des acteurs non financiers retenus** : toute l'économie (donc y compris le secteur public), agents non financiers privés (ménages et entreprises non financières), ou enfin, entreprises non financières seules.

Si l'on retient comme critère **le poids relatif des acteurs financiers** mesuré par le total de l'actif (ou du bilan), les banques traditionnelles disposent de 27% des actifs financiers de tous les acteurs financiers aux Etats-Unis (décembre 2011) contre 52% pour la zone euro (septembre 2011)¹⁰⁷.

Si l'on retient comme critère **l'intermédiation *largo sensu* par les prêts et les titres**, les statistiques *ad hoc* pour les banques traditionnelles ne sont pas encore disponibles, ni pour les Etats-Unis, ni pour la zone euro. On est toutefois à peu près sûr que le ratio pour les Etats-Unis est sensiblement plus bas que pour la zone euro.

Si l'on retient comme critère **l'intermédiation *stricto sensu* par les prêts**, les banques traditionnelles en assurant à peu près 25% aux Etats-Unis contre 75% dans la zone euro (fin 2010 ; source IFI).

Enfin, si l'on retient comme critère **l'intermédiation non pas vis-à-vis de l'ensemble de l'économie, mais vis-à-vis des agents non financiers, on obtient les résultats suivants** :

		Etats-Unis (Déc. 2011)	Zone euro (Sept. 2011)
Prêts des banques traditionnelles aux	Sociétés non financières (% de leur dette)	12	67
	Sociétés non financières (% des prêts obtenus)	33	77
	Agents non financiers privés (% des prêts obtenus)	39	81

Sources : Réserve Fédérale, BCE, BNP Paribas, article Céline Choulet déjà cité.

En résumé, le poids des banques traditionnelles dans la détention d'actifs financiers et dans les prêts aux agents non financiers privés est à peu près moitié moindre aux Etats-Unis que dans la zone euro. Pour les prêts aux sociétés non financières, le poids des banques traditionnelles est encore plus faible en valeur relative, dans un rapport de 1 à 2,3 pour le total des prêts obtenus (33% contre 77%) et de 1 à 5,5 pour le total de l'endettement (12% contre 67%). Pour ce dernier ratio, l'écart important provient, d'une

¹⁰⁷ Source : Céline Choulet, article déjà cité. Les statistiques de la FED et de la BCE sur ce sujet sont difficilement comparables. Sur la base d'un proxy des bilans consolidés de la zone euro, comme pour les statistiques fournies par la FED, la part de 52% serait ramenée à 49%.

part du poids relatif plus faible des banques traditionnelles dans le secteur financier aux Etats-Unis que dans la zone euro, d'autre part du poids relatif plus élevé de la dette de marché dans le total de la dette aux Etats-Unis que dans la zone euro. **On peut donc constater que la « marge » de désintermédiation par les banques traditionnelles de la zone euro comparée au « modèle » américain est considérable.**

Toutefois, les taux d'intermédiation aux Etats-Unis ne peuvent être considérés comme des cibles pour deux séries de raisons. La première tient aux spécificités des structures financières de chacun (abondante littérature sur le sujet ; trop long et complexe pour être développé ici). La seconde tient aux évolutions historiques. Si l'on se réfère au poids de l'actif des banques traditionnelles dans l'actif de tous les acteurs financiers, aux Etats-Unis, la désintermédiation fondée sur un modèle « Originate To Distribute » (OTD) s'est étalée sur vingt ans environ, de 1975 à 1997. De 1951 à 1974, le taux oscillait entre 50% et 55%. En 1998, il est tombé à 23% avant de remonter par « paliers » à 27% en 2011. Ce redressement résulte pour partie d'un effet réglementaire, l'adoption du Riegle-Neal Act en 1994, suivie de celle du Gramm-Leach-Bliley Act en 1999, qui ont levé l'interdiction faite aux banques d'établir des succursales en dehors de leur Etat d'origine et aboli les restrictions sur les activités bancaires. Le redressement relève aussi des effets de la crise, dont le recul des émetteurs d'ABS et GSE.

• **Au total, on peut retenir que :**

- **la désintermédiation est un processus à long terme, non linéaire, voire réversible;**
- les Etats-Unis ont connu un mouvement important de désintermédiation de 1975 à 1997, la zone euro et la France un mouvement plus modeste mais significatif de 1995 à 2002-03 ;
- **l'écart entre les Etats-Unis et la zone euro est très important en ce qui concerne le financement par les banques commerciales des sociétés non financières ;**
- Depuis le début des années 2000, le ratio d'intermédiation a cessé de baisser aux Etats-Unis, en France, en Allemagne, en Espagne et en Grande-Bretagne. Il est même remonté légèrement aux Etats-Unis depuis 2008
- en France, **l'intermédiation bancaire au sens strict résiste depuis dix ans** (légère hausse en 2003-07, légère baisse en 2008-11) malgré la baisse du ratio dépôts sur crédits : les banques ont élargi l'éventail de leurs ressources pour pallier l'insuffisance des dépôts et répondre pleinement à leur fonction d'intermédiaire de financement de l'économie¹⁰⁸.

¹⁰⁸ Elles s'en trouvent désormais pénalisées par le LCR.

ANNEXE 4

CONSEQUENCES ENVISAGEABLES DES NOUVELLES REGULATIONS PRUDENTIELLES SUR LE COMPORTEMENT DE PRET DES BANQUES AUX ENTREPRISES

Analyse détaillée dont les points essentiels sont repris dans le corps de la note en section 2.2.2.1

Les évolutions de la réglementation prudentielle bancaire depuis la première mouture de Bâle II ne se résument pas à Bâle III « stricto sensu ». Le comité de Bâle a aussi révisé le cadre applicable aux activités de marché (Bâle 2.5). A la lumière des études d'impact quantitatif, les nouvelles normes affecteront significativement les bilans bancaires en ayant des conséquences sur la structure et les volumes de l'épargne financière et des financements¹⁰⁹.

Les seules normes Bâle III se rapportent au renforcement des ratios de solvabilité et à l'introduction de ratios de liquidité ainsi que d'un ratio de levier, conçu comme un « filet de sécurité » pour les ratios de solvabilité. Les conséquences de ces nouvelles normes sont examinées dans cette partie.

Remarque introductive, **tous les ratios n'en sont pas au même stade de maturation, de définition, de calibration, de calendrier d'application et d'appropriation par les utilisateurs.** Au sein de l'UE, les ratios de solvabilité sont désormais appliqués par paliers annuels (2011-15). Un des deux ratios de liquidité (le LCR) est aussi entré en phase d'observation par paliers annuels (2013-15), mais pourrait encore faire l'objet de « réglages ». Le deuxième ratio de liquidité (le NSFR) doit voir son calibrage précisé et n'a pas encore de calendrier d'application précisé. Il en va de même pour le ratio de levier. Par ailleurs, les Etats-Unis, ont pris du retard sur l'Europe dans la mise en œuvre de ces ratios¹¹⁰. Leurs banques régionales, qui jouent un rôle essentiel dans le financement des PME, sont exemptées des règles bâloises. **Tout ceci constitue une distorsion de concurrence.**

Ratios de solvabilité, de liquidité et d'effet de levier : rappel des principes, conséquences mécaniques sur l'offre de crédit bancaire.

¹⁰⁹ Voir : « Bâle III n'aura peut-être pas les vertus de la lance d'Achille », Laurent Quignon, Conjoncture, mai-juin 2011.

¹¹⁰ Les régulateurs américains ont soumis à commentaires, le 7 juin dernier, trois propositions de règle favorisant une plus grande convergence internationale des exigences prudentielles. Le premier projet vise à transposer les normes de fonds propres et de levier de Bâle 3 en droit américain (selon le calendrier d'application prévu par le comité de Bâle), le deuxième prévoit le passage à l'approche standard de Bâle 2.5 (sans référence aux notes des agences) pour le calcul des risques pondérés (applicable au 1er janvier 2015), le troisième propose de renforcer l'évaluation du risque de contrepartie via l'approche avancée (aucun calendrier). La règle finale modifiant les méthodes d'évaluation de la charge spécifique en capital pour certains risques de marché a en outre été adoptée. Les ratios de liquidité bâlois n'ont en revanche pas été évoqués.

Ratios de solvabilité

⇒ le passage de Bâle II à Bâle III conduit à une exigence minimale en fonds propres ordinaires, multipliée mécaniquement par 3 à 4¹¹¹ sous le triple effet de :

- **la hausse du ratio.** Le « Common Equity Tier One » passe de 2% à 4% et même à 7% avec le volant de sécurité, voire à 9-10% pour les banques systémiques. Le « Tier One » passe de 4,5% à 7% et même à 8,5%, avec le volant de sécurité, voire à 10-11% pour les banques systémiques ;
- **la baisse du numérateur.** Les fonds propres sont sensiblement réduits par une plus grande sélectivité des instruments éligibles au statut de fonds propres réglementaires ainsi que par des déductions¹¹² ;
- **la hausse du dénominateur.** Les « Risk Weighted Assets » (RWA ou Actifs Moyens Pondérés) sont sensiblement accrus sous l'effet d'une prise en compte nouvelle ou renforcée du risque de contrepartie dans le « Trading Book » (désormais traité comme le « Banking Book »), les opérations de gré à gré (introduction d'une couche en capital pour les ajustements de crédit ou « Credit Value Adjustment ») et aussi, les opérations complexes de titrisation¹¹³.

Au total, la multiplication, estimée entre 3 et 4 de l'exigence minimale en fonds propres, résulte d'une baisse de 23% du numérateur, d'une hausse de 42% du dénominateur (résultats des QIS de l'EBA) et d'une hausse de 75% du ratio.

⇒ Cette exigence nouvelle hausse mécaniquement le coût du crédit et affecte plus particulièrement les activités de marché par les nouvelles exigences en RWA.

Ratios de liquidité

⇒ **Le ratio de liquidité à court terme, le « Liquidity Coverage Ratio » (LCR)**, est introduit pour s'assurer qu'une banque détient suffisamment d'actifs hautement liquides pour faire face à des sorties nettes de liquidité à 30 jours qui résulteraient d'une crise de liquidité. Le ratio exige une couverture minimale de 100% (contre 71% observé mi 2011 pour les banques européennes d'après l'EBA¹¹⁴), pour chacune des grandes devises considérée isolément, euro, dollar, livre sterling et yen. Ce ratio, nouveau à l'échelle internationale à la différence du ratio de solvabilité, place les banques dans une situation inédite.

¹¹¹ Voir article de Laurent Quignon déjà cité.

¹¹² Déduction de certains actifs comme les fonds propres excédentaires des filiales. Les déductions supplémentaires sont des agrégats qui basculent de la catégorie Fonds Propres à la catégorie RWA et donc, de fait, passent du numérateur du ratio à son dénominateur.

¹¹³ Le comité de Bâle sur la Supervision Bancaire estime sur un très large échantillon des banques lui rapportant à 20% la hausse des RWA induite par la réforme, dont 7% pour les CVA et 6% pour le « Trading Book » ; « Results of the Basel III monitoring exercise as of 30 June 2011 », Avril 2012.

¹¹⁴ Publication d'avril 2012. Le ratio pour les banques françaises pourrait être un peu inférieur à ce chiffre.

Au numérateur du ratio, les actifs hautement liquides « **High Quality Liquid Assets** » (HQLA) sont composés :

- en premier niveau, notamment du cash, des réserves déposées à la Banque Centrale et des titres d'Etats au rating supérieur ou égal à AA- ;
- en second niveau, notamment des titres d'Etat au rating supérieur ou égal à A- et des titres de corporate ou covered bonds au rating supérieur ou égal à AA-¹¹⁵. Le deuxième niveau ne doit pas excéder 40% du premier¹¹⁶.

Au dénominateur du ratio, sont estimées les fuites sur dépôts et le non renouvellement d'autres ressources à court terme, **dont les pondérations, exprimés en pourcentage des cash-flows, sont définies par le régulateur**. Ces pondérations sont modulées par catégorie : dépôts, financements de gros non garantis, financements garantis et d'autres catégories, comme la part non décaissée des engagements confirmés de crédit et de liquidité. Ils tiennent compte de la qualité des garanties puis de la qualité des contreparties, du caractère stable ou moins stable de la clientèle et du risque de dégradation des ratings (pour les appels de marge notamment). Le champ des opérations couvertes par ce dénominateur ainsi que les pondérations afférentes sont relativement conservateurs¹¹⁷.

⇒ **L'application de ce nouveau ratio, le LCR, aura des effets sensiblement restrictifs sur l'offre de crédit des banques** (voir ci-après). Mécaniquement, il entraîne un raccourcissement de la maturité des prêts¹¹⁸, une hausse des exigences en qualité des collatéraux, des restrictions dans les autorisations/confirmeries de crédit et plus généralement, dans l'octroi de crédit de toutes natures.

⇒ **Le ratio de liquidité à plus d'un an, le « Net Stable Funding Ratio » (NSFR)** a pour vocation de prémunir les banques contre les conséquences d'une crise de liquidité en interdisant le financement d'emplois bancaires (prêts ou titres) à plus d'un an par des ressources à échéance plus courte et susceptibles de ne pas être renouvelées. Les emplois à plus d'un an (pondérés) et certains engagements de hors bilan doivent être couverts à 100% par des ressources stables disponibles.

⇒ **L'application de ce nouveau ratio, le NSFR, limitera mécaniquement la capacité de transformation des banques et les conduira à raccourcir sensiblement la durée des prêts, surtout ceux dépassant de peu 12 mois pour ne pas les faire entrer dans le « Required Stable Funding » (RSF).**

¹¹⁵ S'ajoutent aussi, sous condition, les titres émis par l'Etat dans lequel la Banque a son siège social, indépendamment du rating.

¹¹⁶ Cette énumération est approximative, donnée à titre indicatif. Les précisions sont disponibles dans la documentation ad hoc fournie par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire : « Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité » ; BRI, dec. 2012.

¹¹⁷ Champ des opérations couvertes et pondérations afférentes sont remises en cause ouvertement par les autorités américaines et en privée, par la communauté des régulateurs.

¹¹⁸ Plus la maturité d'un prêt amortissable est courte, plus les remboursements mensuels du principal sont élevés et plus les flux mensuels d'entrées de trésorerie sont importants, ce qui fait baisser le dénominateur du ratio : sorties de trésorerie moins entrée de trésorerie.

Le ratio de levier

⇒ Il est encore à l'étude. **Le ratio rapporterait les fonds propres à un dénominateur constitué du total du bilan et de certains éléments de hors bilan.** Par définition, les actifs moyens pondérés (RWA) ne sont donc plus pris en compte.

⇒ Conséquence mécanique, **la comparaison des fonds propres au total du bilan** (ratio de levier) en plus de celle aux actifs moyens pondérés (ratio de solvabilité) **pénalisera injustement les banques aux portefeuilles les moins risqués, dont les banques françaises dans leur majorité**¹¹⁹. En effet, moins le portefeuille de la banque est risqué, plus le ratio des actifs moyens pondérés au total du bilan baisse. Les banques les moins risquées seront donc incitées à réduire la taille de leur bilan en privilégiant la cession ou le non renouvellement des actifs les moins pondérés, *à priori* les moins risqués.

Le pilotage des banques sous l'effet de la mise en œuvre de ces différents ratios a des effets complexes sur les agrégats bancaires, compte tenu de leur interdépendance. Les restrictions potentielles d'offre concernent à des degrés variables, les crédits en euros ou en devises étrangères, à des résidents ou à des non résidents, ainsi que les opérations de dérivés et les opérations de hors bilans. On retrouve en première approximation, au regard du sujet de réflexion de ce groupe de travail, le risque de resserrement de l'offre de crédit aux entreprises (dont les confirmations de crédit), de raccourcissement des maturités, d'exigence supplémentaire en qualité des garanties et, bien sûr, de hausse des coûts de financement.

Mesure d'impact du passage de Bâle II à Bâle III, impact global et cas spécifique français : quelles contraintes pour l'offre de crédit bancaire ?

Impact global : un renchérissement significatif du coût du crédit pour les grandes banques internationales.

⇒ Les différentes études d'impact réalisées en 2010 et 2011 (IIF, MAG/BRI) fondées sur des approches différentes donnent au final une hausse des marges d'intérêt comparable, de 128 à 142 points de base¹²⁰ cinq ans après le début d'application de la réforme, pour une hausse de 2 à 2,5% du ratio de solvabilité, de 25 à 40 points du LCR et de 15 à 25 points du NSFR (ordre de grandeur de l'effort à fournir par les banques françaises assez réaliste)¹²¹.

¹¹⁹ Grandes banques françaises RWA sur total du bilan autour de 30%, grandes banques US autour de 50% ; source :

¹²⁰ Voir Laurent Quignon, article déjà cité.

¹²¹ L'OCDE a aussi réalisé une étude d'impact aux résultats plus mesurés (95 points de base au total) mais sans prendre en considération l'ensemble des effets.

⇒ **Ces résultats sont, bien sûr, à prendre avec une grande prudence :**

- ils peuvent être considérés comme des minima. D'une part, ils supposent une plus grande stabilité du système financier. D'autre part, ils ne prennent pas en compte certaines dispositions (taxes bancaires, surcote de fonds propres au titre des banques à caractère systémique) ;
- mais on peut supposer qu'une gestion active du bilan limitant le recours à des ressources longues plus coûteuses, modère le renchérissement du coût du crédit.

Au-delà de ces incertitudes, il ressort clairement que l'augmentation des marges d'intérêt induite par la réforme ne se limitera pas à quelques vingt ou trente points de base. **Elle sera importante, inscrite dans une fourchette large de 100 à 200 points de base avec un médian de l'ordre de 120 à 140 points, ce qui représente à peu près un doublement du coût de l'intermédiation pour les banques françaises.**

⇒ **Au total**, la contrainte d'offre de crédit bancaire induite par la réforme a un effet quantitatif dont il est extrêmement difficile d'évaluer l'ampleur : ralentissement de la croissance nominale de l'encours de crédit ? Stagnation ? Baisse ? **Elle entraîne inévitablement un renchérissement significatif du coût du crédit dans une période de particulière sensibilité de la santé financière des entreprises au coût du financement externe.** Bien sûr, les banques se trouvent en situation d'arbitrage partiel quantité/prix : une réduction de la taille du bilan est en cours. Mais on imagine mal qu'une « gestion active » du bilan puisse faire baisser significativement le coût additionnel d'intermédiation. **Cette hausse du coût d'intermédiation vient s'ajouter à celle du coût du funding** sous le double effet de la dégradation ces derniers trimestres du rating de nombre de grandes banques et de la hausse des spreads demandés par les investisseurs pour un rating donné¹²².

En ordre de grandeur en France, le taux d'intérêt moyen du crédit aux entreprises se situe en 2011-12 autour de 3,5% (source : Banque de France), incluant une marge d'intermédiation (100 à 150 points de base ?). Ce taux est proche de la croissance potentielle nominale. L'application de Bâle III (coût d'intermédiation additionnel de 100-150 points) porterait le taux d'intérêt moyen vers 4,5% à 5%, dans un contexte de politique monétaire inchangé.

Cas français tenant compte de l'état d'avancement et du calendrier de passage à Bâle III : risque de freinage de l'offre de crédit bancaire en euros aux entreprises et aux ménages à partir de 2013, surtout à MLT, sous l'effet de la mise en œuvre des ratios de liquidité.

¹²² En ordre de grandeur, les CDS spreads sur les banques de la zone euro sont passés de 20 points de base en 2006 et au premier semestre 2007 à 100 points en 2008-09 et 130 points depuis la mi-2010 (source : IIF).

⇒ **Pour les grandes banques françaises, les exigences minimales en fonds propres telles qu'elles ressortent des ratios de solvabilité projetés à horizon 2013 sont en grande partie satisfaites alors que beaucoup de chemin reste à parcourir concernant le LCR, ainsi probablement que pour le NSFR et le ratio de levier.**

Jusqu'à présent, l'avancée à marche forcée des banques françaises vers le respect des ratios de solvabilité a effectivement entraîné une contraction des bilans bancaires qui a concerné essentiellement les activités adossées à des financements en dollars, des portefeuilles d'actifs à risque hérités de la crise, la cession d'activités considérées comme non essentielles ainsi que leurs expositions souveraines européennes. L'impact a donc été réduit pour le financement de l'économie¹²³. La mise en application dès 2015 du LCR, tel qu'il est calibré aujourd'hui, **risque de conduire les banques à contraindre l'offre de crédit domestique en 2013 et 2014** (voir ci-après).

⇒ En effet, **le déficit de financement du LCR apparaît plutôt élevé pour les banques françaises**. Il est estimé par l'autorité bancaire européenne (EBA) à 1150 milliards d'euros mi-2011 pour les banques européennes, en hausse depuis 2009 malgré les efforts réalisés par ces banques sur les deux années pour augmenter leurs actifs liquides. Il a probablement continué d'augmenter depuis lors : le ratio se situe en moyenne dans l'UE autour de 70%¹²⁴ (exigence minimale à 100%). L'effort à fournir est particulièrement important pour les banques françaises. D'après une étude du Crédit suisse et une autre de J.P. Morgan, les ratios de LCR et de NSFR de quatre grandes banques françaises sont sensiblement inférieurs à ceux de leurs homologues européennes (banques des pays nordiques excepté).

⇒ **De plus, la contrainte de liquidité risque d'être resserrée par les exigences des marchés**. En effet, dès qu'un nouveau ratio prudentiel entre en phase d'application accompagné d'un calendrier de montée progressive en charge, les marchés anticipent et contraignent en général les banques à atteindre l'objectif final très rapidement, dès la première année (cas des ratios de solvabilité en 2011-12).

⇒ **Pour combler le déficit de financement, les banques françaises risquent d'être contraintes de limiter l'offre de crédit domestique.**

En théorie, trois mesures permettraient aux banques de réduire ce déficit :

¹²³ Il ne semble pas y avoir eu jusqu'à l'été 2012 de resserrement de l'offre de crédit bancaire en France. D'après la Banque de France, la progression des crédits aux sociétés non financière a ralenti depuis un an et laissé place à une quasi stagnation depuis mars. Expliquant cette évolution moyenne, la progression des crédits à l'investissement se maintient autour de 2% en rythme annuel, tandis que les crédits de trésorerie reculent depuis l'automne 2011, en liaison sans doute avec le comportement de stockage. Par ailleurs, les enquêtes réalisées auprès des entreprises (PME et GE) indiquent que les établissements de crédit français n'ont pas durci leurs conditions d'attribution du crédit ces derniers trimestres. **Il faut plutôt rechercher du côté de la demande de crédit dans un contexte de quasi-stagnation du PIB les raisons du ralentissement récent**. Pour la zone euro dans son ensemble, le « Monthly Bulletin » de mai 2012 de la BCE fait état d'un resserrement des conditions de crédit des banques au quatrième trimestre 2011 puis d'un allègement au premier semestre 2012 (constaté au premier trimestre, anticipé par le second). L'allègement est à relier à la diminution de la demande de crédit (ménages et entreprises) ainsi qu'à l'opération de refinancement à moyen terme initiée par la BCE (LTRO). Mais les spreads sur les contreparties risqués restent très élevés.

¹²⁴ Données EBA pour juin 2011.

- **augmenter les réserves d'actifs liquides**, i.e. essentiellement les titres souverains et les dépôts en banques centrales, non productifs pour l'économie. Mais il faut financer ce supplément d'actifs, ce qui suppose, soit d'augmenter les ressources stables à due concurrence, soit de substituer dans les bilans bancaires ces actifs liquides à des actifs considérés non liquides ;
- **augmenter les ressources stables**, i.e. en accroissant les financements de marché ou en collectant des ressources additionnelles, dépôts des particuliers et dans une moindre mesure des entreprises ;
- **diminuer les emplois non liquides**, c'est-à-dire les financements à l'économie : prêts, lignes de crédit ou de liquidité, titres non souverains.

En pratique, les banques n'auraient d'autre solution pour respecter en 2015 ce ratio sous sa définition actuelle que de diminuer largement et structurellement les emplois autres que les actifs liquides. En effet, le potentiel d'augmentation des ressources stables aux bornes du système financier européen est limité. Et ce d'autant plus qu'avec les incertitudes pesant sur l'économie et la gouvernance européennes, les investisseurs financiers privilégient des placements à court, voire très court terme, et il est difficile pour les banques européennes de se refinancer à terme au-delà du renouvellement des dettes arrivant à échéance. Quant à la collecte de dépôts additionnels par les banques, elle se ferait largement au détriment d'autres investisseurs de long-terme (assurance-vie, gestion d'actifs, fonds de pension).

⇒ Par ailleurs, **les opérations de refinancement non conventionnelles (LTRO à 3 ans) menées par la BCE en décembre 2011 et février 2012 n'ont sans doute permis de compenser ce creusement supplémentaire que temporairement et partiellement** : d'abord parce que ces opérations ont aussi diminué le montant des actifs liquides disponibles pour les banques européennes, ceux-ci ayant été donnés en garantie à la BCE ; ensuite parce que sur les 1000 milliards d'euros fournis à trois ans, l'apport de liquidité net a été de l'ordre de 500 milliards d'euros, le solde s'étant substitué à des refinancements en majorité à plus d'un mois déjà octroyés par la BCE. Sur ces 500 milliards, une partie significative s'est substituée au financement interbancaire défaillant.

⇒ **Au total, le LCR et le NSFR entraîneront une augmentation supplémentaire (en plus de celle résultant de la mise en œuvre des ratios de solvabilité) du coût de financement** (la liquidité devient une ressource plus rare) **et une diminution des montants et de la maturité des prêts.** D'où des difficultés possibles pour les financements, surtout à moyen-long terme¹²⁵.

¹²⁵ Sous l'effet d'une forte contraction du funding en dollar, les banques françaises ont été contraintes depuis 2010 de réduire fortement les financements en dollar, surtout à moyen-long terme : infrastructures, Project Finance, Export finance mais aussi Trade Finance. Bien que le « shortage » de dollars n'ait résulté que partiellement de la mise en œuvre de ces ratios (il s'agissait surtout d'une défiance vis-à-vis des banques de la zone euro), ceci illustre les risques que fait peser un changement majeur du marché du funding aux banques, qu'il vienne du comportement des acteurs ou de la réglementation.

ANNEXE 4

Groupe de travail « Financement de l'économie », sous la direction des Collèges « Entreprises » et « Investisseurs Institutionnels » de Paris EUROPLACE

Groupe de travail animé par :

- Edouard-François de LENCQUESAING, Conseiller, Paris EUROPLACE

Rédacteur

- Guy LONGUEVILLE, Economiste, BNP Paribas

Co-rédacteur

- Clémentine GALLES, Responsable des études macro-financières, Société Générale

Membres du Groupe de travail

- Arnaud de BRESSON, Délégué général, Paris EUROPLACE
- Jean-Yves CAMINADE, Directeur de la gestion des Capitaux et du Bilan, OSEO
- Richard GRAIVE, OSEO
- Agnès LEPINAY, Directeur affaires économiques, financières TPE PME ETI, MEDEF
- Chloé MAGNIER, Chef Economiste – Directrice des études économiques et statistiques, AFIC
- Fabrice PANSARD, Professeur, CNAM
- Laetitia de PELLEGRARS, Avocat, Wragge & Co
- Alexis ROSTAND, Responsable des Etudes, affaires économiques et financières, FFSA
- Christine TARRAL, Sous-directeur affaires économiques et financières, FFSA
- Laure DELAHOUSSE, Directrice développement des acteurs et des gestions spécialisées, AFG
- Karim ZINE-EDDINE, Chargé de mission, Paris EUROPLACE

Personnes consultées

- Jean-Paul BETBEZE, Directeur des études économiques, Crédit Agricole
- Pierre BOLLON, Délégué général, AFG
- Olivier GARNIER, Chef économiste du groupe, Société Générale
- Thierry GIAMI, Conseiller de la Direction générale, CDC
- Philippe HAUDEVILLE, Secrétaire général, AF2I
- Ulrich HEGE, Professeur, HEC
- Vivien LEVY-GARBOUA, Président Comité de Pilotage, Paris EUROPLACE
- Pierre-Charles PRADIER, Professeur, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne
- Laurent QUIGNON, Responsable économie bancaire, BNP Paribas
- Gérard RAMEIX, Médiateur du Crédit
- Jean TRICOU, Directeur BFI, FBF

Observateurs

- Jérôme COFFINET, Direction générale des Statistiques, Banque de France
- Jacques FOURNIER, Directeur général des Statistiques, Banque de France

Membres du Collège Entreprises

Président : Bruno LAFONT, Président directeur général, Lafarge

- Thomas ARGENTE, Bureau des marchés financiers, Direction général du Trésor
- Bertrand BADRÉ, Directeur financier, Société Générale
- François BASSET-CHERCOT, Secrétaire du conseil d'administration, L'OREAL
- Rémy BAYLE, Directeur du financement et de la Trésorerie, PSA Peugeot Citroën
- Charles BEIGBEDER, Président, Gravitation
- Jerome BERGER, Head of Group and International Financing & Equiry Capital, France Telecom
- Arnaud de BRESSON, Délégué général, Paris EUROPLACE
- Philippe BORDENAVE, Directeur général adjoint, responsable finances, BNP PARIBAS
- Philippe CALAVIA, Directeur Financier, Air France-KLM
- Olivier CASANOVA, Directeur financier, Tereos GROUP
- Sylvain de FORGES, Directeur général délégué, AG2R LaMondiale
- Laurent GALZY, Directeur général adjoint finances, ADP
- Thierry GIAMI, Conseiller du Président, CDC
- Dominique d'HINNIN, Directeur financier de Lagardère SCA, LAGARDERE
- François HOUSSIN, Head of Client Coverage, NYSE Euronext
- Marc LEFEVRE, Directeur Listing Europe, NYSE Euronext
- Edouard de LENCQUESAING, Conseiller, Paris EUROPLACE
- Agnès LEPINAY, Directrice des affaires économiques et financières, MEDEF
- Jean-Dominique SENARD, Gérant, MICHELIN, CGEM
- Pierre-Jean SIVIGNON, Directeur financier, Groupe Carrefour
- Pierre-André TERISSE, Directeur Général, finances, Danone
- Christian POYAU, Président, MICROPOL
- Grégoire de THIER, Senior financial advisor corporate finance, GDF SUEZ
- Olivier VALENTIN-ESTURONNE, Directeur de la Trésorerie, Sanofi
- Edouard VIEILLEFOND, Secrétaire général adjoint Régulation et affaires internationales, AMF
- Marie-Sophie WOLKENSTEIN, Responsable Corporate FINANCE, Total

Membres du Collège Investisseurs Institutionnels

Président : Yves PERRIER, Directeur général, Amundi

- Pierre BOLLON, Délégué général, AFG
- Etienne BORIS, Partner, PWC
- Arnaud de BRESSON, Délégué général, Paris EUROPLACE
- Jean-François BOULIER, Directeur général, Aviva Investors Europe
- Dominique CARREL-BILLIARD, CEO, AXA IM
- Henri CHAFFIOTTE, Directeur général, CARMF
- Arnaud CHAPUT, Conseiller du Président et du Délégué général, FFSA

- Bernard DESCREUX, Directeur des Investissements, EDF
- Philippe DESFOSES, Directeur, EFRAP
- Jean EYRAUD, Président, AF2i
- Olivier GARNIER, Chef Economiste Groupe, Société Générale
- Bernard GAUTIER, Membre du Directoire, Wendel
- Jérôme GRIVET, Directeur général, Crédit Agricole Assurances
- Philippe HAUDEVILLE, Secrétaire général, AF2i
- Bertrand LABILLOY, Directeur des Affaires Economiques et Financières de la FFSA
- Emmanuel LACRESSE, Sous-directeur serv. des assurances, DG Trésor
- Laurence LAPLANE-RIGAL, Chargée de mission auprès de la Direction générale, Amundi
- Alain LECLAIR, Président, EMERGENCE
- Marie LEMARIE, Directeur des investissements, Groupama AM
- Edouard de LENCQUESAING, Conseiller, Paris EUROPLACE
- Jean-Hervé LORENZI, Président, Cercle des économistes, Cie Financière Ed. Rothschild
- Jean-François LEQUOY, Délégué général, FFSA
- Philippe MARCHESSAUX, Administrateur, Directeur général, BNP Paribas Investment Partners
- Olivier MAREUSE, Directeur des finances, CDC
- François MARION, Directeur général, CACEIS
- Cyrille de MONTGOLFIER, Directeur des Affaires Européennes et Institutionnelles du Groupe, AXA
- Philippe MOREL, Directeur général, BCG
- Nicole NOTAT, Présidente, VIGEO
- Pierre NUYTS, Directeur financier, Groupe Malakoff Mederic
- Alain PITHON, Secrétaire général, Paris EUROPLACE
- Christian RABEAU, AXA IM
- Marc RENAUD, Président Directeur général, Mandarine Gestion
- Ali OULD ROUIS, Président du directoire, Robeco Gestion
- Etienne STOFER, Directeur, CRPN
- Jean TRICOU, Directeur BFI, FBF
- Edouard VIEILLEFOND, Secrétaire général adjoint, AMF
- Pascal VOISIN, Managing Director, Natixis AM