

L'ANNÉE
DES PROFESSIONS
FINANCIÈRES

NOVATIONS
DE L'ÉCONOMIE
FINANCIÈRE

2013

VOLUME N° 8

COMITÉ DE RÉDACTION

Denise FLOUZAT-OSMONT d'AMILLY

Président

Administrateur, Fondation Banque de France pour la recherche

Pierre-Henri CASSOU

Rédacteur en chef délégué

Senior advisor, Deloitte

Matthieu CARTERET

Secrétaire général de la rédaction

Manager, Regulation Partners

Michel CASTEL

Ancien enseignant Master 2 Banque et Finance

Universités Paris X et XIII

Jean-Marc DANIEL

Professeur, ESCP Europe ; Directeur de la revue Sociétal

Jean-Pierre HELLEBUYCK

Vice-Président – Administrateur

AXA IM

Régis de LAROULLIÈRE

Directeur général, Institut des Actuaires

Antoine MÉRIEUX

Délégué général, Association d'économie financière

Olivier PASTRÉ

Professeur, Université Paris VIII

Jean-Jacques PERQUEL

Président de l'Académie de Comptabilité

Agent de change

Christian PFISTER

Directeur général adjoint à la Direction générale des Statistiques (DSG),

Banque de France

Michel ROUX

Ancien doyen de Faculté, Université Paris XIII

Michèle SAINT MARC

Ancien membre du Conseil de la politique monétaire, Banque de France

Thibault de SAINT PRIEST

Associé Gérant, ACOFI

Gilles VAYSSET

Directeur général, Banque de France

L'ANNÉE DES
PROFESSIONS
FINANCIÈRES

SOMMAIRE

INTRODUCTION

L'investissement de long terme, complément indispensable de la stabilisation du système financier Michel BARNIER	9
--	---

NOUVELLES APPROCHES

Rapport Pébereau : 7 ans après Michel PÉBEREAU	19
--	----

Le financement de l'État ? Financement du Trésor Ambroise FAYOLLE	31
---	----

Les enjeux du financement des collectivités territoriales Anne BOSCHE-LENOIR	37
--	----

L'État des projets de réforme de la régulation bancaire et des marchés financiers en Europe Jean-François PONS	59
--	----

L'évolution des financements à l'exportation et la réforme en France Véronique ZOVARO	77
---	----

Les nombreux axes de financement de l'immobilier Pierre SCHOEFFLER	83
--	----

NOUVELLES TECHNIQUES

Banques : la grande mutation Georges PAUGET	93
---	----

Les grandes tendances sur le financement des entreprises Christophe CAHN	99
--	----

Accès au crédit des PME et ETI : fléchissement de l'offre ou moindre demande ?	
Jacques FOURNIER	111
Rénovation du marché de la titrisation et financement de l'économie	
Denis BEAU	121
Le « shadow banking » : un outil transparent au service du financement de l'économie réelle	
Gilles SAINT MARC	131
Le financement de l'économie par un système non bancaire : l'émergence des fonds de prêts à l'économie	
Nolwenn SIMON	139
Le rôle des sociétés d'assurance dans le financement de l'économie	
Arthur CHABROL	149
L'allocation d'actifs et du emploi des liquidités chez un institutionnel	
Christian RABEAU	157
 NOUVELLE CONCEPTION DES MÉTIERS	
Guerre des talents : est-elle toujours d'actualité dans le secteur financier ?	
Raphaël CZUWAK	167
Les banques coopératives : des entreprises pour une finance autrement ?	
Michel ROUX	175
La distribution des produits bancaires par les IOBSP : enjeux stratégiques et contrôles	
Marie-Agnès NICOLET	187
Le capital-innovation : entre ombre et lumière	
Denis CHAMPENOIS	195
Formation professionnelle et compétitivité	
Olivier ROBERT de MASSY	203

CHRONIQUES ET DONNÉES ÉCONOMIQUES

De quelques livres parus en 2012

Jean-Marc DANIEL 217

Politiques monétaires et taux d'intérêt en 2012

Philippe d'ARVISENET 223

ANNEXES

Données statistiques de la Banque de France 235

Sites à consulter 251

Présentation du Centre des Professions Financières 253

Sommaires des éditions 2006 à 2012 de l'APF 257

Présentation du Rapport Moral 277

Sommaire de la Revue d'Économie Financière 279

Bon de commande de la Revue d'Économie Financière 281

INTRODUCTION

Michel BARNIER

Membre de la Commission européenne
chargé du Marché intérieur et des Services

L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME, COMPLÈMENT INDISPENSABLE DE LA STABILISATION DU SYSTÈME FINANCIER

Le cas chypriote nous rappelle que la crise financière n'est pas terminée en Europe. Il souligne l'impérieuse nécessité de poursuivre l'effort de régulation engagé au niveau européen depuis trois ans et demi. Deux avancées récentes montrent que nous progressons rapidement sur cette voie.

D'abord, les États membres de la zone euro se sont mis d'accord pour soumettre leurs plus de 6000 banques à une supervision de qualité, harmonisée et coordonnée, sous l'autorité de la Banque centrale européenne.

La mise en place de ce mécanisme unique de supervision ouvrira la voie à la possibilité pour le mécanisme européen de stabilité de recapitaliser directement les banques, ce qui devrait contribuer à terme à casser le cercle vicieux entre les difficultés des banques et la dette des États.

Ensuite, le Parlement européen vient d'adopter définitivement notre proposition de réforme dite « CRD 4 » sur les nouvelles règles prudentielles applicables au secteur bancaire. Il s'agit d'une

étape majeure pour le renforcement de la solidité des banques, qui devront détenir davantage de fonds propres, de meilleure qualité.

Mais le texte va plus loin : pour la première fois, un ratio de couverture de liquidité sera mis en place. Les bonus des banquiers seront plafonnés au montant de leur rémunération fixe (ou à deux fois ce montant avec l'accord des actionnaires), ce qui permettra, au-delà des considérations morales, de limiter les incitations à la prise de risque excessive.

Le CRD 4 pose les bases d'un « *single rulebook* » applicable aux 8200 banques européennes, qui constitue notre meilleure arme contre les risques de fragmentation du marché unique, sans d'ailleurs revenir à nier la diversité économique de l'Union : Les superviseurs nationaux auront la possibilité de fixer les paramètres applicables à certains risques spécifiques, dont le niveau peut différer d'un État à l'autre, ou d'un secteur à l'autre, comme le crédit immobilier, et d'exiger plus de fonds propres pour tel ou tel établissement qui serait jugé plus risqué.

Ces deux avancées, supervision unique et CRD 4, joueront un rôle important dans le retour de la stabilité financière. Cela dit, rien ne justifierait que nous ralentissions le rythme des réformes. Bien au contraire.

Nous devons d'abord finir de tirer les leçons de la crise financière, en mettant en œuvre l'intégralité des mesures de régulation du G20 qui ont fait l'objet de propositions de la Commission européenne. Les nouvelles règles visant à faire la transparence sur les produits dérivés de gré à gré en les soumettant à une obligation de compensation centrale sont entrées en vigueur il y a quelques semaines. Nous devons également avancer sur nos propositions d'encadrement renforcé pour les valeurs mobilières et de prévention des abus de marchés.

Deuxièmement, la crise chypriote a montré le coût de l'absence d'un système de résolution des crises bancaires crédible, efficace et prévisible. Pour l'Europe, le message est clair : nous devons trouver très rapidement un accord sur notre projet de loi sur la résolution bancaire, pour pouvoir, dès cet été, commencer le travail sur un mécanisme unique qui devra comprendre une

autorité européenne de résolution, seule à même de résoudre les crises bancaires de manière efficace. C'est la condition sine qua non pour permettre aux banques en difficulté d'être restructurées sans avoir recours à l'argent des contribuables et donc sans alimenter la crise des finances publiques que nous traversons.

Enfin, si nous voulons assurer la stabilité financière mondiale autant que la compétitivité du secteur financier européen, nous devons assurer la convergence réglementaire mondiale, en particulier avec les États-Unis.

J'ai eu l'occasion récemment de souligner auprès de mes interlocuteurs américains la nécessité d'avancer de manière coordonnée sur la mise en œuvre des règles de Bâle III et d'éviter des couches de règles supplémentaires qui pénaliseraient uniquement les banques non américaines.

Agenda du G20, résolution, *level playing field*: ces différents chantiers en cours ne nous dispensent pas de traiter les dysfonctionnements qui peuvent encore survenir – je pense notamment au cas des indices comme le LIBOR, ou à nos propositions à venir sur le système bancaire parallèle, que nos règles prudentielles plus strictes ne doivent pas conduire à abonder.

Quoi qu'il en soit, l'ensemble des règles que nous avons adoptées ou proposées ont déjà contribué – ou contribueront très prochainement – à stabiliser le système financier, en tirant les conséquences des crises financières et des dettes souveraines.

Alors que s'ouvre la dernière ligne droite du mandat de la Commission européenne, il me paraît maintenant essentiel d'adjoindre à cette « régulation corrective » une « régulation proactive ».

Cela demande d'abord d'œuvrer à améliorer le fonctionnement du système financier pour lui permettre de jouer son rôle de financement de l'économie réelle. La réflexion sur les réformes de structure du secteur bancaire, à la suite de la remise du rapport Liikanen, intègre cette préoccupation.

Un deuxième volet indispensable consiste à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises dans le secteur

financier qui a été durement ébranlée par la crise, et notamment par les 1600 milliards d'aides d'État utilisées par le secteur financier entre octobre 2008 et octobre 2011¹.

Nous prendrons dans les mois qui viennent des mesures spécifiques pour mieux protéger les consommateurs de services financiers de détail, par exemple en améliorant leur information sur le coût et la disponibilité du crédit hypothécaire ou en obligeant les vendeurs de produits d'investissement de détail (PRIIPS) à fournir à leurs clients une « feuille d'informations clés », qui décrira les performances attendues du produit mais aussi les risques qui y sont associés.

Enfin, notre « régulation proactive » doit inclure une réflexion approfondie sur le financement de l'économie européenne à long terme. Comment mettre fin aux réflexes court-termistes qui ont joué le rôle que l'on connaît dans la crise financière ? Comment canaliser l'épargne des Européens vers des investissements productifs plutôt que purement financiers ?

Comme l'a récemment reconnu le G20, l'investissement à long terme a un impact essentiel sur l'innovation, la compétitivité des industries, la construction d'infrastructures modernes et la garantie d'une croissance soutenable.

Or l'Europe dispose de solides atouts pour l'investissement à long terme, au premier rang desquels un niveau élevé d'épargne et de nombreux investissements étrangers.

Pourtant, de nombreux facteurs freinent l'investissement à long terme en Europe : l'incertitude sur les perspectives économiques, l'aversion au risque, le manque de confiance des épargnants et des investisseurs. Quant au désendettement en cours dans le secteur bancaire, il crée des défis d'autant plus grands environ que 70 % du financement de l'économie en Europe continentale est d'origine bancaire.

Il est bien évident que les banques sont appelées à continuer à jouer un rôle clé dans notre économie. Mais cela ne doit pas nous empêcher de réfléchir aux moyens de diversifier notre système, notamment en encourageant le financement direct par les marchés de capitaux et en recherchant une plus grande parti-

icipation des investisseurs institutionnels et des marchés financiers alternatifs.

Ces questions sont au cœur du Livre vert sur le financement à long terme de l'économie européenne, que nous avons publié le 25 mars dernier² et qui ouvre une consultation sur quatre champs de discussion.

Premièrement, la capacité des institutions financières à canaliser l'épargne vers les projets d'investissement à long terme.

Nous devons rechercher le meilleur équilibre possible entre les exigences prudentielles et les incitations à l'investissement tout en étant conscients que les banques, qui ont fait dans le passé un usage excessif de l'effet de levier et de la transformation des échéances, auront sans doute tendance à jouer à l'avenir un rôle moins important dans le prêt à long terme.

Dès lors, nous devons nous demander comment d'autres investisseurs institutionnels, qu'il s'agisse de compagnies d'assurance, de fonds de pension ou de banques de développement nationales ou multilatérales, peuvent compléter l'action des banques dans le processus de financement de l'économie à long terme. La présence de règles prudentielles équilibrées a ici un rôle important à jouer, tout comme les compétences et techniques de gestion des risques et la disponibilité des véhicules d'investissement appropriés.

Deuxième champ de réflexion : l'efficacité et l'efficience des marchés financiers dans la mise à disposition d'instruments de financement à long terme.

En Europe, les marchés des obligations de sociétés, mais aussi les marchés actions et de titrisation restent relativement sous-développés par rapport à d'autres économies. Quant au financement non bancaire, il demeure largement inaccessible aux PME.

Notre proposition de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) vise, entre autres, à renforcer les

2. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2013:0150:FIN:FR:HTML>

marchés de capitaux et à améliorer les exigences de réduction des activités de négociation à court terme et spéculatives.

Pour aller au-delà, nous devons réfléchir à d'autres façons de développer en Europe les marchés obligataires comme un complément aux prêts bancaires. Nous devons aussi nous demander comment relancer le marché de la titrisation, en particulier pour les prêts aux PME. Nous devons enfin étudier les moyens de résorber notre déficit de financement par capitaux propres, ce qui prendra du temps et exige des régulations publiques qu'elles influent le moins possible sur le choix des agents privés entre financement par actions et financement par la dette.

Troisième champ de réflexion: les facteurs transversaux favorisant l'épargne et le financement à long terme.

La question de la disponibilité au niveau européen de véhicules spécifiques pour mobiliser davantage l'épargne à long terme se pose, mais elle n'est pas exclusive. La réflexion doit aussi notamment porter sur la structure et le niveau de la fiscalité, l'impact des normes comptables et des règles de gouvernance d'entreprise et la garantie que les notations de crédit ne soient pas limitées à un horizon annuel ou trop court.

Enfin, nous devons faciliter l'accès des PME aux financements bancaires et non bancaires.

Dans le cadre de CRD 4, nous avons calibré notre proposition de manière à ce que le renforcement des exigences de fonds propres se concentre sur les activités les plus risquées et ne se traduise pas par une restriction du crédit aux PME.

Le Parlement européen et le Conseil ont également trouvé récemment un accord sur les fonds européens de capital-risque et les fonds européens d'entrepreneuriat social, qui permettra à ces acteurs de lever du capital auprès d'investisseurs situés dans toute l'Europe, sur la base d'un enregistrement unique réalisé dans leur pays d'établissement.

Nous devons aller plus loin, et réfléchir à de nouvelles idées, comme la création de marchés spécifiques aux PME et d'un régime

comptable spécifique pour les PME cotées, le développement de nouveaux instruments de titrisation ou encore l'encouragement au *crowd-funding*.

Sur tous ces sujets et bien d'autres, la consultation est ouverte jusqu'au 25 juin. Des réponses apportées dépendra en partie notre capacité collective à promouvoir l'investissement à long terme et à faire en sorte que le retour de la stabilité financière s'accompagne d'un retour de la croissance durable.

Achévé de rédiger le 7 mai 2013.



NOUVELLES APPROCHES

Michel PÉBEREAU

Président d'honneur
BNP Paribas

RAPPORT PÉBEREAU : 7 ANS APRÈS

C'est à la fin de 2005 qu'a été publié le rapport de la Commission que j'avais présidée à la demande de Thierry Breton, le ministre de l'Économie et des Finances, pour étudier le problème de notre dette publique. Les vingt personnalités que j'avais rassemblées étaient d'origines, de compétences et de sensibilités très diverses. Elles ont été unanimes à approuver les analyses et les recommandations de ce rapport et le choix de son titre : « Rompre avec la facilité de la dette publique ». La Documentation française avait entouré son édition d'un bandeau avec une citation du journal *Les Échos* : « Personne ne pourra plus dire qu'il ne savait pas. »

Sept ans après, analyses et conclusions du rapport sont malheureusement plus que jamais d'actualité. La résorption de nos déficits publics est devenue une nécessité vitale. C'est bien la réduction des dépenses publiques qui doit l'assurer.

I. La résorption de nos déficits publics est une nécessité vitale

La crise financière mondiale de 2008-2009 a démontré le bien-fondé des analyses du rapport. Pour éviter que la crise de confiance née de la faillite de Lehman Brothers ne provoque une trop profonde récession, la France, comme les autres pays avancés, a dû substituer une demande publique à la demande privée défaillante et augmenter ses déficits budgétaires. Le niveau de notre dette publique, après trente ans de politiques de facilité,

était préoccupant. Il est devenu très inquiétant. La situation de nos finances publiques n'est plus seulement un handicap pour nos ambitions de croissance et de solidarité ; elle est devenue une menace pour notre souveraineté.

1) La dette publique est désormais d'un niveau très inquiétant

Depuis 1981, nos administrations publiques ont été sans interruption en déficit. La dette publique est passée de 20 % de notre PIB en 1981 à 35 % en 1990, 58 % en 2000, 66 % en 2005, et 90 % en 2012. Elle dépasse 1800 milliards d'euros et représente 64000 euros par ménage. Malgré la baisse de leur taux ces dernières années, les intérêts payés mobilisent 13 % du budget et sont le deuxième poste de dépense de l'État. Les déficits résultent du niveau extraordinaire des dépenses publiques : avec 56 % du PIB, la France était en 2011 au deuxième rang des pays de l'OCDE (derrière le Danemark) ; dix points au-dessus de l'Allemagne (46 %), 7 points au-delà des moyennes de l'Union européenne et de la zone euro (49,1 %). Et ces dépenses devraient atteindre 56,3 % du PIB en 2012 et 2013. C'est là la conséquence de politiques de facilité. Notre pays n'a pas cessé de considérer l'augmentation de l'endettement comme une ressource à part entière pour financer des dépenses publiques qui ne sont pas vraiment maîtrisées.

La situation est d'autant plus inquiétante qu'à cette dette s'ajoutent d'autres engagements irrévocables de l'État : en particulier les droits à pension des fonctionnaires (et personnels assimilés), dont la Commission avait souligné l'importance en 2005. La Cour des comptes les évalue aujourd'hui comme engagements hors bilan, en termes actualisés, à un niveau sensiblement aggravé (de plus de 300 milliards par rapport aux évaluations d'alors : entre 1260 et 1350 milliards d'euros, avec un besoin de financement de 740 à 840 milliards d'euros si l'on suppose la stabilité des effectifs des cotisants. Ce besoin vient encore alourdir le passif d'un bilan de l'État déjà déséquilibré.

2) Cette situation est un handicap pour nos ambitions de croissance et de solidarité

Nos performances en matière de croissance, et surtout d'emploi, sont toujours très inférieures à celles des pays performants et à nos attentes. Le chômage frappe en moyenne 10 % de notre

population active depuis 1982. Le vieillissement de notre population affecte les perspectives de la croissance de notre économie, et de nos régimes sociaux.

Nos échanges extérieurs sont déséquilibrés. Notre balance des paiements courants, qui était excédentaire, est devenue déficitaire en 2005. Son déficit a atteint 2,2 % du PIB en 2012. C'est que l'épargne nette des agents privés ne suffit plus à couvrir les déficits publics. Notre pays dépense plus qu'il ne produit. Il vit au-dessus de ses moyens. Ce sont nos administrations publiques qui en sont les principales responsables.

Pour limiter les déficits publics, notre économie subit un niveau élevé de prélèvements obligatoires¹ : 45,6 % du PIB en 2011, contre 38,6 % pour l'Allemagne et l'Union européenne en moyenne et 40,5 % pour la moyenne de la zone euro. Cela se traduit par des niveaux de taxation des personnes et des entreprises, du capital et du travail, qui handicapent la compétitivité de notre territoire, et qui risquent de décourager l'activité. On vient de le voir avec le choc fiscal qu'ont provoqué les hausses de prélèvements décidées pour essayer de limiter le déficit public à 3 % du PIB en 2013.

Cette situation est d'autant plus inquiétante que la dette accumulée n'a pas financé un effort structuré en faveur des dépenses les plus utiles à la croissance et à la préparation de l'avenir. Très rares sont les dépenses nouvelles pour l'innovation, comme le crédit d'impôt recherche ou l'emprunt de 35 milliards d'euros pour les investissements d'avenir. La dette a été utilisée pour financer les dépenses courantes de l'État et pour reporter sur les générations futures une part croissante de nos propres dépenses sociales, alors que cela devrait être exclu par principe. De ce fait, les administrations publiques s'appauvrissent en s'endettant : la situation nette de l'État est négative de plus de 800 milliards d'euros fin 2011, sans même tenir compte des engagements de retraite.

La remise en ordre de nos finances publiques est indispensable pour restaurer la compétitivité de notre territoire national et une véritable capacité d'action publique.

1. Recettes totales provenant des impôts et cotisations sociales après déduction des montants notifiés mais non susceptibles d'être perçus.

Source : comptabilité nationale.

3) La situation de nos finances publiques est devenue une menace pour notre souveraineté

Notre dette publique a longtemps été détenue pour l'essentiel par les Français, du temps du franc et de ses dévaluations. Elle est désormais largement souscrite par des investisseurs étrangers (70,6 % en 2010, et 63 % en 2012). L'introduction de l'euro a permis, en mondialisant son marché, de limiter son coût.

Mais c'est là un facteur de fragilité. La crise des dettes souveraines de la zone euro a en effet modifié les comportements des investisseurs. Jusqu'alors, ces dettes étaient considérées comme ne comportant guère de risque par les régulateurs bancaires et les agences de notation, et l'appartenance à la zone euro semblait exclure tout risque de défaut. La crise grecque a finalement coûté une perte de 71 % de la valeur nette de leurs créances aux investisseurs privés. Ceux-ci et les agences de notation considèrent désormais les dettes des États de la zone comme celles des entreprises : leur prime de risque dépend des objectifs et des résultats de leur gestion économique et financière, et peut connaître des hausses brutales qui affectent les nouvelles émissions et la valeur des dettes du passé sur leur marché secondaire.

Pour garder la confiance des investisseurs, notre pays doit maîtriser ses déficits publics. Il l'a bien compris. Dès mai 2010, il s'est engagé dans un programme qu'il a scrupuleusement respecté deux ans : le déficit a été ramené à 7,1 % en 2010 (pour 7,5 % annoncés), 5,2 % en 2011 (pour 5,5 % prévus), et il a, en revanche, finalement dérapé à 4,8 % en 2012 (pour 4,5 % annoncés). L'objectif de 3 % pour 2013 a été confirmé après l'élection présidentielle, et un échéancier aboutissant à l'équilibre en 2017 a été présenté. La France a en outre ratifié le Traité européen instaurant la règle d'or limitant les déficits structurels à 0,5 % du PIB. Tout cela explique que la dette française reste aujourd'hui considérée comme un bon risque par les investisseurs. Pour préserver cette situation, il faut tenir nos objectifs : tout dérapage en 2013 devrait être convenu avec les autorités européennes, et compensé par des réformes structurelles. L'enjeu est considérable : pour une dette de 90 % du PIB, 100 points de base de prime de risque de plus pour le taux d'intérêt, c'est à terme une dépense publique annuelle supplémentaire de 0,9 % du PIB. La défiance des investisseurs peut provoquer des hausses de 200

à 300 points de base des primes. Les expériences de l'Espagne et de l'Italie l'ont montré.

Ce qui est en cause, c'est notre souveraineté. Les pays de la zone euro qui ont perdu la confiance des investisseurs ont dû engager des programmes de redressement drastiques convenus avec les autorités européennes, voire avec le FMI. Pour l'éviter, il faut que les investisseurs restent convaincus que nous voulons et que nous pouvons maîtriser nos déficits.

II. La réduction de la dépense est la clé du succès et tous les acteurs publics doivent y contribuer

Le diagnostic de la Commission sur la dette reste d'actualité: le recours à l'endettement est venu compenser une gestion insuffisamment rigoureuse des dépenses publiques. Les lourdeurs et incohérences de notre appareil administratif, malgré les efforts récents d'amélioration, en sont une première explication. Mais ce sont toujours nos pratiques publiques et collectives, notamment notre préférence pour la dépense, qui expliquent la gravité de notre situation financière, aujourd'hui comme en 2005.

Maîtriser nos dépenses publiques et mieux les orienter doit être l'objectif des cinq prochaines années. Le gouvernement a annoncé qu'il fallait les ramener à 53 % du PIB. Il faut pour cela procéder à un réexamen intégral de l'efficacité des dépenses, auquel toutes les administrations publiques doivent participer.

1) L'État doit donner l'exemple en tirant profit des expériences des dernières années

Fin 2011, l'État était redevable d'une dette représentant à elle seule plus des deux tiers du PIB. Ses comptes sont en déficit continu depuis 1975, et leur déficit atteint 16 % des dépenses en 2013.

La Revue générale des politiques publiques (RGPP) lancée en 2007 a été une expérience féconde. Certes, un rapport administratif récent a critiqué la recherche d'économies rapides, l'absence de concertation avec les fonctionnaires et les usagers,

des faiblesses de communication. Mais il n'a pas contesté que la RGPP avait réalisé des réformes d'ampleur : restructurations d'administrations centrales et locales et d'opérateurs, amélioration de leur efficacité, simplifications et dématérialisations appréciées des usagers. L'impact est réel : 12 milliards d'euros d'économies, et une réduction sans précédent des effectifs de fonctionnaires de l'État (150 000 de 2008 à 2012). Dans un rapport de 250 pages intitulé « Une perspective internationale sur la RGPP », l'OCDE a estimé en mars 2012 que celle-ci constitue « une avancée importante dans la modernisation de l'État », a enclenché « la recherche systématique d'une meilleure efficacité de l'administration » et « favorisé une culture de l'innovation pour améliorer les services rendus aux citoyens tout en mettant la pression sur les coûts ».

La création du Comité interministériel pour la modernisation de l'action publique peut permettre d'accélérer l'effort, en corrigeant les insuffisances relevées et en utilisant l'expérience acquise par les équipes de fonctionnaires qui se sont mobilisées, et leurs conseils extérieurs. Trois orientations ont été fixées en décembre dernier : simplification de l'action, accélération de la transition numérique et évaluation de toutes les politiques publiques. Quarante chantiers ont été ouverts. Le premier ministre l'a affirmé : « Les Français attendent que les acteurs publics maîtrisent la dépense publique, dépensent mieux et plus efficacement. »

2) Nos régimes de protection sociale doivent être rapidement rééquilibrés

Tous les Français sont très attachés à notre système de protection sociale, qui est un élément essentiel de notre cohésion nationale. Il a vocation à être chaque année financé par des recettes définitives. Or tous les régimes se sont déséquilibrés. Une dette s'est constituée. Très limitée en 1988 (0,9 % du PIB), elle est passée à 3,6 % en 1998, 6,2 % en 2008 et 10,3 % du PIB en 2011 (205 milliards d'euros). C'est une situation inacceptable : elle fragilise notre système de protection sociale et cet endettement est inquiétant d'un point de vue transgénérationnel.

Les coûts de gestion devraient pouvoir être très significativement réduits. Les progrès de l'informatique et de l'organisation ont en effet permis de grands progrès de productivité dans tous les

services administratifs du secteur privé. Les efforts engagés à ce titre devraient être accélérés. Mais cela ne suffit pas. Comme l'avait indiqué la Commission sur la dette, des réformes profondes des régimes sont nécessaires, pour aboutir à l'équilibre de leurs comptes.

Tel est le cas d'abord pour l'assurance maladie, qui s'est installée, depuis les années 1990, dans un déficit quasi permanent du fait d'une progression de ses dépenses plus rapide que celle de ses recettes. Des efforts ont été réalisés : les objectifs nationaux de dépenses fixés chaque année par le Parlement (ONDAM) sont respectés depuis 2010, mais avec un déficit qui est encore de 8,7 milliards d'euros en 2011. Il est indispensable que ces objectifs assurent désormais l'équilibre de l'assurance maladie. C'est possible. Un rapport des inspections générales compétentes vient de proposer des mesures structurelles l'assurant pour 2017. Il est particulièrement inéquitable pour les générations à venir, et contraire au bon sens, que les dépenses de tous les jours que sont les dépenses de santé soient financées par la dette. Financerions-nous par la dette nos dépenses d'alimentation ?

En ce qui concerne les régimes de retraite, la situation est plus préoccupante encore. Ces régimes reposent pour l'essentiel sur le principe de la répartition, c'est-à-dire de la solidarité entre générations : les cotisations payées chaque année par les actifs doivent financer les pensions des retraités. Mais le rapport entre le nombre de personnes actives et celui des personnes inactives de 60 ans et plus ne cesse de diminuer : de 2,1 en 2010, il baissera encore à 1,5 en 2060. Le Conseil d'orientation des retraites (COR) estime qu'à conditions inchangées le besoin de financement annuel du système passerait de 0,7 % à 1,1 % du PIB entre 2011 et 2017, et que sa dette cumulée atteindrait 8,3 % du PIB en 2020, et ne cesserait de s'accroître rapidement ensuite.

La réforme de nos régimes de retraite est donc urgente. Tout financement par emprunt reporte sur les actifs et les retraités de l'avenir une partie de la charge qui incombe aux actifs et aux retraités actuels, rompant le pacte intergénérationnel. Pour rééquilibrer le système, on ne peut à l'évidence pas beaucoup compter sur l'augmentation des cotisations, qui pèse sur le revenu net des actifs et/ou sur le coût du travail, ni sur la réduction des pensions des retraités. Compte tenu de l'allongement de la durée

de vie, il faudra rapidement relever l'âge du départ à la retraite et le nombre d'années d'activité assurant l'acquisition de droits complets. C'est ce qu'ont fait nos voisins européens.

En ce qui concerne l'assurance chômage, la détérioration du marché du travail l'a installée depuis 2001 dans des déficits qui ont porté son endettement à 13,7 milliards d'euros en 2012. Un déficit record de 4,9 milliards d'euros est prévu pour 2013. Il est traditionnel que le système soit déficitaire en bas de cycle. Mais le rééquilibrage de haut de cycle n'avait permis de réduire la dette en 2008 qu'à 5 milliards d'euros. Une révision des conditions du régime est inévitable. Le régime des prestations familiales, traditionnellement excédentaire, connaît lui-même à son tour des déficits. C'est bien l'ensemble des dépenses de protection sociale qui doit faire l'objet d'un réexamen, afin de rééquilibrer les régimes tout en assurant l'efficacité de chaque dépense en termes de cohésion sociale, comme la Commission de 2005 l'avait recommandé.

3) Les collectivités territoriales ont une contribution importante à apporter

Elles ont en effet une double responsabilité. Elles contribuent elles-mêmes à la dette publique: si la loi leur impose l'équilibre de leur budget de fonctionnement, leurs investissements ont généré une dette publique de 166 milliards d'euros fin 2011, soit 8,3 % du PIB. Et les dépenses de l'État pour elles (55,7 milliards d'euros pour 2013) contribuent au déficit de celui-ci.

Plus encore qu'en 2005, la maîtrise de la dépense des collectivités territoriales est impérative: leurs effectifs sont passés de 1,1 à 1,8 million en trente ans et leurs dépenses de 7,5 % à plus de 11,5 % du PIB. La Cour des comptes estime qu'il faut à la fois s'assurer de l'efficacité de leurs dépenses de fonctionnement et mieux apprécier la pertinence de leurs dépenses d'investissement. Que penser de la prolifération des ronds-points ?

Cela suppose de remettre à plat des structures qui ne cessent de se multiplier, sans que les conséquences en soient systématiquement tirées au niveau des collectivités existantes. Ne peut-on faire l'économie du niveau départemental? Et simplifier les structures des agglomérations, et des intercommunalités ?

Spécialiser chaque niveau de collectivité permettrait d'éviter ainsi des partages de financements trop souvent déresponsabilisants. Sans doute faudrait-il réformer la fiscalité locale de façon que les électeurs aient à payer l'essentiel des dépenses, assurant ainsi un contrôle démocratique de proximité. Et il est rationnel de réduire les concours de l'État et de les redistribuer, comme cela a été engagé.

III. Pour une nouvelle conception de l'action publique

Obnubilés par une volonté de régulation macroéconomique et une interprétation un peu mécanique – quasi hydraulique disent certains – de la pensée keynésienne, certains économistes s'obstinent à opposer croissance et rigueur budgétaire. C'est oublier un peu vite une vérité d'évidence : quand les dépenses publiques représentent 56 % de la production nationale, leur efficacité est un déterminant essentiel de la compétitivité de la production.

L'objectif des vingt préconisations de la Commission sur la dette était non seulement que soient garanties les conditions d'équilibre de l'État et de chacun des régimes sociaux, mais aussi que structures, missions et gestion de chaque administration publique soient revisitées à la lumière d'un objectif d'efficacité de la dépense au moindre coût. C'est cette révision en profondeur de l'action publique qui permettra d'assurer ces équilibres tout en orientant les dépenses vers plus de croissance économique et de cohésion sociale. Il est pour cela nécessaire que la réduction des dépenses inefficaces soit la priorité du gouvernement et du Parlement, et aussi que chaque politique, chaque organisation, chaque administration publique fasse l'objet d'évaluations précises et d'indicateurs de performance.

La recherche d'une plus grande efficacité des dépenses passe aussi par une politique de ressources humaines profondément modernisée. Cela implique la concertation, mais aussi l'organisation de la mobilité et la récompense des progrès et de l'efficacité.

C'est à cette nouvelle conception de l'action publique qu'il faut aujourd'hui, plus que jamais, appeler. Cela implique que nous, les Français, sachions collectivement abandonner notre tendance

à faire d'un surcroît de dépense publique la réponse systématique à tous nos problèmes, y compris nos problèmes de société.

* * *

La conclusion du rapport sur la dette, vieille de sept ans, mérite plus que jamais d'être méditée.

« Chaque fois qu'un problème nouveau s'est présenté à lui depuis vingt-cinq ans [trente ans désormais], notre pays y a répondu par une dépense supplémentaire, sans remettre en cause la routine des dépenses engagées précédemment sur d'autres sujets, en reportant sans cesse les adaptations de ses systèmes de solidarité rendues nécessaires par la démographie. Des exceptions existent, mais elles sont rares.

La « culture de la dépense » s'est ainsi substituée à la recherche d'une efficacité en profondeur et à la fixation d'objectifs en termes d'utilité pour les citoyens et pour l'économie. Ce faisant, la France a peu à peu accumulé les déficits publics, sans parvenir à résoudre les problèmes du chômage et de la pauvreté. Elle s'est endettée dans des conditions qui restreignent ses marges de manœuvre pour la régulation conjoncturelle, et qui hypothèquent son avenir à moyen terme.

Poursuivre sur cette tendance conduirait à une paralysie durable de l'action publique et mettrait à rude épreuve nos ambitions de croissance et de solidarité dans les années qui viennent.

Mais ce n'est pas une fatalité. En faisant le choix d'une analyse lucide et d'une méthode rationnelle, il est possible de rendre à l'action publique son efficacité, au service de la croissance et de l'emploi, et de construire pour notre pays l'avenir qu'il mérite.

Nous n'avons aucune raison d'aborder ce sujet de manière angoissée ou complexée : plusieurs autres pays, notamment en Europe, sont confrontés à des problématiques similaires. Notre pays a de bonnes chances de se remettre dans un cercle vertueux de croissance et de prospérité partagée, à condition que la société française prenne collectivement conscience de l'urgence de la situation.

Un effort de tous est indispensable : l'État, les collectivités territoriales et les organismes sociaux doivent ensemble se mobiliser. Mais rien ne serait possible sans l'adhésion des partenaires sociaux, des entreprises, du monde associatif, des médias et de tous les Français. Ce sont nos habitudes collectives qu'il nous faut changer.

L'enclenchement rapide d'une dynamique de désendettement et l'amélioration volontariste de l'efficacité de l'appareil administratif sont indispensables. Des pays qui partagent nos ambitions de modernité et nos valeurs de solidarité ont déjà entrepris de telles réformes avec succès : la Suède, le Canada, la Finlande « et désormais l'Allemagne ».

« Rompre avec des routines destructrices pour relever les défis du futur et préserver le modèle de société dynamique, fraternel et généreux auquel aspirent les Français : tel est l'enjeu décisif de la gestion des finances publiques dans les prochaines années. »

Achévé de rédiger le 22 mars 2013.



Ambroise FAYOLLE

Directeur général
Agence France Trésor

LA GESTION DE LA DETTE DE L'ÉTAT ? UNE MISSION DE L'AGENCE FRANCE TRÉSOR

L'Agence France Trésor (AFT) a pour mission de gérer la dette et la trésorerie de l'État au mieux des intérêts du contribuable et dans les meilleures conditions de sécurité. Chaque année, elle détermine le programme d'émissions de dette à moyen et long terme (OAT et BTAN) qui sert à couvrir les amortissements de dette à moyen et long terme ainsi que le déficit prévisionnel du gouvernement français. La poursuite par la France de l'assainissement de ses finances publiques a permis de réduire en 2012 le montant des émissions obligataires (nettes des rachats) à 178 milliards d'euros, après 184 milliards en 2011 et un pic de 188 milliards en 2010. Les conditions de financement ont été exceptionnelles, le taux moyen pondéré sur les émissions à moyen et long terme (deux ans et plus) ayant atteint un plancher record de 1,86 % en 2012, contre 2,53 % en 2010, 2,80 % en 2011 et une moyenne historique de 4,15 % sur la période 1998-2007. À court terme (un an et moins), ce coût de financement s'est établi à un plus bas record de 0,08 %, à comparer à 0,45 % en 2010, 0,81 % en 2011 et une moyenne de 3,10 % sur la période 1998-2007. Les taux sont même devenus négatifs sur les maturités à 3, 6 et 12 mois entre l'été et la fin 2012. Ce mouvement de détente exceptionnelle des taux a permis d'enregistrer une baisse importante de la charge de la dette par rapport à la loi

de finances initiale (46,3 milliards d'euros contre 48,8 milliards prévus).

Ces conditions de financement ont été obtenues dans un contexte de marché en zone euro apaisé par la politique de taux de la Banque centrale européenne et ses mesures d'injection de liquidités dans le système bancaire européen, ou encore l'annonce de son nouveau programme de rachat de dette souveraine (OMT). L'environnement a donc été celui d'une détente des taux, en particulier pour les pays « cœur » en zone euro qui ont atteint des niveaux historiquement bas, voire négatifs sur les maturités les plus courtes.

Au total, le scénario de contagion du risque bancaire au risque souverain et celui de l'éclatement de la zone euro ont été écartés en 2012 tant les décisions du Conseil européen ont été fortes. Celles-ci ont donné lieu à des avancées majeures dans la gestion de la crise notamment en matière de stabilité financière en zone euro, entre autres, avec le pacte de croissance de 120 milliards d'euros (1 % du PIB de l'Union européenne) pour soutenir la croissance de l'emploi, l'entrée en vigueur du mécanisme européen de stabilité (MES) doté d'une capacité de prêt de 500 milliards d'euros, et une feuille de route ambitieuse vers un approfondissement de l'Union économique et monétaire à la suite du projet d'union bancaire et celui de cadres intégrés en matière budgétaire et de politiques économiques.

Pour la France, l'année 2012 a vu de nombreuses décisions structurantes se mettre en place, qui ont constitué autant de facteurs de nature à attirer les investisseurs : un cadre assaini pour les finances publiques françaises et des mesures pour soutenir la croissance. Sur ce dernier point, le premier ministre a présenté début novembre le Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi, qui s'inspire des travaux de Louis Gallois et vise à relancer l'économie française au travers des nombreuses mesures, dont la mise en place d'un crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) qui allégera le coût du travail de 20 milliards d'euros avec une montée en charge sur deux ans et renforcera la compétitivité. La mise en place du CICE réduira les coûts salariaux dans l'industrie en France entre 4 et 6 %. Dans le cadre de la réforme du marché du travail visant à rendre plus flexibles et compétitives les entreprises françaises

et réduire sa caractéristique de dualité (CDD/CDI), les partenaires sociaux ont conclu un accord sur la «sécurisation de l'emploi», qui a été signé le 11 janvier 2013 et voté par le Parlement le 14 mai 2013.

Les niveaux historiquement bas atteints par les taux français en 2012 puis en 2013 sont une preuve que la signature de la France, ses efforts d'ajustement budgétaire structurel en conformité avec ses engagements européens, sa politique visant à redynamiser la compétitivité, la croissance et l'emploi, sa stratégie d'émissions de dette assise sur une base d'investisseurs diversifiée et stable inspirent confiance aux investisseurs.

La dynamique de taux bas est également soutenue par la qualité du marché de la dette française, qui reste l'un des plus sûrs et des plus liquides du monde. L'AFT prépare minutieusement ses émissions de dette avec ses partenaires, les banques spécialistes en valeurs du Trésor (SVT), françaises ou issues d'autres pays d'Europe, d'Amérique et d'Asie. Elle cherche également en permanence à assurer la crédibilité de la signature française auprès des investisseurs. L'AFT a continué de rencontrer de manière très régulière des investisseurs afin de leur communiquer tous les éléments d'information nécessaires sur l'économie française, sur les finances publiques et sur la stratégie de financement. En 2012, elle a eu des entretiens avec plus de 180 investisseurs en France et à l'étranger, et a participé à de nombreux séminaires ou panels. Un effort de communication indispensable sur les politiques publiques engagées dans notre pays, et qui contribue à la perception favorable dont la France bénéficie auprès des investisseurs. L'année 2012 a été également marquée par plusieurs événements, dont la «resélection» des 20 banques spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pour la période 2012-2015, et la transcription en droit français des clauses d'action collectives (CAC) pour les nouvelles obligations émises à compter de 2013. Ce dispositif juridique totalement harmonisé en zone euro a été élaboré par le sous-comité des gestionnaires de dette. Un pas de plus vers la convergence financière des marchés financiers en zone euro. Pour 2013, le montant des émissions baissera encore à 169 milliards d'euros suite à la poursuite de la réduction du déficit.

Le mouvement de détente des taux français s'est poursuivi depuis le début de l'année 2013. Ces conditions de financement

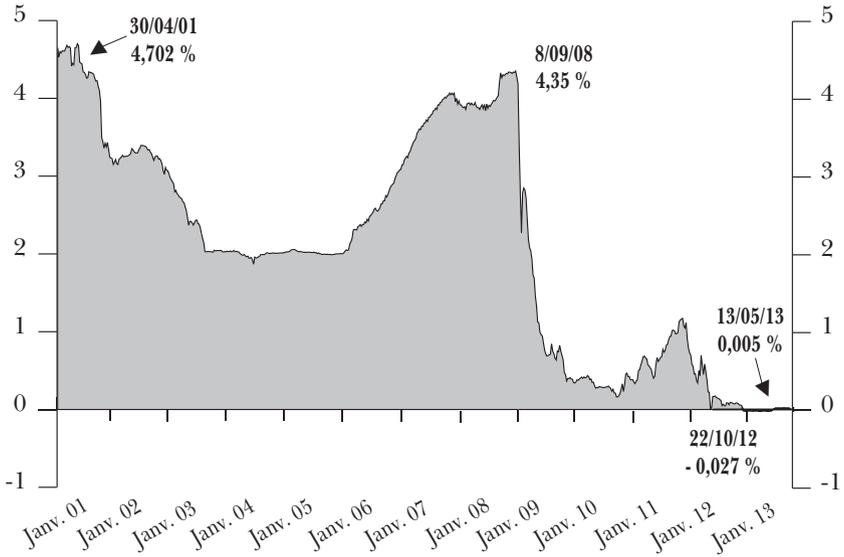
extrêmement favorables ont permis à l'agence de créer plusieurs nouvelles lignes de référence avec des coupons historiquement bas. L'AFT a ainsi lancé une nouvelle ligne de référence à 2 ans, l'OAT 0,25 % 25 novembre 2015, à 5 ans, l'OAT 1,00 % 25 mai 2018, à 10 ans, l'OAT 1,75 % 25 mai 2023. Fin mars, la France a également inauguré avec succès une nouvelle émission obligatoire de maturité 30 ans, l'OAT 3,25 % 25 mai 2045 pour un montant de 4,5 milliards d'euros. La France peut au travers de cette émission remboursable dans un horizon très lointain minimiser la charge d'intérêt grâce à un coupon de 3,25 % qui est le plus bas jamais offert aux investisseurs pour une telle maturité de 30 ans. La demande totale, qui a atteint un montant proche de 8 milliards, est venue d'une large variété d'investisseurs institutionnels venant pour l'essentiel d'Europe, notamment les fonds de pension et les assureurs, qui manifestent ainsi leur confiance dans la France et la zone euro.

Sur la dette à 10 ans, un nouveau seuil a été franchi d'abord avec un taux à l'émission passant pour la première fois sous la barre des 2 % à 1,94 % en avril, puis à 1,81 % début mai. Les taux à 10 ans sur le marché secondaire ont même touché un plus bas historique de 1,66 % en avril.

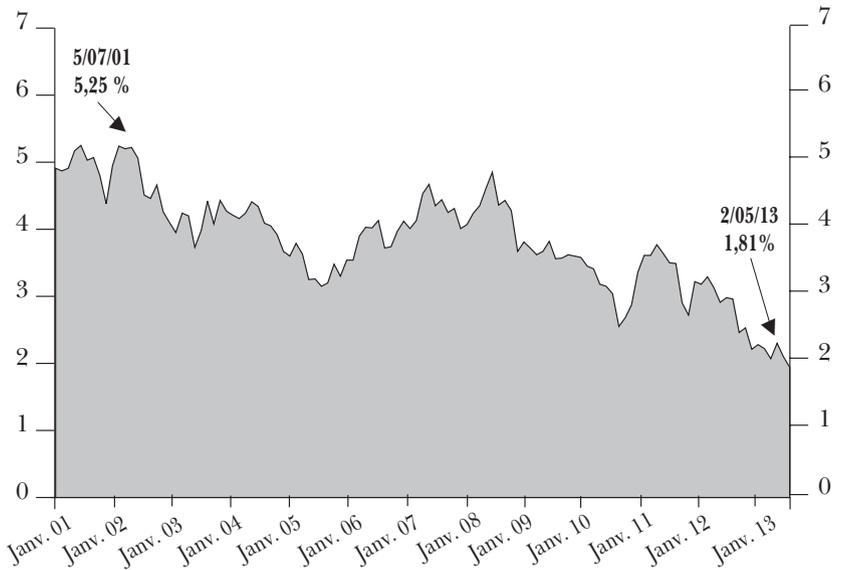
En matière d'obligations indexées sur l'inflation, le programme prévoit notamment que les émissions, tant sur l'inflation française qu'européenne, représenteront environ 10 % des émissions nettes à moyen et long terme. L'agence a déjà lancé en février une nouvelle obligation de référence à 10 ans indexée sur l'inflation européenne, l'OAT€i 0,25 % 25 juillet 2024. Dans un souci de simplification, les nouveaux titres de références créés sur le moyen terme (de maturité à 2 ans et 5 ans) cette année seront désormais émis sous la forme d'obligations assimilables du Trésor (OAT), comme pour les titres de long terme (10 ans et plus). La dénomination spécifique de BTAN (pour bon du Trésor à intérêts annuels) pour les titres de moyen terme n'a en effet plus l'utilité qu'elle avait à l'origine. Les souches de BTAN existantes continueront à être abondées et leur liquidité sera ainsi assurée.

Achévé de rédiger le 16 mai 2013.

Coût moyen de financement sur les BTF à 3 mois depuis 2001



Coût de financement moyen sur les OAT à 10 ans depuis 2001



Anne BOSCHE-LENOIR

Directrice générale adjointe en charge
des finances de l'audit et du contrôle de gestion¹
Région Île de France

LES ENJEUX DU FINANCEMENT DES COLLECTIVITÉS TERRITORIALES

Depuis 2008 et le début de la crise financière, les collectivités locales ont dû faire face à une multitude d'aléas qui ont fragilisé les grands équilibres des finances locales. Les systèmes de financement des collectivités locales ont été profondément affectés par l'instabilité financière, et la contagion de la crise aux dettes souveraines et à l'activité économique a exercé une contrainte forte sur les budgets locaux au sein de l'Union européenne. Fait significatif, le mouvement de croissance de la quasi-totalité des budgets locaux observé en Europe au cours des années 2000 a été interrompu². Si au début de la crise, des transferts de fonds publics et des décisions fiscales locales ont pu assurer un rôle tampon, par la suite la sensibilité des budgets locaux à la crise a été plus hétérogène, avec en moyenne le constat partagé³ d'une réduction des pouvoirs de décisions des gouvernements locaux en matière de fiscalité. Ainsi une récente étude de l'OCDE a montré que les conséquences financières d'une récession se matérialisaient dans les comptes locaux avec retard, à mesure que l'État cherche à reconstruire la soutenabilité des trajectoires de dette publique.

1. Fonction exercée jusqu'au 1^{er} avril 2013.

2. « Local government in critical times : policies for crisis, recovery and a sustainable future » - Rapport 2011 préparé par le Comité européen de la démocratie régionale et locale en collaboration avec le Conseil des municipalités et régions européennes.

3. Article 14 des « Key Guidelines » - 3 et 4 novembre 2011.

Dans le cas de la France, l'environnement financier des collectivités a été particulièrement mouvementé, avec une réforme fiscale d'envergure modifiant la répartition des impôts des collectivités et se traduisant par la perte de la quasi-totalité du pouvoir de taux pour les régions, avec un gel en valeur des dotations de l'État qui pèse sur les finances locales, et du côté du financement externe, avec un désengagement durable des banques et la chute de Dexia, l'établissement spécialisé dans le financement des collectivités locales. Ainsi, le niveau de l'investissement des collectivités locales, qui représente 70 % de l'investissement public en France, a chuté en 2010, année de rupture, et depuis la dynamique de croissance de l'investissement est inférieure à celle précédant la crise. L'intervention de l'État aura été nécessaire afin d'éviter le pire : mise en place d'enveloppes exceptionnelles de prêts aux collectivités en 2008, 2011 et 2012, recapitalisations successives de Dexia, pour un coût de 6,5 milliards d'euros⁴ qui ne sera pas remboursé, et création d'une nouvelle structure publique de financement local en remplacement de Dexia CL, désormais structure de défaisance.

Il est proposé dans un premier temps de revenir sur les difficultés que rencontrent les collectivités locales en matière de financement depuis le début de la crise, et sur les réponses qui ont été apportées en France. Il apparaît que le nouvel environnement du secteur des financements locaux devrait conduire à un coût moyen du crédit relativement élevé, en conséquence de la crise, des nouvelles réglementations, et d'une réduction de la concurrence (partie A). Pour y répondre, le recours accru aux marchés financiers, constaté en 2012, apparaît comme une solution encourageante. Mais cette approche nécessite de renforcer les relations entre les collectivités locales et les investisseurs institutionnels, pour inscrire ce financement dans la durée (partie B).

A) Un accès au financement plus difficile pour les collectivités locales dans leur ensemble

La dynamique de la crise financière est connue : une défiance sans précédent sur le risque bancaire a créé un assèchement de

4. « Rapport n°707 sur le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires », Karinne Berger, 2013.

la liquidité disponible sur les marchés interbancaires, qui a gelé la capacité de refinancement de banques ne pouvant dès lors plus faire face à leurs engagements. La recapitalisation par fonds publics et la restructuration des bilans bancaires a déplacé la crise aux États et à l'économie réelle, entraînant une série de dynamiques baissières.

Loin d'être épargnées, les collectivités locales des grands pays de la zone euro ont dû faire face à des dysfonctionnements d'ampleur dans leurs modèles de financement (§1). En France, les réponses nécessaires apportées par l'État ont abouti en 2013 à l'arrivée d'une nouvelle structure publique de financement local en remplacement de Dexia, ainsi qu'à un encadrement plus strict de l'emprunt pour toutes les collectivités (§2). Si, avec ce nouveau schéma, 60 % des besoins d'emprunt des collectivités (y compris centres hospitaliers universitaires) peuvent potentiellement être couverts par des fonds publics, l'absence d'une véritable concurrence pose les limites de ce nouveau modèle de financement, dont le renchérissement du coût moyen du crédit et l'absence de diversité de l'offre (§3).

§1 : Les difficultés du financement local depuis la crise :

Au sein des grands pays de la zone euro, le financement des collectivités locales n'a pas seulement dû faire face à un processus de désengagement des banques en général, mais à un véritable trou d'air du fait de la chute des banques spécialisées dans les collectivités locales. Facteur aggravant, les dérives financières des années 2000 ont contaminé les comptes locaux, illustrant les comportements risqués et les défauts de gestion de certaines collectivités, au détriment de celles qui ont su conserver une gestion saine.

a) Le resserrement du crédit bancaire et le désengagement des banques en général ont directement affecté les collectivités locales captives du crédit bancaire. Ainsi en France, où les crédits bancaires aux collectivités locales représentent autour de 85 % de leur encours de dette, les marges bancaires contre Euribor se sont considérablement élevées, passant de quelques points de base avant la crise, à 60 pdb en 2010, 100 pdb début 2011 et jusqu'à plus de 200 pdb actuellement.

Les marges bancaires élevées aujourd'hui illustrent le désengagement durable des banques du crédit, en lien avec la réglementation Bâle III qui va entraîner une hausse des exigences en liquidité et

en fonds propre dans le cadre de l'activité de crédit bancaire. Les banques vont ainsi mécaniquement supporter des coûts supplémentaires sur le stock de crédit en cours, qui seront probablement reportés sur les nouveaux flux. Ces exigences vont structurellement renchérir le coût du crédit aux collectivités, d'autant plus en France où le prêt bancaire aux collectivités n'est pas associé à des dépôts, les collectivités locales ayant une obligation de dépôt au Trésor public. Par ailleurs, l'incertitude réglementaire est encore forte, incitant les banques à l'attentisme : la déclaration du G20 à Pittsburg de mettre en place la réglementation Bâle III au 1^{er} janvier 2013 n'a pas été tenue, sa transposition en droit européen (directive CRD 4) étant sans cesse reportée et les États-Unis ayant annoncé fin 2012 qu'ils se donnaient plus de temps avant de lancer Bâle III.

b) L'échec du modèle des banques spécialisées dans les collectivités locales a créé un trou d'air dans le financement local.

Divers établissements spécialisés dans le financement local s'étaient lancés dans des processus de diversification et de croissance de bilan dans une logique de recherche du risque, stratégies qui se sont révélées désastreuses.

C'est le cas en France avec la chute de Dexia, acteur privilégié du financement local avec 35 % de l'encours de dette des collectivités locales françaises en 2010. L'établissement a mené une politique de diversification importante, en s'exposant notamment aux crédits immobiliers aux États-Unis. Fragilité supplémentaire en l'absence de dépôts, le modèle de Dexia reposait sur l'hypothèse d'un accès facile et d'ampleur à la liquidité. Lorsque les difficultés sont apparues, le bilan de Dexia était totalement déséquilibré : il s'élevait à plus de 600 milliards d'euros, ce qui représentait plus de 9 fois son encours sur les collectivités françaises (60 à 70 milliards), pour des fonds propres autour de 15 milliards seulement. En Allemagne, les *Landesbank* ont également dû faire face à de lourdes pertes suite aux prises de risque excessives et aux dérapages dans la taille de leurs bilans, encore estimées autour de 1 500 milliards d'euros en 2012. En Espagne, les *cajas* vont disparaître. Caisses d'épargne espagnoles proches des collectivités régionales et agissant comme des banques régionales, elles étaient au cœur de la frénésie immobilière qu'a connue le pays : sept d'entre elles ont fusionné en 2010 à la demande du régulateur au sein de l'établissement Bankia, aboutissant à une concentration de 32 milliards d'euros de crédits impayés début 2011.

c) Facteur aggravant, la crise financière a été le révélateur des risques pris par certaines collectivités, entraînant un déficit d'image pour l'ensemble des collectivités. Ces excès ont pris diverses formes et diverses intensités parmi les grands pays de la zone euro.

En Allemagne et en Espagne, les grandes collectivités ont été les plus concernées. Actionnaires des *Landesbank*, les *Länder* ont à la fois participé à la définition des stratégies risquées mises en œuvre par leurs banques, et ils ont dû recapitaliser leurs banques au moment des difficultés : exemple parmi d'autres, la Bavière a injecté 10 milliards d'euros pour sauver son établissement bancaire BayernLB. Certaines régions espagnoles ont quant à elles privilégié un rythme d'endettement fondé sur le dynamisme constaté de leurs recettes, rythme qui s'est avéré insoutenable avec l'éclatement de la bulle immobilière. Les notations des grandes régions espagnoles ont été dégradées de plusieurs crans depuis la crise. Dernièrement, la banque Monte Paschi, détenue majoritairement par la Ville de Sienne, a subi des pertes massives sur son stock de produits dérivés, de l'ordre de 600 à 700 millions d'euros.

Diverses collectivités locales françaises ont quant à elles contracté des produits toxiques, qui consistaient principalement en des prêts structurés avec des produits dérivés complexes⁵, incluant une haute composante en risque en contrepartie d'un abaissement des charges d'intérêt à court terme. L'encours de dette toxique se situe autour de 14 milliards d'euros selon les dernières estimations⁶, dont plus de la moitié provenant de Dexia, et ce stock représente 8,7 % de l'encours de dette des collectivités en 2011. Le nombre de collectivités concernées est de 1478, soit 3 % des collectivités françaises : ce sont essentiellement des collectivités de petite et moyenne taille qui ont contracté des produits toxiques, illustrant le défaut de connaissance financière et de compréhension de ces produits, faute de capacité d'expertise en interne et l'insuffisance de surveillance des autorités. Au total, l'utilisation des produits toxiques en France

5. Certaines collectivités ont ainsi contracté des produits indexés sur des écarts de devises ou de pentes, sans aucun lien avec la structure de leurs recettes, et surtout avec des effets de levier significatifs qui peuvent potentiellement démultiplier les charges d'intérêt.

6. Publication récente, en mars 2013, du rapport du gouvernement au Parlement de juillet 2012 « Les emprunts structurés des collectivités territoriales (...) ».

a conduit à un déficit d'image pour l'ensemble des collectivités, et les décisions récentes des tribunaux font craindre une hausse de la perception du risque de crédit par les investisseurs et les établissements financiers : ainsi, le Tribunal de grande instance de Nanterre a récemment invalidé un produit dérivé à la demande d'une collectivité pour vice de forme (absence de référence au taux effectif global).

d) Aux yeux des marchés, la corrélation entre risque souverain et risque collectivités est très élevée depuis que la crise s'est propagée aux États. La crise des dettes souveraines en zone euro s'est traduite par un effort d'assainissement des finances des États, dont une partie a en effet été reportée sur les collectivités locales à travers le gel ou la baisse de leurs dotations. En outre, la mise en œuvre nécessaire de plans d'austérité a abouti à de faibles perspectives de croissance, entraînant des recettes moins dynamiques pour les collectivités. Ainsi, les trajectoires des finances locales ont été remises en cause à plusieurs reprises depuis le début de la crise, reflet de leur sensibilité à la crise de la dette souveraine. Les méthodologies des grandes agences de notation, qui empêchent les notes des entités publiques d'être supérieures à celle de leur souverain, ont conforté cette appréciation d'une plus forte corrélation des risques : parmi les collectivités françaises, les deux entités qui étaient notées AAA par Standard & Poor's ont ainsi été dégradées d'un cran suite à l'abaissement de la note française en janvier 2012.

Ce contexte est pénalisant pour les grandes collectivités et autres entités publiques ayant recours aux marchés obligataires, puisque à l'inverse des précédentes périodes de crise, elles semblent avoir perdu au moins temporairement leur statut de valeur refuge. Ainsi à l'automne 2011, le marché obligataire a été fermé plusieurs semaines même pour les grandes collectivités les mieux notées. Toutefois, on ne peut s'empêcher de penser que le risque collectivités est perçu de manière trop négative par les investisseurs : en 2012, de grandes entreprises notées plusieurs crans en dessous des collectivités les mieux notées ont bénéficié de conditions de marge contre OAT inférieures de l'ordre de 20 pdb sur des émissions obligataires comparables.

§2 : En France, l'État a dû mettre en place des outils de substitution pour financer les collectivités françaises et régler le cas Dexia

Les difficultés rencontrées par le système de financement des collectivités ont nécessité des interventions des États. Outre des débloquages urgents de fonds pour répondre aux besoins des collectivités, les recapitalisations des banques et les restructurations nécessaires du secteur s'accompagnent désormais d'un encadrement plus strict du recours à l'emprunt par les collectivités : la loi fondamentale allemande prévoit depuis 2009 que les budgets des *Länder* devront être en équilibre structurel sans recourir à l'emprunt à l'horizon 2020 (articles 109 et 143d), et en Italie les charges d'intérêt des collectivités ne pourront plus être supérieures à 4 % des recettes à l'horizon 2014. En France, un nouvel environnement va border le financement des collectivités locales à compter de 2013, recentré sur les fonds publics et avec un encadrement plus strict de l'emprunt.

a) L'émergence en 2013 d'une nouvelle structure publique française, en remplacement de Dexia, constitue la pierre angulaire du nouveau système de financement local français.

La mise en place de cette structure a pris du temps car, du fait qu'elle intègre le bilan résiduel de DexMA, le véhicule de refinancement de Dexia, sa création était contingente à l'approbation du plan de sauvetage de Dexia par les autorités européennes, finalement validée fin 2012. Dans l'intervalle, les grands établissements de crédit traditionnels français s'étaient engagés à maintenir une certaine activité de crédit aux collectivités, de l'ordre de 10 milliards d'euros en 2012, toutefois insuffisante pour combler les besoins d'emprunt des collectivités françaises estimés autour de 18 milliards d'euros (y compris les centres hospitaliers universitaires). Ainsi en 2011 comme en 2012, l'État a débloqué par l'intermédiaire de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) des enveloppes exceptionnelles de prêt en fin d'année.

Le montage est désormais stabilisé et est organisé autour de la Société du financement local (SFIL), détenue à 75 % par l'État, 20 % CDC, 5 % Banque Postale, et son véhicule de refinancement la Caisse française de financement local (CFFL), avec deux principales fonctions. D'une part, la SFIL assurera le refinancement d'une nouvelle offre de prêts à moyen et long terme aux collectivités

qui sera proposée par la Banque Postale, cette dernière pouvant dès lors choisir de ne pas porter les prêts aux collectivités en fonds propres. L'établissement « Banque Postale Collectivités Locales », co-entreprise détenue à 65 % par la Banque Postale et 35 % par la CDC, va ainsi devenir le guichet principal de l'offre de financement local, en proposant une enveloppe de 5 milliards d'euros ouverte en 2013 refinancée éventuellement par la SFIL auquel s'ajoutera l'offre de la CDC sur fonds d'épargne. D'autre part, les encours restant de l'ex-DexMA, soit plus 90 milliards d'euros dont 46 au secteur local français, dont 16 milliards structurés et près de 10 milliards considérés comme toxiques, seront déplacés au sein du véhicule de refinancement de la SFIL (la CFFL), en vue d'opérer un réaménagement progressif du stock, à commencer par les produits les plus toxiques⁷.

Par ailleurs, l'État propose une montée en charge du financement des projets des collectivités par de grands organismes publics traditionnels : la CDC serait dotée d'une enveloppe de 20 milliards d'euros sur fonds d'épargne pour des financements de projets à long terme des collectivités sur la période 2013-2017, soit 4 milliards par an, et la recapitalisation de la Banque européenne d'investissement (BEI) l'an dernier pourrait se traduire selon les estimations par une enveloppe de 2 milliards aux collectivités françaises cette année.

b) Un encadrement plus strict de l'emprunt a par ailleurs été mis en place par les autorités françaises, essentiellement dans une logique de réponse aux dérives dans l'utilisation des instruments financiers par certaines collectivités.

Une circulaire de 2010⁸ est venue préciser les bonnes pratiques en matière de gouvernance dans la gestion de la dette, notamment au regard de l'utilisation des emprunts structurés. La circulaire a en particulier introduit une classification des risques selon le type

7. À noter que dans ce schéma, l'entité Dexia CL devient une structure de défaisance, avec pour seuls objectifs l'extinction progressive du stock et la restructuration des prêts toxiques. Dexia CL conserve encore 16 milliards d'euros de prêts aux collectivités dont 4,5 milliards structurés et 2,5 milliards toxiques. Une nouvelle enveloppe de 600 millions d'euros lui a été accordée en vue de favoriser la restructuration de certains prêts toxiques.

8. Circulaire du 25 juin 2010 sur les produits financiers offerts aux collectivités locales et à leurs établissements publics, n° NOR/IOCB1015077C.

de structure et d'indexation des instruments financiers, qui permet une meilleure lisibilité sur le contenu en risque des produits, et à laquelle la collectivité peut faire référence dans ses délibérations d'autorisation d'emprunt. Plusieurs établissements bancaires ont également signé une charte de bonne conduite, par laquelle ils s'engagent notamment à ne plus offrir les produits les plus risqués aux collectivités, et à faire référence à la classification des risques précédemment cités. Les règles de la comptabilité locale ont été modifiées par la Commission de normalisation des comptes publics, afin d'intégrer notamment une obligation de provisionnement pour les produits les plus risqués. Enfin, le projet de loi sur la régulation et la séparation des activités bancaires, actuellement en première discussion au Sénat après son adoption au Parlement en première lecture, contient un article qui imposera aux collectivités de se couvrir intégralement contre le risque de change, et de n'utiliser des instruments financiers qu'à des fins de couverture du risque, dont la notion sera précisée par Décret en Conseil d'État.

Si ces évolutions sont apparues nécessaires au regard du comportement de certaines collectivités, il faudra veiller à ce qu'elles soient bien appliquées. En effet, la précédente circulaire de 1992 sur les bonnes pratiques en matière d'emprunt et de gestion de dette des collectivités prévoyait déjà que les collectivités locales ne puissent utiliser les instruments financiers qu'à des fins de couverture du risque, ce qui n'a pas empêché le recours aux produits toxiques. Par ailleurs, on peut regretter qu'un véritable dialogue n'ait pas eu lieu entre les autorités de contrôle et les collectivités qui ont su conserver une gestion saine, dont le retour d'expérience aurait pu être profitable pour parfaire la législation et la réglementation. Il serait souhaitable d'instaurer à cet égard un lieu d'échange informel entre les collectivités locales particulièrement actives dans ce domaine et les autorités de tutelle qui permettrait de nourrir cette réflexion.

§3 : Le nouvel environnement pour le financement des collectivités françaises n'est pas optimal et conduit à un renchérissement du coût moyen du crédit

a) Les besoins des collectivités auront été couverts en 2012 malgré les inquiétudes, et le nouveau contexte semble répondre aux besoins d'emprunt des collectivités pour 2013. En 2012, les

craintes d'une rupture du financement des collectivités locales ne se sont finalement pas matérialisées. Les collectivités auraient emprunté autour de 18 milliards d'euros selon les estimations. Les banques, qui s'étaient engagées à prêter à hauteur de 10 milliards aux collectivités, auraient apporté environ 9 milliards en prêts directs. Par ailleurs, on observe un recours accru aux émissions obligataires par les collectivités en 2012, afin de lever directement des fonds auprès des investisseurs. On compte plus de 30 émissions obligataires de collectivités locales en 2012 contre une dizaine seulement en 2011, pour un montant levé de près de 2,6 milliards d'euros en 2012 contre 750 millions environ constatés en 2011. La CDC a pour sa part accordé 6,3 milliards d'euros de prêts aux collectivités en 2012.

Compte tenu de l'arrivée de la nouvelle structure publique, les besoins d'emprunt des collectivités françaises pour 2013 apparaissent largement couverts. Au regard des estimations actuelles, ils seraient même surcouverts: pour 18 à 19 milliards d'euros de besoins des collectivités estimés pour 2013, on trouverait en réponse 11 milliards d'euros de fonds publics (dont 5 milliards de la Banque Postale, 4 milliards CDC, et 2 milliards de la BEI), 10 milliards d'euros des banques, comme en 2012, et 2,5 milliards de financement obligataire comme en 2012, hypothèse prudente au regard de la dynamique récente.

b) Mais le nouvel environnement n'annonce pas de diminution du coût moyen du crédit du fait d'un manque de diversité de l'offre. Il ne faut en effet pas s'attendre à un accroissement de la concurrence sur l'offre de financement aux collectivités, d'une part car il est trop tôt pour considérer que le recours à l'obligataire constitue une alternative durable et d'ampleur au crédit (cf. partie B), d'autre part car l'appétence des banques pour le crédit collectivités est très limitée notamment du fait du durcissement réglementaire. À l'inverse, les 10 milliards d'euros de prêts bancaires aux collectivités annoncés pourraient ne pas être tenus, les banques étant susceptibles d'être incitées à réduire les montants de prêts du fait de l'arrivée de la Banque Postale. Symboliques de ce manque d'entrain, les conditions financières des prêts bancaires aux collectivités devraient, comme en 2011 et 2012, être au mieux alignées sur celles des enveloppes ouvertes sur fonds publics.

Avec des prêts intermédiés par la sphère publique qui couvriront potentiellement en 2013 autour de 60 % du besoin des collectivités en 2013 (y compris les centres hospitaliers universitaires), et en l'absence de véritable concurrence, le coût moyen du crédit aux collectivités restera proche des conditions de taux offertes par les structures publiques. Or ces conditions risquent d'être élevées pour les collectivités. D'une part, traditionnellement, les conditions financières des prêts de la CDC ont toujours été les mêmes, quelle que soit la collectivité emprunteuse. L'arrivée de la Banque Postale pourrait être l'occasion d'opérer une différenciation dans les conditions financières des prêts selon la qualité des collectivités, mais il est trop tôt pour en juger. D'autre part, le refinancement des nouveaux prêts aux collectivités et la restructuration des prêts toxiques au sein de l'ex-DexMA seront opérés au sein du même véhicule. On peut donc en déduire que les surcoûts relatifs à la restructuration des produits toxiques seront in fine répercutés pour partie dans ceux des nouveaux emprunts offerts aux collectivités. Les nouveaux crédits pourraient ainsi faire l'objet d'un package plus large prévoyant les réaménagements des prêts toxiques.

Par ailleurs, sur le court terme, les solutions sont encore insuffisantes. L'offre en termes de trésorerie a été légèrement dynamisée par la Banque Postale en 2012, qui entend répondre aux besoins de lignes de trésorerie à court terme pour les collectivités en ouvrant une enveloppe de 2 milliards d'euros chaque année, cette fois-ci sur son activité en fonds propres. Toutefois les autres banques sont frileuses sur le court terme, notamment celles qui ont encore des engagements en revolving passés avec des collectivités à des conditions de taux exceptionnelles avant la crise. Beaucoup de collectivités ont désormais lancé des émissions de billets de trésorerie qui offrent actuellement des conditions de taux très avantageuses, toutefois l'attractivité financière est à relativiser. Les notations court terme nécessaires pour émettre des billets de trésorerie exigent en effet une ligne de trésorerie bancaire de même montant pour faire face à toute interruption sur les marchés, ce qui en réduit l'attractivité du fait des coûts d'engagement et de non-utilisation élevés sur ces produits.

Au total, si le nouveau visage du système de financement local semble répondre aux besoins des collectivités françaises en matière d'emprunt, il aboutit à un manque de diversité de l'offre et de concurrence. En conséquence, le renchérissement du coût moyen du crédit et la non-discrimination entre

les collectivités, si elle se poursuit, risque de se faire au détriment des collectivités les plus saines. Potentiellement, la nouvelle structure publique de financement local, ayant à amortir son enveloppe de prêts structurés, devra maintenir des coûts supérieurs à son coût de refinancement. Dans un tel contexte, il est essentiel pour les collectivités locales de trouver de nouvelles sources de financement. Parmi les pistes envisagées, celle qui consiste à s'adresser directement aux investisseurs institutionnels apparaît particulièrement séduisante.

B/ Renforcer les liens avec les investisseurs institutionnels pour desserrer les contraintes sur le financement local

Plusieurs montages ont été proposés en 2012 aux collectivités locales en vue d'un financement par des investisseurs institutionnels (§1). Bien qu'il soit trop tôt pour envisager cette tendance comme un complément durable au crédit, l'approche est encourageante et elle nécessite d'être consolidée, afin de renforcer les relations entre investisseurs institutionnels et collectivités : pour les petites et moyenne collectivités, il s'agit d'examiner dans quelles mesures les propositions actuelles peuvent créer les conditions d'un « market-making » efficace ; pour les grandes collectivités, il est présenté l'exemple de l'investissement socialement responsable pour diversifier et consolider des liens avec les investisseurs (§2). Enfin, d'une façon plus générale, il existe des marges de manœuvre pour inscrire dans la durée le financement des collectivités locales par les investisseurs institutionnels (§3).

§1 : Essayer de se passer des prêts en direct des banques : le recours aux investisseurs institutionnels

a) Le financement des collectivités par émission obligataire a triplé en 2012, à 2,6 milliards d'euros. Jusqu'à présent, seules les grandes collectivités dotées d'une surface financière importante se présentaient sur les marchés pour lever des fonds auprès des investisseurs institutionnels, afin de lever à des conditions financières optimales des montants significatifs de capitaux via des émissions obligataires publiques. Lorsque le crédit était facilement accessible, la mise en place des outils nécessaires aux émissions obligataires⁹

9. Notamment nécessité de publier chaque année une documentation financière réglementée par l'Autorité des marchés financiers et d'être notée par une grande agence de notation.

était souvent considérée comme un frein par d'autres collectivités. Entre 2001 et 2011, elles n'étaient en moyenne que 4 à opérer chaque année sur ces marchés, dont la Région Île-de-France et la Ville de Paris qui étaient présentes de façon récurrente chaque année et qui concentraient à elles seules la majorité des montants levés. Les émissions obligataires de la Région Île-de-France sur le marché de l'euro ont par exemple représenté à elles seules 50 % du volume obligataire émis par les collectivités locales françaises en 2010 et 60 % en 2011.

L'année 2012 aura été différente. La tendance la plus significative a été l'arrivée de collectivités de taille moyenne sur les marchés obligataires, qui ont multiplié les émissions de petits placements privés, placées auprès d'un nombre limité, souvent unique, d'investisseurs: on compte ainsi 16 placements privés de montants inférieurs à 50 millions d'euros en 2012, sur des durées de 10 à 15 ans. Ce mouvement s'est accompagné d'une hausse significative du nombre de collectivités notées (environ +40% en 2012 selon les estimations), et par la mise en place d'au moins une dizaine de programmes EMTN par les collectivités en 2012. Au total, 18 collectivités locales ont émis des obligations en leur nom propre en 2012. Par ailleurs, 44 collectivités se sont regroupées, sans solidarité, pour lancer une émission obligataire publique, qui leur a permis de lever 610 millions d'euros sur 10 ans, au taux de 4,3 % (OAT +200 environ, c'est-à-dire une marge supplémentaire par rapport au rendement souverain de l'OAT de même maturité de 200 points de base environ). Cette opération était intitulée « En attendant l'agence », et elle visait notamment à exprimer un besoin, celui du regroupement de collectivités au sein d'une agence de financement (cf. infra).

À noter que seule une collectivité a renouvelé l'expérience d'une émission publique placée auprès des particuliers, comme cela avait déjà été fait par trois collectivités en 2010 et 2011. L'opération a pu attirer 87 millions d'euros de capitaux au taux d'intérêt de 4 % pour une maturité de 6 ans (OAT +275 pdb au moment de la fixation des conditions d'émission). Le rendement offert aux épargnants doit en effet être suffisamment élevé pour dégager une marge sur le taux du Livret A après prise en compte des taux d'imposition¹⁰

10. Les intérêts versés aux particuliers sont imposés à hauteur de 19 % au titre des prélèvements libératoires et 13,5 % au titre des prélèvements sociaux.

ainsi que des commissions de placement et d'arrangeur et des divers frais annexes. Ainsi, lorsqu'il existe des alternatives, le choix de réaliser une émission publique auprès des citoyens est d'abord gouverné par l'objectif de réaliser une opération de communication.

b) D'autres supports permettant un financement des collectivités par les investisseurs institutionnels ont vu le jour en 2012.

Plusieurs établissements bancaires ont proposé aux collectivités des placements privés non cotés, qui ne sont donc pas réglementés par l'Autorité des marchés financiers et ne nécessitent dès lors pas de réaliser une documentation légale qui peut être lourde; cette tendance s'est poursuivie début 2013 avec trois placements privés non cotés à notre connaissance, dont un qui a pu être contracté directement en amortissement progressif¹¹. Par ailleurs, plusieurs établissements bancaires ont lancé des fonds communs de titrisation dédiés aux collectivités locales, dans lesquels les investisseurs peuvent prêter à un ensemble de collectivités. La banque propose un prêt classique à une collectivité, puis ce prêt est titrisé et racheté par l'investisseur selon des critères de sélection prédéfinis à l'avance.

c) Le recours aux investisseurs institutionnels est une approche séduisante mais il est trop tôt pour conclure à une alternative durable au crédit pour les collectivités dans leur ensemble.

Outre une diversification de l'offre de financement pour les collectivités, cette approche permet en effet aux banques de rester proches des collectivités en agissant comme intermédiaires mais sans engager de fonds propres, et elle pourrait inciter à une comparaison des qualités financières intrinsèques de chaque collectivité, entraînant un coût en meilleure adéquation pour chacune d'entre elles¹².

Toutefois, en l'état, seules les grandes collectivités connues des investisseurs et levant des sommes importantes de manière

11. L'amortissement in fine, couramment utilisé sur les marchés, n'est toutefois plus un problème pour les collectivités préférant des profils d'amortissement progressif, la comptabilité publique offrant à compter de 2013 la possibilité de transformer cet emprunt en amortissement progressif par un jeu de provisionnement.

12. Des différences assez nettes dans les marges OAT obtenues en 2012 peuvent être constatées selon la strate de collectivités et sa notation financière, mais le faible échantillon rend délicat d'isoler ce qui relève de la taille de l'émission et de la connaissance de l'émetteur par les investisseurs, de ce qui relève de la notation.

récurrente sur les marchés peuvent estimer avoir un accès durable aux marchés. En effet, le mouvement des investisseurs vers les collectivités plus petites reflète peut-être juste un comportement opportuniste de recherche de rendement dans un contexte où les rendements obligataires souverains ont considérablement baissé en 2012. D'autre part, les investisseurs sont par nature sensibles au contexte macroéconomique, et au regard de leur perception d'une forte corrélation entre risque souverain et risque collectivité (cf. partie A), un regain de tensions sur la dette souveraine pourrait aboutir à un retrait brutal des investisseurs : les petites collectivités seront les premières touchées, les petits montants levés empêchant la liquidité des titres et leurs qualités de crédit étant plus faibles que celles des grandes entités.

§2 : Renforcer les relations entre les investisseurs institutionnels et les collectivités territoriales

a) Pour les collectivités de taille moyenne, la qualité des montages financiers proposés doit permettre de renforcer les relations avec les investisseurs institutionnels. On retient trois exigences susceptibles d'installer un financement efficace et durable : offrir des conditions de taux attractives pour les collectivités, susceptibles de générer de la liquidité sur les titres émis, avec une nécessité de transparence sur les opérations réalisées.

À cet égard, le projet de création d'une agence de financement local (AFFIL) est en soi une bonne idée qui ouvrirait l'accès aux marchés pour les collectivités de toutes tailles. Le modèle de l'agence s'inspire des expériences scandinaves¹³ : une société anonyme lèverait des fonds sur les marchés obligataires, puis les redistribuerait en emprunts aux collectivités membres de l'agence. Il en résulterait

13. Le projet s'inspire des agences de financement local des pays scandinaves, en particulier de celles du Danemark et de la Suède qui sont fondées sur un mécanisme de solidarité entre les collectivités. Ces deux agences offriraient respectivement 85 % et 40 % de l'encours de dette des collectivités. Les études suggèrent que le succès de ces deux agences repose notamment sur l'attractivité des conditions de prêts proposées et sur une grande transparence, dans leur fonctionnement interne et dans l'évaluation des collectivités. Par ailleurs, le nombre de collectivités dans ces pays est relativement limité (103 collectivités au Danemark et 310 collectivités en Suède), donc a priori elles sont plus homogènes qu'en France, et la plupart d'entre elles participent à la structure.

également une plus grande liquidité des titres des collectivités du fait de la taille potentielle des émissions obligataires de l'agence.

Toutefois, le montage du projet soulève encore certaines questions. D'une part, il reste à démontrer que les conditions financières des prêts aux collectivités seront véritablement attractives au regard des coûts supportés par les collectivités membres : outre les coûts de fonctionnement de la structure (transformation des prêts...), l'absence de garantie de l'État implique que, pour être bien notée, l'agence devra exiger des collectivités qu'elles soient solidaires et qu'elles apportent un capital de départ. Cet apport initial constitue un coût significatif¹⁴, à mettre en regard des conditions de sortie de la structure, ce qui soulève la question du risque que les collectivités ne puissent récupérer cet apport qu'à une échéance très lointaine. D'autre part, il sera absolument nécessaire que l'agence soit entièrement transparente sur la sélection des membres et sur les modèles d'évaluation internes du risque de crédit, afin que l'ensemble des collectivités participantes puissent appréhender le risque supporté au titre de la solidarité, d'autant que le degré d'hétérogénéité des collectivités françaises est élevé.

D'une façon générale, on peut s'interroger sur l'articulation entre l'agence de financement et la SFIL, alors que la nouvelle structure publique centrée autour de la SFIL va monter en charge à compter de 2013. Il faudra notamment que la SFIL amortisse le stock d'engagements de DexMA, et dans ce contexte, la question de la place que pourra prendre cette nouvelle agence est posée. En outre, le modèle de l'AFFIL devra tenir compte des deux alternatives émergentes intermédiées par les banques, à savoir le fonds commun de titrisation et le recours aux placements privés.

En effet, du côté de la sphère privée, les montages apparaissent plus souples à mettre en œuvre et reposent principalement sur l'intermédiation bancaire. S'agissant des fonds communs de titrisation, les établissements bancaires vont constituer des portefeuilles de créances de collectivités qui sont ensuite revendus aux investisseurs. Ce type d'intermédiation, qui n'apporte a priori pas de liquidité sur les marchés obligataires, constitue une alternative de financement

14. Calculé en euro par habitant selon des strates de collectivités.

pour les collectivités qui ont de petits besoins et qui ne peuvent pas accéder aux marchés. En outre, la banque veille particulièrement à la qualité du risque de crédit pour attirer les investisseurs, ce qui pourrait aboutir à des conditions de taux relativement attractives à mesure que la concurrence s'installe et que les investisseurs se familiarisent avec ce produit. *[Note : sur les premiers fonds lancés en 2012, les conditions de taux aux collectivités étaient proches de celles de la CDC, autour de 4 %, exemple : le fonds Arkéa a été aligné sur les conditions de la dernière enveloppe CDC aux collectivités à l'automne 2012, soit 3,95 % sur 15 ans ; les bénéfices attendus d'une plus grande concurrence sont limités pour l'instant : le nouveau FCT Arkéa 2013 propose actuellement un taux de 3,83 % sur 15 ans pour toutes les collectivités participantes.]*

Pour les collectivités qui peuvent accéder aux marchés mais qui ont des besoins modestes, le développement des petits placements privés offre également de nouvelles alternatives. D'une part, les conditions de taux obtenues sur ces produits apparaissent attractives relativement aux enveloppes de la CDC, avec des coupons qui ont diminué tout au long de 2012 dans un contexte de marché favorable, pour se situer fin 2012 et début 2013 autour de 3 % à 3,5 % sur des maturités supérieures à 10 ans. Il faut toutefois rester prudent et ne pas s'attendre à ce que la baisse soit de forte ampleur, les investisseurs exigeant un certain niveau de rendement. D'autre part, si le marché continue à se développer, la différenciation des prix selon les qualités financières et les strates de collectivités pourrait se renforcer à mesure que les investisseurs institutionnels appréhendent le risque collectivités, favorisant une plus grande catégorisation des risques et peut-être une amélioration de la liquidité des titres au sein de chaque catégorie de risque.

Toutefois, l'émergence des placements privés non cotés en 2012 pourrait entraver ces évolutions du fait d'une moindre transparence dans les transactions. Le non-coté s'explique par les difficultés pour certaines collectivités de constituer une documentation standardisée ou d'entrer dans un processus complexe de notation en vue d'accéder aux marchés réglementés. Il pourrait dès lors être envisagé d'organiser un accès plus souple aux marchés avec une documentation allégée pour les collectivités ayant besoin de lever de petits montants tout en permettant la transparence dans les transactions.

b) Les grandes collectivités peuvent rechercher à diversifier les investisseurs achetant leurs titres, par exemple en s'adressant aux investisseurs socialement responsables. Les grandes collectivités sont en effet idéalement positionnées pour s'adresser aux investisseurs socialement responsables, qui ont par nature une démarche de long terme et une sensibilité environnementale et au développement économique et social qui rejoint les stratégies locales d'investissement. Par ailleurs, les investisseurs socialement responsables offrent une base de diversification solide pour les collectivités, les capitaux sous gestion ISR étant estimés à plus de 6 000 milliards d'euros dont les deux tiers en Europe, la France concentrant à elle seule 1 900 milliards d'euros d'encours ISR. Enfin, cette démarche permet aux collectivités de favoriser l'essor d'une finance responsable et transparente.

Plusieurs expériences ont été menées en 2012 par des grandes régions françaises afin de réaliser une émission obligataire socialement responsable. Mais afin que le recours aux investisseurs socialement responsables soit vraiment efficace, il apparaît nécessaire de créer une labellisation des émissions obligataires avec le respect de divers critères. D'une part il s'agit d'une démarche exemplaire qui doit être déclinée pour toutes les parties prenantes à l'opération, à savoir l'émetteur, les investisseurs, et les établissements bancaires arrangeurs de l'opération. D'autre part, la démarche doit être la plus transparente possible pour répondre aux exigences des investisseurs ISR, ce qui implique notamment de s'engager en amont de l'opération sur l'allocation des fonds levés vers des thématiques précises, ainsi que de s'engager à réaliser un reporting ex-post de l'utilisation des fonds. Si une notation socialement responsable de l'émetteur n'apparaît pas comme une condition obligatoire au succès de l'opération, car la plupart des investisseurs ISR sont en priorité intéressés par la qualité intrinsèque des projets qui seront financés et par la qualité financière de l'émetteur, elle apporte néanmoins un surcroît de crédibilité à la démarche globale.

§3 : Inscrire dans la durée le financement des collectivités par les investisseurs institutionnels

Dans un contexte où les investisseurs abordent le risque collectivités avec une perception de forte dépendance au risque

souverain (cf. partie A), il apparaît nécessaire de renforcer la crédibilité des trajectoires des finances locales afin de favoriser une présence durable des investisseurs institutionnels auprès des collectivités.

a) Il existe des marges de manœuvre pour les collectivités afin de montrer qu'elles sont responsables et soucieuses de préserver les grands équilibres financiers. Les collectivités locales ont en effet globalement eu une gestion saine dans le contexte de crise et de réforme de la fiscalité locale. D'une façon générale, la progression de la dette locale a ralenti chaque année depuis la crise, passant d'un rythme de +8 milliards d'euros par an entre 2007 et 2009 à un rythme de +5 milliards d'euros par an à compter de 2010. Ce mouvement reflète des réalités différentes selon les strates de collectivités, celles subissant une contraction de leur épargne brute ayant globalement eu un recours plus modéré à l'emprunt. Le cas est éloquent au sein des départements qui doivent faire face à de grandes difficultés, notamment à une contraction marquée de leur épargne brute, mais qui ont réagi en conséquence en stabilisant leur encours de dette.

Au-delà, une vision agrégée ne peut rendre compte de l'hétérogénéité des collectivités. À titre d'exemple, la problématique des produits toxiques n'a concerné que certaines collectivités, et la plupart d'entre elles ont tout de même honoré leurs engagements : le nombre de contentieux est relativement limité, de l'ordre d'une centaine de contentieux selon les estimations à mars 2013 pour 1478 collectivités concernées. En outre, la plupart des collectivités ont su conserver une gestion saine et prudente de leur dette dans le long terme, visant à atténuer les charges d'intérêt tout en limitant le risque, et en comprenant et explicitant les risques pris. On peut ainsi examiner les chiffres sur les produits toxiques autrement : 91 % de l'encours de dette des collectivités locales est considéré comme sain, et 97 % des collectivités sont restées éloignées des produits toxiques.

Les collectivités locales peuvent également valoriser les procédures de gestion financière et budgétaire et de contrôle interne mises en place. Ainsi parmi les grandes collectivités françaises notées, Standard & Poor's a une appréciation positive de leur gestion budgétaire et financière pour la plupart d'entre elles, voire très positive pour les deux collectivités les mieux notées. Par

ailleurs, toutes les collectivités doivent désormais produire un document annuel d'orientation budgétaire, incluant une programmation pluriannuelle des trajectoires financières et faisant l'objet d'un débat avec les élus.

Enfin, un processus de certification des comptes pourrait être mis en œuvre rapidement au moins pour les grandes collectivités, le président de la Cour des comptes ayant relancé cette idée récemment. Une expérimentation, pour les grandes collectivités et sur la base du volontariat, pourrait être prévue dans les futurs textes sur la décentralisation qui seront discutés cette année au Parlement. Une telle démarche permettrait de ramener la confiance dans la fiabilité des comptes locaux, en permettant de faire le point sur le patrimoine de la collectivité, sa situation financière et ses engagements. Ce travail participerait aussi à une amélioration de la réglementation comptable applicable aux collectivités locales, en vue d'une meilleure lisibilité des comptes.

b) Des pistes au niveau national et européen pour désensibiliser les trajectoires des finances locales à la crise des dettes souveraines. Les ministres des autorités locales des pays de l'Union européenne ont déclaré en 2011¹⁵ que, depuis la crise, la Charte européenne de l'autonomie des autorités locales¹⁶ avait été respectée de façon mitigée (article 32), et ils constatent en moyenne une réduction du pouvoir de déterminer le niveau des taxes (article 14). À cet égard, ces évolutions sont inquiétantes puisqu'elles viennent limiter la souplesse de gestion des collectivités afin de préserver leurs équilibres financiers, et que d'une façon générale elles ne participent pas à la progression de la démocratie locale, l'absence de pouvoir sur la fiscalité locale étant susceptible de créer un sentiment de moindre responsabilité des élus locaux vis-à-vis de leurs citoyens.

15. «Key Guidelines» des 3 et 4 novembre 2011 acté au sein du Conseil de l'Europe.

16. La Charte de l'autonomie locale, adoptée par le Conseil des ministres du Conseil de l'Europe en 1985 et ratifiée par 27 pays membres de l'UE dont la France en 2007 et 43 pays membres du Conseil de l'Europe, oblige les pays signataires à appliquer des règles fondamentales garantissant l'indépendance politique, administrative et financière des collectivités locales. À noter que le principe européen de subsidiarité, par lequel la prestation de services publics devrait être déléguée au niveau d'administration le plus proche du citoyen, émane également de cette Charte.

Si les collectivités locales doivent participer à l'assainissement des trajectoires financières des États dans le contexte de crise, il conviendrait toutefois que cette participation relève d'un consensus partagé dans une logique du respect de l'autonomie financière des collectivités. Dans l'idéal, il serait nécessaire de construire une programmation pluriannuelle partagée, afin de préciser les évolutions à venir des dotations des collectivités locales apportées par les États, et de réduire l'incertitude sur les équilibres locaux à moyen terme. En France, l'annonce mi-2012 d'un « pacte de confiance et de solidarité » entre l'État et les collectivités pourrait être le support d'un dialogue équilibré à ce sujet. Toutefois, l'annonce unilatérale d'une nouvelle baisse des dotations en février 2013 a fragilisé ce dialogue, et des progrès dans la méthode de négociation seraient souhaitables. Préciser les règles de gouvernance devra être un enjeu du débat en cours sur le nouvel acte de décentralisation, de même qu'une clarification des rôles entre chaque strate de collectivités. Enfin, une réflexion devrait être menée entre les collectivités et l'État afin de créer des incitations positives à la bonne gestion et un traitement différencié en fonction d'indicateurs de ressources et de charges partagés.

Face à un contexte mouvementé, les collectivités locales doivent pouvoir conserver leur capacité d'investissement à un niveau élevé. L'investissement local revêt une dimension stratégique essentielle : en France comme dans les pays de l'OCDE en moyenne, l'investissement des collectivités locales représente 70 % de l'investissement public.

Pour répondre à cet objectif, et alors qu'elles vont devoir faire face à une réduction durable de leur marge de manœuvre, les collectivités locales devront optimiser leur financement. L'encours de dette des collectivités locales françaises ne constitue que 9 % de la dette publique française, contre 17 % en moyenne dans l'ensemble des pays de l'OCDE, la recherche de moyens de financement innovants à des conditions intéressantes étant de ce fait un facteur important du retour à une croissance durable.

Achévé de rédiger le 7 avril 2013.



Jean-François PONS

Délégué aux Affaires européennes et internationales
Fédération bancaire française

L'ÉTAT DES PROJETS DE RÉFORME DE LA RÉGULATION BANCAIRE ET DES MARCHÉS FINANCIERS EN EUROPE

La Commission européenne, où Michel Barnier est le commissaire en charge du Marché unique et des services financiers, a lancé pas moins d'une vingtaine de projets depuis sa prise de fonctions début 2010.

Les objectifs de cette avalanche de propositions étaient d'abord de mettre en œuvre les orientations arrêtées au niveau du G20 suite à la crise financière de 2007-2009, puis de renforcer l'intégration européenne en particulier à la suite de la crise de la zone euro depuis 2010. Enfin, certaines propositions dans le domaine de la banque de détail et des paiements visent à améliorer le Marché unique des services financiers et à protéger le consommateur.

Cet article traitera de 5 réformes particulièrement importantes pour l'organisation du secteur bancaire, des marchés financiers et donc du financement de l'économie en Europe aujourd'hui et pour plusieurs années au moins :

- La transposition des accords appelés « Bâle 3 » sur les fonds propres et la liquidité des banques par le règlement et la directive appelés ensemble « CRR-CRD 4 » ;
- La création d'un « mécanisme de supervision unique » par la dévolution à la Banque centrale européenne (BCE) du pouvoir

de supervision bancaire pour la zone euro et les pays non euros qui accepteraient de s'y joindre ;

– Le projet de directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires ;

– La proposition de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers dite MIFID 2 ;

– La proposition de directive sur les contrats de crédits immobiliers.

Les deux premières réformes viennent de faire l'objet d'un accord politique ce qui conforte le processus de réformes qui s'est déjà traduit par de nombreux textes depuis 2010 (CRD 3, réforme des dérivés, encadrement des fonds d'investissement alternatifs et des agences de notation, etc.).

* * *

I. Le règlement et la directive CRR-CRD 4 sur les ratios prudentiels des banques viennent de faire l'objet d'un accord

1) Proposition initiale de la Commission européenne

La proposition du 20 juillet 2011 de la Commission visait à réviser l'ancienne directive sur les exigences en matière de fonds propres (CRD, 2006/48/CE et 2006/49/CE), qui transposait en droit européen l'accord sur les règles relatives aux fonds propres définies par le Comité de Bâle (accord dit « Bâle 2 »), cette directive ayant déjà été modifiée en 2010, et donc suite à la crise financière par une directive dite CRD 3 (2010/76/UE) pour transposer un accord de Bâle (dit « Bâle 2.5 ») qui consistait essentiellement à relever les fonds propres affectés aux activités de marchés.

Cette proposition du 20 juillet 2011 visait à transposer un nouvel accord dit « Bâle 3 » par un règlement et une directive. En proposant ces deux textes applicables aux 8000 banques actives en Europe, la Commission a pour objectif de traduire en Europe les normes internationales en matière de fonds propres

et de liquidité bancaires approuvées au niveau du G20, et selon lesquelles les banques devront détenir davantage de fonds propres, de meilleure qualité, pour résister par elles-mêmes aux futurs chocs. Par ailleurs, elles devront respecter un ratio de liquidité de court terme (dit LCR pour *liquidity coverage ratio*), à partir du 1^{er} janvier 2015 (et dont les paramètres techniques seront étudiés durant une période d'observation). Il s'agit de s'assurer qu'en période de crise, les banques ont suffisamment d'argent en réserve pour y faire face.

À travers la partie sous forme de règlement, la Commission cherche également à constituer un corpus réglementaire unique pour le secteur bancaire en rassemblant toute la législation applicable en la matière, afin d'améliorer à la fois la transparence et l'harmonisation des règles dans l'Union européenne.

De manière plus détaillée, afin de garantir le secteur bancaire contre des futurs chocs, cette proposition de la Commission :

- prévoit également l'instauration d'un ratio de levier soumis à la surveillance prudentielle afin d'éviter le développement excessif de l'effet de levier dans les bilans des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Les incidences de ce ratio de levier seront étroitement surveillées avant qu'il ne soit éventuellement remplacé par une obligation contraignante au 1^{er} janvier 2018 ;

- et introduit, dans la partie directive, en plus des exigences minimales de fonds propres, deux « coussins » de fonds propres: un coussin de conservation des fonds propres identique pour toutes les banques de l'UE et un coussin de fonds propres contra-cyclique à déterminer au niveau national.

Le projet de directive contient aussi une série de dispositions pour améliorer la gouvernance des banques.

Au total, l'ensemble des deux textes représente plus de 1600 pages, annexes comprises, et prévoit 61 standards techniques à fixer en législation de niveau 2 par la Commission sur avis de l'Autorité bancaire européenne (ABE, à qui il a été confié 162 mandats comprenant des avis, rapports, etc.).

La Fédération bancaire française (FBF) a alerté les pouvoirs publics :

- sur les risques macroéconomiques liés à Bâle 3 et en particulier sur les conséquences pour le financement de l'économie européenne des ratios de liquidité mal calibrés ;

- sur la nécessité d'adapter Bâle 3 à certaines spécificités européennes comme la bancassurance, le financement des PME par exemple ;

- sur les distorsions de concurrence dues à la non-application aux États-Unis de Bâle 2, de Bâle 2.5 (transposée par la CRD 3) et au report sine die de l'application de Bâle 3.

2) Négociations interinstitutionnelles et accord final

S'appuyant sur sa résolution du 21 septembre 2010, qui avait précédé la proposition de la Commission (et qui se souciait plus du financement de l'économie que ne semblait le faire Bâle 3), le Parlement européen a travaillé rapidement : le projet de rapport d'Othmar Karas (PPE, Autr.) a été présenté en janvier 2012 et adopté par la Commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen (PE) en mai, en même temps que le Conseil pour les affaires économiques et financières (ECOFIN) adoptait une approche générale. La négociation entre le Conseil et le PE a ensuite été longue, mais a abouti finalement à un accord provisoire le 27 février 2013, confirmé dans ses grandes lignes par le Conseil ECOFIN du 5 mars, puis par une dernière réunion « technique » le 21 mars.

Les banques françaises considèrent que cette nouvelle législation exige des efforts importants contrairement à ce que laisse penser l'obligation de détenir des fonds propres équivalents à 8 % de leurs actifs pondérés des risques comme aujourd'hui (4,5 % de capital *core Tier 1*, 1,5 % de capital *Tier 1* additionnel et 2 % de capital *Tier 2*). D'une part, la qualité de ce capital est améliorée puisqu'il est nécessaire de détenir 4,5 % de capital pur dit *core Tier 1* comparé à 2 % précédemment. Par ailleurs, à ces 8 % s'ajoutent 2,5 % de coussin de conservation, et un coussin contracyclique de 0 à 2,5 % en cas de haute conjoncture. À ces 10,5 % s'ajoutent les exigences pour les institutions systémiques à respecter de manière graduelle à partir du 1^{er} janvier 2016, soit 2 % pour BNP Paribas et 1 % pour les groupes BPCE,

Crédit Agricole et Société Générale. Les exigences sont donc au moins de 11,5 à 12,5 % pour les grands groupes français.

La FBF estime aussi que le texte a été amélioré sur quelques points clés. En effet, l'accord provisoire intègre les évolutions de la décision du Comité de Bâle du 7 janvier dernier, qui modifie certains éléments du ratio de liquidité de court terme, et notamment une meilleure prise en compte de la stabilité des dépôts des entreprises et un élargissement des actifs liquides aux actions. Le ratio était en effet trop stressé, interdisant un accompagnement normal de l'économie. Cet accord provisoire prévoit également une période d'observation à travers un reporting large sur les différentes classes d'actifs, incluant notamment les facilités de crédit octroyées par les banques centrales (dont les créances privées composées de crédits aux PME et autres acteurs, apportées en garantie auprès de la BCE). L'adoption finale du ratio LCR aura lieu avant le 1^{er} janvier 2015 par un acte délégué de la Commission européenne.

Plus largement, les propositions européennes ont significativement évolué pour prendre en compte les spécificités européennes :

- Les parts sociales des banques coopératives, qui offrent certaines possibilités de remboursement anticipé à la demande des porteurs, ont été reconnues comme fonds propres ;
- Pour les participations dans des assurances, la CRR-CRD 4 fait référence à la directive sur les conglomérats financiers en vigueur en Europe depuis 2002 qui permet un traitement de ces participations moins restrictif ;
- Les intérêts minoritaires en Europe ayant un poids très important seront calculés différemment de Bâle 3 ;
- Pour favoriser le développement des entreprises, l'exemption des entreprises non financières des nouvelles charges en capital pour la couverture de leurs risques¹ et une définition large des dépôts de détail ont été obtenues, ainsi qu'une réduction du coefficient des fonds propres affectés au financement des PME.

1. Exemption prévue pour les *credit valuation adjustment* (CVA).

Ce jugement des banques françaises est largement partagé par les banques européennes et la Fédération bancaire européenne.

Enfin, le Parlement européen a obtenu dans l'accord final une forte limitation des rémunérations variables, puisque les rémunérations variables des « preneurs de risque » ne pourront pas excéder leurs rémunérations fixes, un vote en assemblée générale de l'entreprise pouvant porter ce plafond à 2. Ce nouvel encadrement, très populaire politiquement, va créer des difficultés en matière de concurrence en dehors de l'Europe avec les banques américaines ou asiatiques n'ayant pas ces contraintes, ainsi qu'avec le secteur financier non bancaire.

II. La directive établissant un cadre pour le redressement et la résolution des crises bancaires

1) Proposition initiale de la Commission européenne

La proposition du 6 juin 2012 de la Commission vise plusieurs objectifs :

- éviter l'injection de fonds publics dans les banques comme ce fut le cas suite à la crise de 2008 dans certains pays d'Europe;
- mettre en place un engagement pris au G20 en organisant la prévention des crises (définition de plans de redressement et de plans de résolution) ;
- harmoniser la gestion des crises au niveau européen afin de mieux gérer les défaillances bancaires transnationales suite aux défaillances de banques comme Fortis, Anglo Irish Bank, Dexia.

Cette proposition donne aux autorités compétentes les moyens d'intervenir, à la fois avant que les difficultés n'apparaissent et dès le début du processus si elles surviennent néanmoins. En outre, si la situation financière d'une banque devait se détériorer de manière irrémédiable, la proposition prévoit que ses fonctions critiques pourront être préservées, et qu'il reviendra aux propriétaires et aux créanciers de la banque d'assumer les coûts de sa restructuration et de sa résolution, et non au contribuable, via le mécanisme dit de « bail-in » (dépréciation des créances ou transformation de cette créance en actions).

2) État des négociations et positionnement des banques françaises

L'objectif assigné par le Conseil européen des 13 et 14 décembre 2012 est d'arriver à un accord d'ici à juin 2013. Ce calendrier est ambitieux : la présidence irlandaise souhaite qu'une approche générale du Conseil soit adoptée en mai 2013 sachant que le vote en séance plénière au Parlement européen est prévu le 10 septembre 2013.

À ce stade, des premiers compromis non finalisés apparaissent à la fois du côté du Conseil et du Parlement européen.

La FBF, qui a accueilli positivement les grandes lignes de la proposition de directive de la Commission en particulier pour ce qui concerne le renflouement interne (bail-in) des établissements de crédits, considère comme positifs de nombreux amendements du rapporteur G. Hökmark évitant une intrusion trop grande en phase préventive des autorités lorsque les établissements sont viables² et renvoyant la nomination d'un administrateur spécial à la phase de résolution pour que cette manifestation publique des difficultés d'une banque ne compromette pas son redressement³.

Par ailleurs, la FBF soutient les idées clés suivantes :

1) Le but de la résolution, comme le rappelle l'avis de la BCE du 29 novembre dernier, ne doit pas être d'utiliser le renflouement interne pour restaurer la viabilité d'une banque à tout prix mais d'apporter les fonds propres nécessaires pour assurer la continuité des fonctions critiques, ce qui est d'ailleurs le premier objectif de la résolution défini à l'article 26. Ce point est crucial pour rassurer les investisseurs de long terme qui recommencent à prêter aux banques européennes.

2) Le champ théorique du renflouement interne devrait être élargi en incluant les dettes de moins d'un mois, et les dépôts non garantis. Cela minimiserait le risque de renflouement par les États. Cela serait plus cohérent avec la CRR-CRD 4 car l'exclusion des dettes de court terme pousserait les investisseurs à prêter à court terme ce qui n'est pas l'effet recherché des nouveaux ratios de liquidité.

2. La FBF soutient les amendements 49 à 53 et 62 à 69 du rapporteur.

3. La FBF soutient les amendements 77 à 80 et 109 du rapporteur.

3) L'exigence d'un montant minimum de fonds propres ou de dettes « bail-inable » revient à créer un nouveau ratio de fonds propres (capital hybride dit *Tier 1*, ou *Tier 2* avec les dettes subordonnées) et de dettes éligibles alors même que le texte CRR-CRD 4 n'est pas encore mis en œuvre. Aux yeux de la FBF, c'est aux superviseurs de vérifier dans le cadre des plans de redressement et de résolution qu'un montant suffisant de fonds propres et de dettes éligibles au renflouement interne existe. D'ailleurs, ce montant minimum n'a plus de sens si un champ large du renflouement interne, s'appliquant à une grande partie du passif d'un établissement, est adopté.

4) Concernant le financement des résolutions, alors que la proposition prévoit déjà une mutualisation des dispositifs nationaux en cas de résolution de groupe, il apparaît prématuré de les obliger à se prêter entre eux tant que le mécanisme de supervision unique (MSU) n'est pas mis en place.

Enfin, lorsque les moyens financiers sont insuffisants pour couvrir les pertes, la FBF souhaite que les contributions des banques exigées ex post, telles qu'envisagées dans la proposition de directive, soient plafonnées en fonction des fonds propres pour éviter des effets de contagion.

Ces positions des banques françaises sont largement partagées par les banques européennes et la Fédération bancaire européenne, sauf sur le champ du bail-in où il n'y a pas de consensus.

III. Le mécanisme de supervision européenne unique des banques dans le cadre de l'union bancaire

1) Contexte

Lorsque la crise financière a frappé l'Europe, les pays européens ont dû mettre en œuvre des mesures de sauvetage des banques au niveau national afin d'éviter les conséquences douloureuses d'une crise bancaire systémique sur l'économie réelle. Ces mécanismes de sauvetages, qui ont mobilisé des montants très élevés dans certains pays, n'étaient pas coordonnés au niveau européen, la Commission européenne s'assurant seulement de la compatibilité des plans de sauvetage avec les règles relatives aux aides d'État. Ce type de coordination s'est révélé d'autant plus insuffisant

que la crise qui a frappé la zone euro à partir de fin 2010 a mis en exergue les déséquilibres de finances publiques et les liens entre dettes souveraines et difficultés bancaires. L'instauration d'une surveillance commune des banques et intégrée au niveau de la zone euro a alors été considérée comme nécessaire et approuvée par le Conseil européen de juin 2012.

Le Conseil européen a décidé de confier à la Banque centrale européenne de superviser toutes les banques de la zone euro et des pays qui accepteraient de se joindre au dispositif. La base juridique de cette décision est l'article 127.6 du Traité de l'Union européenne.

2) Proposition initiale de la Commission

La proposition de règlement du 12 septembre 2012 propose de donner à la BCE la responsabilité de la surveillance prudentielle des 6000 banques de la zone euro et de celles des pays qui s'y joindraient mais de différencier la supervision effective des établissements selon un certain nombre de critères qualitatifs et quantitatifs.

Les établissements répondant à l'un des critères suivants relèveraient de la supervision directe par la BCE :

- valeur totale des actifs supérieure à 30 milliards d'euros ;
- ratio total actifs / PIB du pays supérieur à 20% ;
- sur demande du superviseur national.

Selon les dernières estimations de représentants de la BCE, 130 groupes bancaires seraient ainsi supervisés directement par la BCE.

Les banques de moindre importance seront supervisées par les autorités nationales en suivant les normes édictées par la BCE. À son initiative ou sur demande des autorités nationales, la BCE pourra intervenir directement pour superviser des banques de moindre importance à tout moment.

Le nouveau mécanisme de surveillance unique sera donc composé de la BCE et des autorités nationales compétentes à l'image de l'Eurosystème pour la politique monétaire. La BCE sera responsable

du fonctionnement général du MSU en coopération étroite avec les autorités nationales de surveillance.

Afin d'éviter tout conflit d'intérêts, la mission de conduite de la politique monétaire de la zone euro de la BCE sera totalement séparée de sa mission de supervision prudentielle, qui dépendra d'un Conseil spécifique avec le président qui ne sera pas le président de la BCE. Tous les membres de ce Conseil (membres de la BCE et superviseurs nationaux) auront des droits de vote pleins et égaux.

Enfin, toutes les missions qui ne sont pas confiées à la BCE resteront de la compétence des autorités nationales. Par exemple, ces dernières resteront chargées de la protection des consommateurs, de la lutte contre le blanchiment, des services de paiement et de la surveillance des succursales des banques des pays tiers.

L'Autorité bancaire européenne sera toujours en charge de la régulation secondaire (standards, proposition de législation déléguée à la Commission) pour ce qui est de préciser le « règlement uniforme » et d'assurer la cohérence et la convergence des pratiques de surveillance au niveau de l'UE. Seules les modalités de vote seront modifiées afin de garantir un processus décisionnel où les pays participant au MSU n'occupent pas une position dominante.

3) Discussions interinstitutionnelles et accord

Après un accord au Conseil le 14 décembre 2012, le Conseil et le PE ont trouvé un accord le 20 mars 2013 sur le mécanisme de surveillance unique qui est proche de la proposition de la Commission :

- La modification la plus importante porte sur le processus de décision au sein de l'ABE, qui met pratiquement sur un même pied pays euro et pays non euros. En effet, le Conseil a imposé sa position au Parlement européen concernant la minorité de blocage dans les modalités de votes au sein de l'ABE. Il faudra une majorité au sein des non BCE, y compris lorsqu'il n'y aura plus que trois pays (dans ce cas, deux pays non BCE pourront bloquer une décision).

- En revanche, sur le mécanisme de supervision unique, le Parlement européen a obtenu que le choix du président et du vice-président du Conseil de surveillance de la BCE soient

soumis à une approbation du Parlement européen suite à une proposition de la BCE. In fine, le Conseil nomme le président et le vice-président. Juridiquement, le Conseil pourra toujours nommer quelqu'un d'autre, mais cela semble politiquement impossible.

– Le Parlement européen souhaitait également que l'ABE conduise chaque année une série de *stress tests*. La formule finalement retenue est plus souple. Le texte retient l'obligation pour l'ABE de considérer l'opportunité de mener annuellement des *stress tests*.

– Concernant l'harmonisation des pratiques de supervision, le statut juridique du « manuel de supervision unique » sera équivalent à des lignes directrices, sans force juridique contraignante.

Les banques françaises et les banques européennes qui avaient soutenu le projet depuis début 2013 ont salué cette décision importante qui renforce l'intégration européenne et qui a été obtenue au bout d'un processus extrêmement rapide.

IV. La proposition de révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers MIFID

1) Proposition initiale de la Commission européenne

La proposition de septembre 2011 de la Commission vient réviser la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers (la directive MIFID), en vigueur depuis novembre 2007. Cette directive a défini un cadre réglementaire pour la prestation de services d'investissement concernant des instruments financiers et pour l'exploitation des marchés réglementés par les opérateurs de marché. Elle a ouvert la concurrence au niveau européen entre les Bourses, les « internalisateurs » au sein des grandes banques d'investissement et les plateformes de négociations.

En proposant sa révision de la directive MIFID en septembre 2011, la Commission a pour objectif de rendre le système financier plus sûr, solide et plus transparent. En effet, les premières années d'application de la directive de 2007 ont été marquées par l'émergence de nouveaux acteurs (les *dark pools*) et par davantage

d'opacité des transactions. L'émergence de la négociation algorithmique à haute fréquence, la fragmentation accrue des marchés et l'absence de réelle baisse des coûts pour les investisseurs finaux (sauf les plus gros) malgré une augmentation de la concurrence sont également des points qui font l'objet d'une attention particulière dans la révision de la directive MIFID.

Il s'agit également d'un moyen essentiel pour respecter l'engagement pris au sein du G20 d'agir à l'égard des domaines les moins réglementés et les plus opaques du système financier et d'améliorer l'organisation, la transparence et la surveillance de plusieurs segments du marché, notamment les instruments qui étaient jusqu'à présent surtout négociés de gré à gré. À cet égard, la proposition de révision de la directive vient compléter le règlement sur les infrastructures de marché européennes (EMIR), règlement sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, déjà adopté au niveau européen en juillet 2012 et qui a donné lieu à un règlement délégué de la Commission adopté en mars 2013.

La révision de directive proposée vise ainsi à modifier certaines exigences concernant la prestation de services d'investissement, le champ d'application des exemptions prévues par l'actuelle directive, les règles d'organisation et de conduite applicables aux entreprises d'investissement, les exigences organisationnelles applicables aux plates-formes de négociation, les pouvoirs dont disposent les autorités compétentes, les sanctions ainsi que les règles applicables aux entreprises des pays tiers.

Un des objectifs principaux de la proposition est de garantir que toutes les activités de négociation organisées soient menées sur des plates-formes de négociation réglementées : marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation (MTF) qui existent déjà et systèmes organisés de négociation (OTF) qui seraient créés par la directive révisée. Des exigences de transparence pré- et post-négociation s'appliqueront à l'ensemble de ces plates-formes, mais seront adaptées aux différents types d'instruments, notamment les actions, les obligations et les instruments dérivés.

La proposition de révision prend la forme de deux textes, une directive et un règlement. Les propositions de la Commission

portent à la fois sur des aspects relatifs à la distribution des instruments financiers et sur des aspects purement d'organisation des marchés.

2) État des négociations et positionnement des banques françaises

Le Parlement européen s'est positionné en amont du Conseil qui travaille actuellement à l'élaboration de sa position. La présidence irlandaise souhaite dégager au plus vite et avant la fin du premier semestre 2013 une orientation générale au Conseil afin d'entamer les négociations avec le Parlement européen.

Sur les aspects relatifs à la distribution des instruments financiers, le rapport voté en séance plénière du Parlement européen en octobre 2012 maintient la possibilité de percevoir des droits, commissions ou avantages non pécuniaires en matière de conseil d'investissement, à la condition d'une transparence totale vis-à-vis du client sur la nature et le montant de ces droits et commissions. Ces droits et commissions sont interdits si l'entreprise d'investissement annonce délivrer ses conseils sur une base indépendante. Les banques françaises ont toujours plaidé en faveur d'une forte transparence sur les formes de rémunérations, mais contre leur interdiction. Par ailleurs, le Parlement européen souligne que les États membres qui le souhaitent peuvent interdire ou restreindre l'acceptation de droits, commissions ou avantages non pécuniaires.

La FBF et les banques françaises considèrent que la révision de la directive MIFID doit demeurer neutre quant aux modèles de distribution existant dans chaque pays, et considèrent qu'aucun modèle ne peut a priori être considéré meilleur qu'un autre.

S'agissant des aspects relatifs à l'organisation des marchés, la FBF conserve des points d'inquiétudes sur plusieurs aspects dont la nouvelle plate-forme de négociation proposée par la Commission – la catégorie OTF, la définition des transactions effectuées de gré à gré (OTC) et la transparence pré-négociation.

Les banques françaises sont favorables à l'introduction des OTF avec pour objectif d'accroître la transparence de certaines transactions actuellement effectuées en OTC. En revanche, la définition des OTF devrait être améliorée afin de permettre l'utilisation du compte propre des opérateurs pour l'exécution des transactions, l'utilisation du compte propre étant un facteur de liquidité.

Par ailleurs, l'OTC doit pouvoir continuer de demeurer un espace résiduel pour traiter les transactions sur instruments financiers dont les spécificités (liquidité, taille, absence de standardisation, etc.) ne permettent pas de respecter les règles d'exécution définies pour les marchés réglementés ou organisés, ou les intermédiaires systématiques.

Sur la transparence pré-négociation, la FBF défend un renforcement pour le marché action, avec une application uniforme au niveau européen et sous contrôle de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) des éventuelles dérogations (*waivers*), notamment pour le marché des blocs (*large in scale*). Pour les marchés obligataires et de dérivés, la FBF considère qu'une transparence pré-négociation ne peut se concevoir que dans la mesure où les produits sont suffisamment standards et liquides.

Ces positions des banques françaises sont largement partagées par les banques européennes et la Fédération bancaire européenne.

V. La proposition de directive sur les contrats de crédits immobiliers

Après avoir analysé les marchés du crédit immobilier en Europe pendant près de huit ans, la Commission européenne a publié une proposition de directive le 31 mars 2011. Les objectifs principaux de cette directive sont de deux ordres : harmoniser et renforcer la protection des consommateurs et faciliter l'ouverture des marchés nationaux pour permettre une meilleure offre et demande transfrontières. Le texte couvre tous les prêts en vue de l'achat ou de la rénovation d'un bien résidentiel et tous les prêts au consommateur garantis par une hypothèque ou une garantie équivalente (comme le cautionnement).

Ce projet de directive est dans la droite ligne de la directive sur le crédit à la consommation (DCC) adoptée en avril 2008 et en reprend plusieurs éléments : harmonisation du calcul du taux effectif global, fiche européenne standardisée pour les informations précontractuelles, encadrement de la publicité, conditions d'exercice du droit de rétractation, droit et indemnités de remboursement anticipé... La DCC, parce qu'elle représentait un effort

louable d'harmonisation d'un pan important de la banque de détail, avait été fortement défendue par la profession bancaire française. Les négociations au Conseil et au Parlement et la mise en œuvre totalement disparate dans les États membres ont eu raison des objectifs initiaux de la Commission. Il est probable qu'il en soit de même de la proposition de la Commission sur le crédit immobilier.

La crise financière de 2008 a fait apparaître des failles importantes dans certains marchés, donnant libre cours à l'emprunt et au prêt irresponsables, plongeant les acteurs économiques comme les consommateurs dans des situations très délicates. Le manque d'analyse approfondie de la solvabilité de l'emprunteur, l'adéquation ou non du crédit à sa situation financière pour ne se fonder que sur le montant de la garantie sous-jacente (hypothèque), comme la possibilité de transférer le risque de défaillance à des tiers ont figuré parmi les facteurs les plus aggravants de la crise. Fort heureusement, les autorités publiques des États membres concernés sont rapidement intervenues pour corriger ces dysfonctionnements et assurer un rééquilibrage des pratiques commerciales.

Les banques françaises ont, depuis le début, adopté une approche diamétralement opposée à ces marchés en crise: leur politique de prêt immobilier est d'abord et avant tout fondée sur la capacité de remboursement de l'emprunteur et non sur la valeur du bien acquis, valeur qui peut considérablement varier en fonction des circonstances économiques et des fluctuations du marché de l'immobilier. Ainsi, l'industrie bancaire française n'a pas connu les situations délicates de ses voisins européens. Il ne faudrait cependant pas que la proposition de la Commission vienne remettre en cause le principe fondamental de l'adéquation entre le prêt et la situation financière de l'emprunteur en se focalisant sur l'évaluation du bien acheté comme critère fondamental du prêt responsable. La situation financière du client doit en tout état de cause rester l'élément clé de l'octroi (ou non) du prêt.

Avant même l'octroi du prêt, la protection des consommateurs passe nécessairement par une bonne information pour permettre une réelle lisibilité et comparaison des offres. Dans ce sens, la proposition de la Commission reprend les engagements pris antérieurement par la profession bancaire (la fiche européenne

d'information standardisée ou FEIS) permettant une plus grande harmonisation de la publicité et de l'information précontractuelle au niveau européen et une meilleure lisibilité d'un élément essentiel qu'est le taux annuel effectif global (TAEG). La mise en œuvre de la directive permettra une réelle harmonisation de l'information précontractuelle car la FEIS se heurtait parfois à des législations ou pratiques nationales divergentes.

Une comparaison des offres au niveau européen est, certes, un objectif tout à fait louable. Il reste cependant que les éléments sous-jacents des offres de crédit immobilier ne seront, in fine, que difficilement comparables. Sous réserve des derniers arbitrages susceptibles d'intervenir entre le Conseil, la Commission et le Parlement, il est probable que la directive n'introduise aucune harmonisation d'éléments essentiels pour le consommateur : à titre d'exemple, la capacité de remboursement anticipé (avant le terme du contrat de prêt) risque de rester à la main des États membres, permettant ainsi que certains marchés, comme l'Allemagne, maintiennent une politique extrêmement restrictive du droit au remboursement anticipé. Une simple comparaison des conditions tarifaires entre la France et l'Allemagne sera nécessairement faussée car, dans le premier cas, les clients peuvent rembourser leurs prêts de manière anticipative, alors que cela leur sera quasiment impossible dans le second. Il en ira de même pour le TAEG qui intégrera des éléments difficilement comparables comme les frais notariaux et exclura le coût de l'hypothèque tout en intégrant celui du cautionnement. Dans ces conditions, les consommateurs européens seront dans l'impossibilité de procéder à la moindre comparaison entre les offres émanant d'opérateurs situés dans différents États membres.

On peut également regretter que le champ d'application de la directive exclue les prêts relatifs à des biens immobiliers destinés à la location.

L'harmonisation du statut des intermédiaires de crédit et l'introduction de règles de conduite, d'exigences de compétence professionnelle et leur enregistrement et supervision par les autorités nationales constituent cependant une avancée importante dans la sécurisation du marché du prêt immobilier. Il en va de même des exigences de solvabilité du client et de la consultation obligatoire des registres nationaux. Le conseil personnalisé devrait

rester un service distinct de l'octroi du prêt, permettant ainsi à l'emprunteur de pleinement s'appropriier sa décision de souscrire à un emprunt. Ces mesures permettront d'étendre les bonnes pratiques ou législations nationales à l'ensemble des États membres, ce dont la profession bancaire française se réjouit.

Bien que la création d'un grand marché intégré du prêt immobilier soit passée au second plan dans les objectifs de la Commission, il apparaît cependant clairement que la mobilité des clients comme le développement de l'activité transfrontière des prêteurs et intermédiaires de crédit restent des éléments importants de la proposition de directive. L'objectif est, certes, tout à fait louable. Il reste cependant que l'emprunt immobilier nécessite une proximité entre le client et son prêteur, sans laquelle ce dernier est dans l'impossibilité de prêter de manière responsable et éclairée. La décision d'octroyer un prêt immobilier est, en effet, une opération complexe qui nécessite d'évaluer au mieux les avoirs de l'emprunteur (connaissance de la langue de l'emprunteur, des lois sociales, lecture des fiches de paie par exemple), les conditions du marché du travail, sans compter que le marché de l'immobilier reste un marché local. Il est donc, dans l'état actuel des choses, irréaliste de souhaiter qu'un client belge emprunte auprès d'une banque grecque pour un bien en Italie.

Les négociations étant en cours au sein du trilogue, il est prématuré de tirer un bilan du futur texte. À ce stade, le texte permet la constitution d'un socle commun sécurisant l'octroi de crédits immobiliers. Il ne permettra cependant pas au consommateur européen de comparer les offres entre un pays et un autre, pas plus que de créer un marché intégré du crédit immobilier en Europe.

Conclusion : un paysage complètement transformé

Le paysage de la réglementation bancaire et des marchés financiers de l'Union européenne est en train d'être complètement modifié.

Les règles relatives aux fonds propres transposant l'accord de Bâle 3 vont être mises en œuvre probablement au 1^{er} juillet 2014,

ainsi que celles relatives à la gouvernance des banques, y compris le plafonnement des rémunérations variables. Les règles relatives au ratio de liquidité court seront fixées par la Commission en 2014, sur recommandation de l'Autorité bancaire européenne, pour application à partir du 1^{er} janvier 2015.

La BCE deviendra autorité de supervision bancaire pour l'ensemble des banques de la zone euro et des pays qui s'y associeront probablement aussi au 1^{er} juillet 2014.

Il faut également souhaiter que la directive sur la prévention et la résolution des crises bancaires puisse être adoptée à l'été 2013 afin de pouvoir entrer en vigueur au 1^{er} janvier 2015. Il restera alors encore à créer une autorité de résolution européenne, à l'image du *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) américain, pour avoir un système cohérent et intégré de supervision et de résolution bancaire, avec un seul corps de règles (y compris fonds propres, liquidité, gouvernance) et qui pourra mériter le nom d'Union bancaire en 2015 ou 2016.

Achévé de rédiger le 10 avril 2013.

Véronique ZOVARO

Chargée de mission
Financements export et affaires internationales
Fédération bancaire française

L'ÉVOLUTION DES FINANCEMENTS À L'EXPORTATION ET LA RÉFORME EN FRANCE

Le financement du commerce international est un enjeu crucial pour l'industrie européenne. Face à une concurrence industrielle croissante de la part des pays émergents et aux moyens financiers déployés notamment par ces pays pour conquérir les marchés étrangers, il est nécessaire de maintenir l'attractivité et la pérennité des financements bancaires pour assurer la compétitivité de l'offre commerciale européenne. L'engagement des États, en partenariat avec le secteur bancaire, apparaît ainsi fondamental pour maintenir les flux de crédits. Si les outils à court terme de *trade finance* sont généralement utilisés pour sécuriser les flux et assurer la bonne fin des transactions courantes, les financements export « moyen et long terme » bénéficiant de soutien public grâce aux garanties offertes par les agences de crédits export (ACE) facilitent les échanges de biens d'équipements et la réalisation de projets d'infrastructure. Ils assurent une source de financement compétitif permettant à l'acheteur étranger de réaliser son projet tout en favorisant la production européenne.

En France, Coface gère depuis 1946, pour le compte et avec la garantie de l'État français, des garanties publiques destinées à encourager, soutenir et sécuriser les exportations françaises

financées par des crédits à moyen et long terme ainsi que les investissements français à l'étranger. Selon le principe de subsidiarité, l'offre de Coface dans ce cadre est composée d'une large gamme de produits permettant d'assurer des risques non assurables par le marché privé, au bénéfice des entreprises françaises qui prospectent des marchés à l'exportation, commercialisent des produits et services ou investissent à l'étranger. Les financements export s'inscrivent à ce titre dans une double dimension (i) une dimension publique dans la mesure où ils sont l'outil d'une politique volontariste de soutien au financement du commerce extérieur encadrée par des règles internationales contraignantes et des procédures nationales administrées et (ii) une dimension privée avec un contrat liant l'acheteur/emprunteur et la banque prêteuse, qui constitue un instrument de financement et de paiement des exportations.

Le crédit export, du fait de ses caractéristiques, peut apparaître comme un produit singulier dans la palette des financements bancaires (et d'ailleurs marginal au regard de son poids dans le bilan bancaire) mais il reste un rouage important du dispositif national à l'exportation. Son existence et son succès dépendent de plusieurs paramètres: l'existence et la compétitivité de l'offre industrielle nationale, le niveau d'investissement dans les pays de destination, le volontarisme des pouvoirs publics et enfin la capacité des banques à structurer et gérer ce type de crédit.

Un marché bancaire en pleine évolution

La forme du soutien public octroyé par les États au travers des ACE a contribué à façonner le paysage bancaire en matière de crédit à l'exportation. Contrairement à d'autres pays qui ont opté pour un système de prêteur direct², au sein de l'Union européenne, le système repose sur un réel partenariat entre les ACE en tant que fournisseurs d'assurance / garantie d'une part, et les banques commerciales en tant que fournisseurs du crédit d'autre part. Les grandes banques européennes, qui jouent ainsi un rôle essentiel

2. Comme par exemple les États-Unis avec l'US Export-Import Bank ou le Canada avec l'Export Development Canada, où le même organisme public assure et prête.

dans le financement des exportations, ont su développer dans ce domaine un réseau efficace et une expertise reconnue. En ayant la capacité d'accompagner tant les exportateurs que les importateurs dans leurs activités internationales, de structurer des opérations complexes et de gérer des crédits sur de longues durées, les banques européennes se sont longtemps positionnées comme leader sur ce marché. L'effet conjugué de la mise en place de la nouvelle réglementation Bâle III et de la crise européenne a cependant mis à mal leur position dominante.

Sans remettre en cause ni la légitimité ni la nécessité des règles bâloises, il faut relever néanmoins que celles-ci soulèvent deux problèmes : d'une part, en ne prenant pas suffisamment en compte les spécificités techniques du crédit export, la nouvelle réglementation risque de pénaliser injustement une activité peu risquée dédiée au financement de l'économie réelle ; d'autre part dans le cas où l'application des règles ne serait pas coordonnée au niveau de l'ensemble des partenaires du G20, l'environnement concurrentiel ne serait pas équitable. En raison de ces règles prudentielles, les banques européennes ont été contraintes de réduire la taille de leur bilan, ce qui a conduit à une diminution des volumes de prêts et un renchérissement des financements de long terme des projets les plus importants.

Les banques européennes ont été également affectées par l'ampleur de la crise européenne, qui a incité les fonds monétaires américains à réduire leur exposition à la zone euro en retirant progressivement leurs liquidités du marché européen. Pour faire face à cette raréfaction du dollar, qui reste la monnaie de référence des échanges mondiaux, les banques européennes ont dû s'adapter et parfois revoir leur stratégie quant à leurs activités les plus consommatrices du « billet vert », comme les financements export ou aéronautiques.

Cette situation a su profiter à certaines banques américaines ou asiatiques qui, grâce à leurs accès à de grandes poches de liquidité, se sont montrées de plus en plus compétitives dans le domaine du crédit à l'exportation. Pour continuer à accompagner au mieux leurs clients, les banques européennes ont été contraintes de rechercher un plus grand partage des risques en ayant recours plus fréquemment à la syndication. De même, considérant l'ampleur et la durée des financements accordés, elles ont été progressivement

amenées à abandonner leur modèle traditionnel *originate-to-hold*, où elles assumaient le risque en le conservant jusqu'à sa maturité dans l'actif du bilan. Elles privilégient désormais un modèle à l'anglo-saxonne *originate-to-distribute*, par lequel elles initient le crédit, le structurent et transfèrent vers le marché le risque qui lui est attaché. Une telle stratégie évite à un établissement de mobiliser ses fonds propres, très sollicités par la nouvelle réglementation bancaire de Bâle III. Ce recours accru à des solutions de marché, via la titrisation ou l'émission d'obligations sécurisées, devrait permettre d'attirer de nouveaux acteurs, comme des investisseurs de long terme (compagnies d'assurance, fonds de pension...) jusqu'ici relativement absents du marché du financement export.

L'adaptation des modalités de soutien public à l'export

De par ses spécificités et ses règles parfois contraignantes, le crédit export s'est vu régulièrement concurrencé par d'autres sources de financements, qui, quant à elles, n'obéissaient qu'aux règles du marché, comme les crédits syndiqués ou les émissions obligataires. Avant la crise de 2007/2008, dans un environnement où tant le coût de la liquidité que le risque politique étaient ignorés, l'implication des ACE dans le financement des exportations était dans certains cas perçue comme une solution de dernier recours. Paradoxalement, la crise financière de 2008, qui avait entraîné une raréfaction du crédit bancaire, a redonné des couleurs au blason du crédit export bénéficiant de soutien public qui a pu apparaître parfois comme la seule source de financement disponible. Le volume des crédits à l'exportation a ainsi très sensiblement augmenté dans le cadre d'une politique contracyclique voulue par les États pour soutenir les exportations et la croissance en période de crise. Rien qu'en France, les mesures prises pour soutenir les exportations ont permis de porter l'encours garanti par Coface pour le compte de l'État à 64 milliards d'euros à fin 2012, contre 40 milliards d'euros début 2008.

Dans ce nouvel environnement, tout comme les banques, les pouvoirs publics sont conduits à moderniser leurs procédures de soutien à l'export et à innover afin de mettre les solutions proposées en adéquation avec les contraintes actuelles.

Pour pallier le resserrement des liquidités bancaires, les ACE accompagnent désormais les banques dans leur recherche de nouvelles sources de financement et ont mis au point avec elles des schémas de titrisation de créances pour lever des fonds sur les marchés. Le récent développement des garanties des émissions obligataires, surtout dans le secteur aéronautique, illustre bien cette nouvelle tendance.

Afin d'améliorer la compétitivité des financements export, de nombreux pays européens ont également travaillé à la mise en place d'outils ou de structures visant à faciliter le refinancement des banques pour leur permettre de continuer à octroyer des crédits export à des conditions compétitives. Plusieurs ACE ont ainsi développé des produits de garantie de refinancement/titrisation. Ce type de produit consiste à garantir un tiers investisseur qui serait appelé à refinancer le crédit export, contre le risque de défaillance de la banque ayant octroyé le crédit export. Bien qu'à différents stades d'avancement, cette initiative a été prise par plusieurs pays européens. On peut citer à cet égard les initiatives allemande (*Verbriefungsgarantie* de l'assureur-crédit Euler Hermes), suisse (garantie de refinancement par SERV), ou plus récemment belge (*export funding guarantee* de l'ONDD). En outre, plusieurs pays ont mis en place avec succès des mécanismes de financement ou refinancement public des exportations. Il en est ainsi de l'Allemagne (par l'intermédiaire de KfW), de l'Italie (avec la Cassa Depositi e Prestiti), ou encore de la Suède (avec SEK).

La réforme française

Le gouvernement français s'est inspiré des initiatives et dispositifs étrangers pour rénover le dispositif national de soutien à l'export. Dans le cadre du Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi présenté fin 2012, le gouvernement a ainsi proposé une remise à niveau de notre système en poursuivant un double objectif : permettre aux entreprises d'avoir accès à des financements export mobilisables et à prix compétitifs et disposer d'une palette aussi complète que celle de nos concurrents européens.

Pour répondre à ces objectifs, différentes mesures ont déjà été introduites par la loi de finances rectificative du 29 décembre 2012

et devraient être mises en œuvre dans le courant de l'année 2013. Une première mesure vise à faciliter le refinancement privé des crédits export par la mise en place d'une *garantie rehaussée de refinancement*. Cette nouvelle garantie sera délivrée par Coface pour couvrir un investisseur contre le risque de défaillance de la banque privée prêteuse. Deux autres mesures visent plus particulièrement à faciliter le financement d'exportations d'aéronefs civils, en améliorant la couverture du risque de change et en rehaussant à 100% la garantie de crédit pour certains aéronefs qui n'en bénéficiaient pas jusqu'à présent.

En parallèle, la création d'un véhicule public de refinancement similaire à ceux qui existent chez nos concurrents étrangers est à l'étude. Ce véhicule pourrait être mis en place dans le courant de l'année 2013 et aurait vocation à être utilisé de manière exceptionnelle lorsque les entreprises françaises seraient en compétition avec un concurrent bénéficiant d'un tel soutien. Enfin, le gouvernement s'attache tout particulièrement à démocratiser l'accès au financement export au bénéfice des PME et ETI, en rationalisant et simplifiant les modalités de soutiens financiers export à travers notamment la Banque publique d'investissement.

L'environnement actuel est ainsi très différent de celui qui a vu naître la procédure du crédit export il y a une cinquantaine d'années. Il est aujourd'hui largement plus complexe et plus concurrentiel, que ce soit dans le domaine commercial, financier ou même réglementaire. Ces dernières années ont été marquées par l'arrivée de différents acteurs, aussi bien du côté des emprunteurs que des prêteurs et également par le resserrement des liens entre la sphère publique et le secteur privé dans un souci commun de soutien aux exportations. Les banques françaises, qui ont longtemps occupé les premières places sur ces marchés, ont dû restreindre leur offre ces dernières années. La réforme en cours et les efforts combinés d'adaptation et d'innovation de l'ensemble des acteurs devraient permettre au crédit export de rester un outil essentiel de financement du commerce international.

Bibliographie

Chomentowski, E. et Leimbach, M., *Le crédit acheteur international*, RB Edition 2012

Achévé de rédiger le 19 mars 2013.

Pierre SCHOEFFLER

Senior advisor
IEIF

LES NOMBREUX AXES DE FINANCEMENT DE L'IMMOBILIER

En Europe, la valeur de l'immobilier résidentiel, y compris le foncier, est de l'ordre de grandeur de trois fois le PIB de la zone et la valeur de l'immobilier d'entreprise de l'ordre du PIB. En tant que classe d'actif, la taille du marché immobilier est donc nettement supérieure à celle des marchés d'actions ou d'obligations dont la valeur est de l'ordre du PIB.

Un financement efficace de l'immobilier est donc un enjeu clé pour la productivité du capital en Europe et pour le potentiel de croissance économique globale. Or sur les dernières années le paysage européen du financement de l'immobilier a subi des changements structurels importants dus à la crise financière de la zone, et aux changements réglementaires imposés sur les banques européennes, sources traditionnelles de financement. Il est par conséquent important de porter un jugement sur la pertinence des évolutions en cours.

Le financement de l'immobilier en Europe est dominé par l'intermédiation bancaire

En Europe, le secteur bancaire est de loin la principale source de financement par dette de l'immobilier. Un quart environ de la dette bancaire est refinancé auprès d'investisseurs institutionnels essentiellement sous forme d'obligations sécurisées (*covered bonds*) et une petite partie sous forme d'instruments titrisés¹. L'obligation

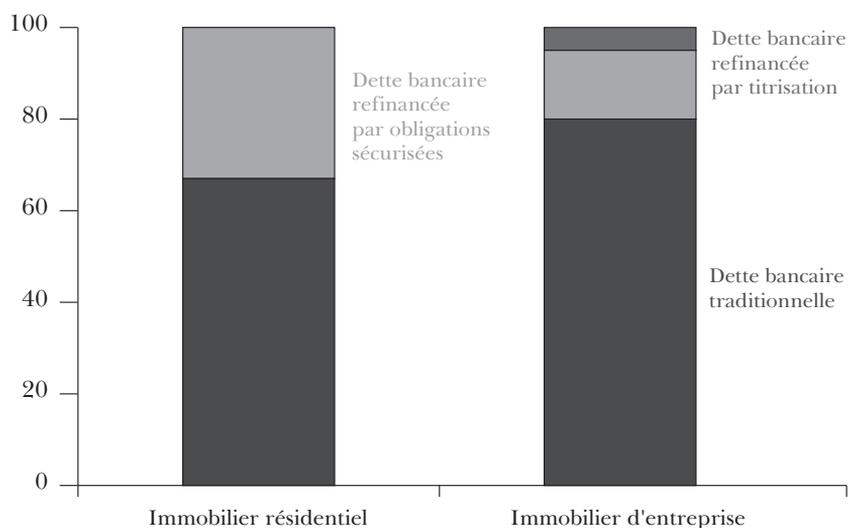
1. Sources : Eurostat, Banque centrale européenne, Banques centrales nationales et Fédération hypothécaire européenne.

sécurisée est le véhicule privilégié par le marché dans la mesure où il procure une double garantie à l'investisseur : sur la banque émettrice et sur le prêt hypothécaire, tandis que l'instrument titrisé n'est garanti que par le prêt.

La situation est quelque peu différente selon le type d'immobilier. L'immobilier résidentiel est financé par les capitaux propres des ménages à hauteur de 85 % environ, le reste étant constitué de crédit bancaire hypothécaire ou cautionné. Le montant des crédits hypothécaires au logement s'élève à près de 5 billions d'euros, soit 75 % environ des encours de crédit aux ménages, dont près d'un tiers sont refinancés sous la forme d'obligations sécurisées. Le financement au travers d'instruments titrisés (RMBS) est très faible.

L'immobilier d'entreprise est également largement financé au travers des capitaux propres des entreprises à hauteur de 70 % environ. Le montant des crédits bancaires hypothécaires est de l'ordre de 1,5 billion d'euros, soit 25 % environ des encours de crédit aux entreprises, dont 15 % environ sont refinancés sous forme d'obligations sécurisées et 5 % sous forme d'instruments titrisés (CMBS).

Structure de financement par dette de l'immobilier en Europe

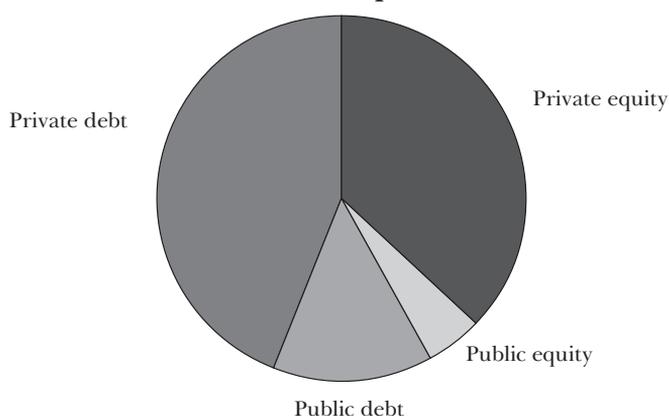


Source : BCE, FHE.

L'immobilier d'investissement détenu par les investisseurs et loué aux utilisateurs ne représente que 5 % environ du total du stock total d'immobilier². La part investie en immobilier résidentiel est négligeable en proportion du stock total, de l'ordre de 0,5 %, elle représente tout de même 15 % environ du total de l'immobilier d'investissement. La part investie en immobilier d'entreprise est nettement plus importante, de l'ordre de 20 % du stock total et 85 % du total de l'immobilier d'investissement. Le potentiel d'externalisation d'immobilier d'entreprise auprès des investisseurs reste important car près de 50 % du stock total est jugé *investment grade*.

L'immobilier d'investissement est beaucoup plus financé par la dette que l'immobilier dans son ensemble. Par nature, sa structure de financement est optimisée au plus près et sa contribution à la productivité du capital dans l'économie est élevée. Les capitaux propres ne représentent que 42 % de sa valeur, décomposés en 5 % de capitaux publics, cotés sur les places boursières (*public equity*), et 37 % de capitaux privés (*private equity*), structurés sous forme de fonds immobiliers ou d'investissement direct. La dette représente les 58 % restants, décomposée en 14 % de dette publique essentiellement sous forme d'obligations sécurisées et un peu d'instruments titrisés (*public debt*) et 44 % sous forme de dette privée bancaire (*private debt*). La dette bancaire traditionnelle représente donc 75 % du total de la dette.

Structure de financement de l'immobilier d'investissement en Europe



Source : DTZ.

La structure de financement de l'immobilier d'investissement en Europe se démarque nettement de la situation prévalant aux États-Unis où la proportion de dette est plus élevée et surtout sa composition est très différente: la dette bancaire ne représente que 55 % du total de la dette, la dette privée souscrite directement ou au travers de fonds par les compagnies d'assurance représente 20 % du total et la dette publique 25 % du total essentiellement sous forme d'instruments titrisés. Les sources de financement sont donc plus équilibrées avec plus de recours au marché par la titrisation et l'importance d'un nouvel acteur quasi absent en Europe: les assureurs.

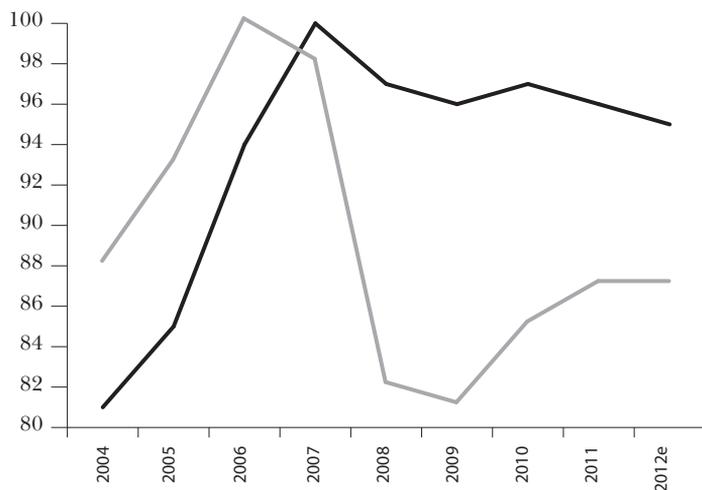
La crise financière induit des tensions sur le financement de l'immobilier en Europe

La crise financière qui secoue l'Europe dans le sillage de l'effondrement du marché des crédits hypothécaires *subprime* aux États-Unis n'a pas de fondements dans le fonctionnement du marché immobilier local. Son origine est à rechercher dans la rigidité du système de monnaie unique qui a uniformisé la politique monétaire à des pays dotés de compétitivités économiques très différentes. La crise a révélé en fait la fragilité des économies européennes qui, depuis plus de quinze ans, recouraient à l'endettement pour maintenir le pouvoir d'achat des ménages jusqu'à gonfler dans des proportions insoutenables les bilans des agents économiques et des États en particulier. Il n'en reste pas moins que l'éclatement de la crise a provoqué des dysfonctionnements profonds sur certains marchés immobiliers particulièrement tendus en termes de levier financier tels que l'immobilier résidentiel en Espagne ou l'immobilier d'entreprise au Royaume-Uni ou en Irlande.

Globalement, l'immobilier résidentiel en Europe n'a pas enregistré de corrections importantes. Depuis 2007, la tendance est à une baisse graduelle des valeurs après le bond de 20 % enregistré sur les trois années précédentes. L'immobilier d'entreprise en Europe a nettement plus souffert de la situation avec une chute de près de 20 % des valeurs en trois ans à partir de 2006, suivie d'un modeste rebond et d'une stabilisation ensuite. Cette évolution provoque des inquiétudes légitimes sur les garanties associées à la

dette, d'autant que le pic de l'activité d'investissement a pratiquement coïncidé avec le point le plus haut des valeurs⁴.

Évolution des valeurs de l'immobilier en Europe

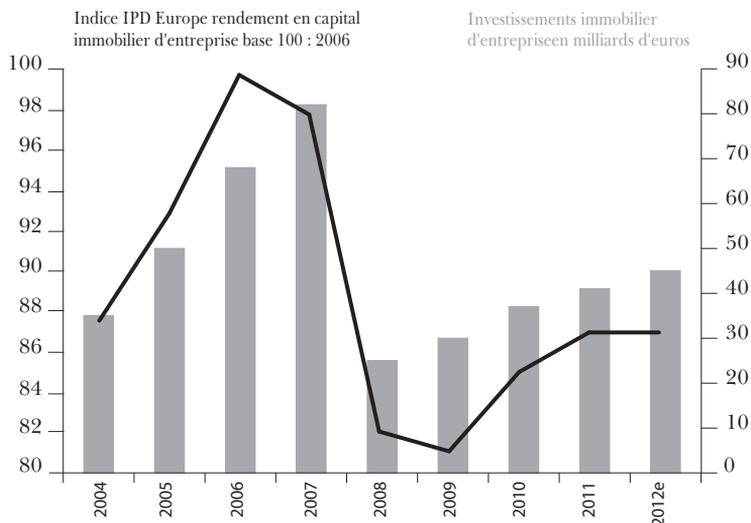


Indice Eurostat Europe prix des logements neufs et anciens base 100 : 2007

Indice IPD Europe rendement en capital immobilier d'entreprise base 100 : 2006

Source : IPD, Eurostar.

Évolution des valeurs et investissements en immobilier d'entreprise en Europe



Source : IPD, BNP Paribas Real Estate.

La durée de vie de la dette bancaire affectée au financement de l'immobilier d'entreprise étant de l'ordre de cinq à sept ans, le problème du refinancement de la dette contractée en haut de cycle est en train de se poser avec acuité.

Simultanément l'environnement réglementaire des banques en Europe subit de profonds changements

Dans cette conjoncture délicate, la mise en application progressive de la réglementation Bâle III sur les banques change considérablement les conditions de financement de l'immobilier. Schématiquement le financement bancaire à l'immobilier d'entreprise devient plus cher sous Bâle III, de l'ordre de 100 à 150 points de base, tandis que le financement à l'immobilier résidentiel devient plus court. La fabrication d'un prêt hypothécaire à l'immobilier d'entreprise va nécessiter en effet deux fois plus de capitaux propres, typiquement de 4 à 8 % du montant du prêt, et deux fois plus de ressources longues, de 30 à 60 % du montant du prêt. Simultanément les banques sont soumises à l'exigence de restructurer le financement du stock de prêts existants en augmentant l'adossement en capitaux propres et sont donc confrontées à l'obligation de restreindre la taille de leur encours de crédits.

Ces nouvelles conditions de financement devraient générer un *funding gap*, différentiel entre le montant des prêts à l'investissement en immobilier d'entreprise arrivant à échéance devant être refinancés et le montant disponible auprès des banques compte tenu des contraintes, significatif, de l'ordre de 10 à 20 % de l'encours total des prêts⁵. Une partie de ce *funding gap* est compensée par l'apport en capitaux propres des investisseurs et la baisse concomitante du levier financier dans les portefeuilles d'investissement en immobilier, mais la ressource plus chère va générer l'apparition de nouveaux circuits de financement, notamment au travers du redéploiement des techniques de marché, obligations sécurisées et titrisation, mais aussi du recours aux compagnies d'assurance.

5. Sources : Morgan Stanley, DTZ.

Le développement des sources de financement immobilier alternatives aux banques

La mise en application parallèle de la réglementation Solvabilité II sur les compagnies d'assurance va avoir un impact majeur sur l'allocation stratégique en immobilier des investisseurs institutionnels qui va plutôt dans le sens d'un avantage pour le placement en dette immobilière au détriment des actifs réels. La nouvelle réglementation impose en effet aux compagnies d'assurance une couverture en capitaux propres pour couvrir le risque de marché des actifs risqués tels que les actifs immobiliers. Cette couverture est certes moindre que celle exigée pour les actions, elle est de 25 % de l'encours de placement immobilier contre près de 40 % pour les actions, mais elle est très supérieure à celle exigée pour des créances immobilières, de l'ordre de 6 %. Évidemment investir dans une créance immobilière ne génère qu'un rendement proche du rendement locatif immobilier et ne permet pas de tirer profit de plus-values immobilières, mais compte tenu du fait que l'immobilier d'entreprise *core*, c'est-à-dire à risque faible, dégage sur longue période un rendement locatif de l'ordre de 5 % et un rendement en capital de 2 %, payer 6 % en capitaux propres pour une performance même assez inférieure à 5 % est plus avantageux que payer 25 % en capitaux propres pour une performance globale de 7 %. De plus les compagnies d'assurance peuvent tirer profit de leur compétence en investissement direct en immobilier d'entreprise pour bien juger du risque attaché à l'investissement dans des créances immobilières.

Concrètement l'investissement dans des créances immobilières peut se faire en direct ou par titrisation au travers de fonds de créances. Les compagnies d'assurance ont un peu partout en Europe le droit d'investir directement en créances une petite partie de leur portefeuille d'actif en dérogation du monopole bancaire. La création de fonds titrisés de créances permet néanmoins d'élargir l'offre en profilant des stratégies d'investissement variées, en particulier en intégrant des prêts de durées plus longues que le secteur bancaire est à même d'assumer. Les fonds de pension sont eux aussi attirés par une exposition accrue aux fonds de créances immobilières dans le cadre d'une allocation d'actifs alliant faible risque et rendement élevé, se démarquant ainsi de l'investissement obligataire. Les fonds de créances à maturité longue et à faible risque

sont donc appelés à se développer, mais les segments plus risqués de la dette junior, mezzanine ou subordonnée avec des horizons plus courts ou de la dette senior sur des actifs *off-prime* sont aussi prometteurs auprès d'investisseurs au profil de risque plus agressif.

Le secteur du *public equity* a lui aussi initié une dynamique propre de financement par la dette au travers d'émissions d'obligations. La majorité des sociétés immobilières cotées sont correctement capitalisées, possèdent des portefeuilles d'actifs de bonne qualité et sont dotées du régime REIT de transparence fiscale qui les rend particulièrement attractives pour les investisseurs. Elles peuvent donc faire appel au marché obligataire dans de bonnes conditions comme alternative au financement bancaire, et les émissions se sont multipliées ces dernières années, même si elles ont globalement mis l'accent sur une réduction du levier financier.

Un système de financement de l'immobilier plus diversifié est en train de se développer, à l'instar de ce qui se passe aux États-Unis. Ce système émanant des institutions financières non bancaires que l'on nomme le *shadow banking* reste en phase d'émergence en Europe mais continue son essor et est appelé à se renforcer dans les prochaines années pour devenir un outil parallèle et complémentaire au circuit bancaire traditionnel et dominant.

Achévé de rédiger le 25 février 2013.

NOUVELLES TECHNIQUES

Georges PAUGET
Président
Économie Finance et Stratégie

BANQUES : LA GRANDE MUTATION

Le coût économique et social de la crise de 2007-2009 dite des *subprime* a conduit les gouvernements du G20 à souhaiter un profond changement des règles qui régissent la gestion des banques et plus généralement des activités financières. Dès le G20 de Washington en novembre 2008, immédiatement après la faillite de Lehman Brothers, puis au printemps 2009 à Londres, les orientations de principe ont été arrêtées. S'agissant des banques, le Comité de Bâle s'est immédiatement saisi du dossier et a lancé une première consultation sur les nouvelles règles dites Bâle III qui allaient devoir s'appliquer aux banques. Ces règles ont été définitivement adoptées par le G20 de Séoul en novembre 2010.

C'est la première fois dans l'histoire de la banque que des règles porteuses d'une telle transformation de la gestion des banques ont été mises au point et adoptées dans un laps de temps aussi court.

Il est parfois de bon ton aujourd'hui de considérer que, in fine, peu de choses ont changé, et que les banques continuent à être gérées comme par le passé. Ce sentiment tient au fait que certains pays, à commencer par les États-Unis, n'ont de cesse que de différer l'application de mesures qu'ils ont eux-mêmes contribué à définir. De ce point de vue, la situation n'est pas sensiblement différente de celle rencontrée lors de la mise en œuvre de Bâle III, que les États-Unis n'ont jamais appliquée.

La réalité est différente de cette vision un peu rapide et schématique et les écarts dans l'application des nouvelles règles sont extrêmement importants suivant les zones géographiques et les pouvoirs accordés aux autorités de régulation et de supervision.

L'Europe est sans conteste la zone économique qui, parfois avec un peu de retard compte tenu de la complexité de son système institutionnel, applique avec le plus de détermination les nouvelles règles. À cette pression réglementaire s'ajoutent deux autres facteurs : la pression des marchés, qui est d'autant plus forte que l'inquiétude sur le devenir de la zone euro est présente et la pression de la conjoncture. L'Europe est en récession et les acteurs économiques et financiers disposent, de ce fait, de moins de marge de manœuvre pour réaliser la transformation du modèle économique que les nouvelles règles prudentielles tendent à imposer.

C'est donc dans un contexte concurrentiel et conjoncturel très spécifique que les banques européennes sont amenées à repenser leur modèle économique et leur stratégie. Cette mise à plat repose sur une réévaluation des missions fondamentales de la banque que sont la transformation des dépôts et de l'épargne en crédits, la sécurité des dépôts et la gestion des moyens de paiements. Reprenons successivement chacun de ces thèmes pour mieux évaluer la portée des changements en cours.

I. L'évolution de la transformation bancaire

Il est de fait que le dérèglement des fonctions de transformation bancaire et financière constitue une des caractéristiques des crises financières récentes. Cela s'est traduit par une croissance anormalement forte des crédits rapportés aux évolutions économiques. Cet afflux de financement a exercé une pression artificielle à la hausse du prix des actifs et explique la création de bulles sur certains marchés, l'immobilier étant le plus important.

Pour éviter qu'un tel phénomène ne se reproduise, les régulateurs ont entrepris de sécuriser le bilan des banques par un double mouvement. En premier lieu, par une augmentation significative des fonds propres, également définis de façon plus stricte, qui

conduit, pour un niveau équivalent de risque, à une multiplication du capital comprise entre 3.5 et 4.0 suivant les établissements. En second lieu, par la création de 2 ratios internationaux de liquidité dont le premier, le ratio de court terme, est désormais défini. Enfin, par une prise en compte du ratio de levier, le rapport entre le capital et le bilan de la banque, qui était, pour les régulateurs, un ratio indicatif et qui est devenu, en 2011, sous la pression du marché, une véritable contrainte. L'ensemble de ces dispositions additionnées, ajouté à l'instabilité de la zone euro en 2011, a conduit à un mouvement dit de *deleveraging*, qui, pour les banques françaises, s'est traduit par une contraction de leur bilan de l'ordre de 10 %.

Le modèle économique des banques s'en est trouvé profondément modifié. Elles ont réduit le volume de leurs financements aux grandes entreprises ou aux grands projets internationaux. Les banques françaises ont ainsi perdu en un an dix places dans les classements mondiaux, remplacées par les banques américaines et chinoises notamment. Elles ont également diminué leurs activités de marché dont la rentabilité s'est trouvée réduite sous l'effet conjugué de la hausse du coût de la liquidité et des besoins de fonds propres. Les groupes ont également remis en cause le niveau d'activité des métiers dans lesquels ils jugeaient la rentabilité ou l'emprise sur le marché insuffisante, tel est le cas en particulier pour le crédit à la consommation et le crédit immobilier dans certains pays.

Au total, le profil de risque des principaux groupes bancaires s'est réduit et le financement de leurs besoins de trésorerie par le marché est redevenu possible. Une fois cette étape franchie, l'enjeu pour les banques est désormais de retrouver un niveau de rentabilité qui leur assure, sur longue période, la couverture du coût du capital. C'est aujourd'hui le cas pour la banque de détail, même si la rentabilité a baissé, mais ce n'est pas encore le cas pour la banque d'investissement et de marché. Dans ces métiers, une accélération de la rotation des actifs est nécessaire, elle sera fonction de la performance à venir du modèle *originate-to-distribute* mis en place par les banques.

Le deuxième grand domaine de transformation des modèles bancaires concerne les dépôts de la clientèle.

II. L'évolution de la gestion et la sécurité des dépôts de la clientèle

Plusieurs mouvements se développent qui donnent une actualité particulière à la gestion des dépôts des clients.

Ils tiennent à l'exigence de dépôts stables telle qu'elle résulte de la réglementation, à la garantie des dépôts et aussi aux nouvelles règles concernant les banques en difficulté, dites règles de résolution, qui peuvent conduire à isoler certaines activités au sein de l'organisation des grands groupes bancaires.

Les ratios de liquidité incitent les banques à collecter des dépôts stables et pour les dépôts à terme, de durée plus longue. C'est une donnée nouvelle et qui ne manquera pas d'influencer la stratégie marketing des établissements. La concurrence devrait être plus vive, sans aller pour autant jusqu'à une « guerre des dépôts » que les superviseurs ne laisseraient pas, en toute hypothèse, s'installer. Cette concurrence ne se limitera pas aux seuls dépôts ou à l'épargne liquide des particuliers, bien traités par la réglementation ; elle devrait s'étendre aussi aux dépôts des entreprises dans la mesure où la récente adaptation du ratio LCR a sensiblement accru leur intérêt.

La question de la garantie des dépôts constitue un autre facteur de changement. Une directive européenne est en préparation sur ce sujet. Elle devrait définir les rôles et les contributions respectives des fonds nationaux et d'un éventuel fonds européen. Suivant la nature du fonds, la façon dont il sera alimenté, l'impact sur les conditions d'exploitation des banques sera différent. Cette garantie des dépôts ne peut être complètement dissociée d'un autre sujet, inscrit lui aussi à l'agenda européen. Il s'agit des « plans de résolution », c'est-à-dire de la façon dont doivent être supervisées et gérées les banques en difficulté, ainsi que, si nécessaire, la façon dont les actionnaires et les créanciers de la banque auront à supporter d'éventuelles pertes.

Ces plans de résolution reposent sur l'étude de tests de résistance qui ont vocation à mettre en évidence la sensibilité des établissements à des risques considérés comme extrêmes. Les résultats ainsi obtenus peuvent conduire à réviser à la baisse le niveau de

risque supporté par la banque, à remettre en cause certaines activités, voire à les isoler au sein de l'organisation de la banque. Ces plans de résolution sont ensuite examinés par le régulateur qui peut, si nécessaire, exiger des adaptations. On mesure ainsi que ce type de procédure a potentiellement pour effet de mieux encadrer le risque et, le cas échéant, de redéfinir le portefeuille d'activités et/ou l'organisation d'un groupe bancaire. C'est donc une autre source de transformation du modèle économique des banques.

III. L'évolution de la gestion des moyens de paiement

L'industrie des moyens de paiement connaît elle aussi des changements profonds qui ont deux origines. La première est la pression exercée par les autorités de la concurrence qui remettent en question le niveau des commissions supportées in fine par les consommateurs, ou qui contestent le principe ou le niveau des commissions versées par les banques des commerçants aux banques des porteurs de cartes. Le résultat, outre la baisse de rentabilité des opérations concernées, est une remise en cause du modèle économique des plates-formes d'échange et de compensation dans lesquelles les banques avaient investi.

La deuxième pression à la transformation du modèle est l'arrivée de nouveaux acteurs sur ce marché. Venant du commerce internet, ou spécialistes des paiements de petits montants, ils viennent remettre en cause la position jusqu'ici dominante des banques sur ce marché.

Dès lors plusieurs tendances se dessinent. La première tend à une séparation plus marquée, au moins pour certaines catégories de paiements, entre les activités de paiements et la tenue des comptes de dépôts. Là où la banque était jusqu'ici l'opérateur unique, on pourrait avoir deux prestations de services faites par des acteurs différents : les prestataires de paiements d'une part, et la banque d'autre part. Ce mouvement, qui existe aux États-Unis, pourrait désormais se répandre en Europe. C'est là une évolution que connaissent toutes les grandes industries: les acteurs se spécialisent sur le maillon de la chaîne de valeur sur lequel ils sont les plus performants. Ainsi les industriels du

commerce pourraient-ils partiellement se substituer aux banques sur le traitement des paiements. Dans cette perspective, les banques continueraient à avoir le monopole de la gestion des dépôts en raison de la garantie apportée à ces derniers.

La seconde tendance est un changement dans les partenariats noués entre acteurs de la filière des paiements. Alors que jusqu'ici les banques avaient tendance à coopérer entre elles et à ne solliciter d'autres acteurs qu'en qualité de sous-traitants, elles pourraient demain nouer de nouvelles alliances, soit avec des acteurs du commerce qui intègrent les paiements, soit avec d'autres acteurs spécialisés dans les paiements et disposant de procédures innovantes ou occupant dès à présent des positions fortes sur certains marchés de niche. Les termes de la concurrence pourraient de ce fait s'en trouver profondément modifiés.

* * *

Ainsi, qu'il s'agisse de la fonction de transformation des dépôts en crédits, des conditions associées à la garantie des dépôts ou de la gestion des moyens de paiements, l'ensemble des missions traditionnelles des banques voit ses conditions d'exécution profondément changées. Face à ces défis multiples, les banques vont devoir réévaluer leurs stratégies pour assurer un rendement de leur capital en ligne avec les attentes de leurs actionnaires.

Ce mouvement est engagé. Il n'est encore affiché et pleinement assumé.

Achévé de rédiger le 13 mars 2013.

Christophe CAHN

Observatoire des entreprises de la Banque de France

LES GRANDES TENDANCES DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Que ce soit auprès des établissements de crédit, par le marché ou à partir de leurs ressources propres, le financement des entreprises constitue un élément majeur sur le plan macroéconomique. En effet, de par son rôle dans les cycles d'exploitation et d'investissement du tissu productif, et celui joué dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire, notamment via le canal du crédit, la compréhension du financement des entreprises est primordiale dans le diagnostic économique. Dans ce contexte, le présent article vise à dégager les grandes tendances des différents types de financement des entreprises non financières : interne ou externe et, dans ce second cas, intermédié ou désintermédié, en apportant un éclairage particulier sur le comportement des entreprises selon leur taille.

1 – Un financement interne toujours prégnant

Le financement interne dépend de la capacité d'autofinancement, laquelle est étroitement liée à la rentabilité des entreprises.

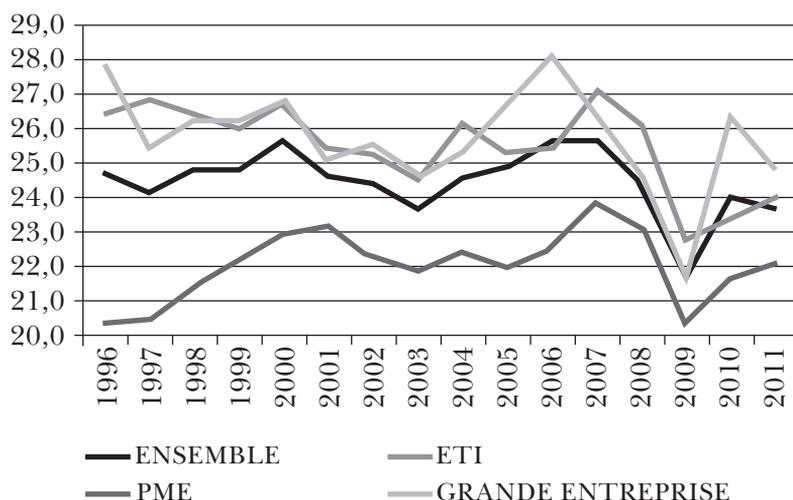
I.1 – Une rentabilité stable sur longue période, mais chahutée par la crise...

Entre 1996 et 2008, la rentabilité des entreprises mesurée par le taux de marge (rapport de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée de l'entreprise¹) est restée dans l'ensemble relativement stable et proche de sa valeur moyenne de long terme, soit 24,5 %² (Figure 1).

1. De ce fait, le taux de marge mesure la ressource d'exploitation dégagée par unité de production de l'entreprise.

2. Sauf mention contraire explicite, les chiffres évoqués dans cet article sont issus du dossier statistique de la « Situation des entreprises » publié par la Banque de France (<http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/entreprises/structure-et-performances-des-entreprises.html>).

Figure 1 : Taux de marge (en %)



Champ : Entreprises non financières au sens de la LME.

Note : PME : petites et moyennes entreprises, ETI : entreprises de taille intermédiaire.

Source : « Situation des entreprises », Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

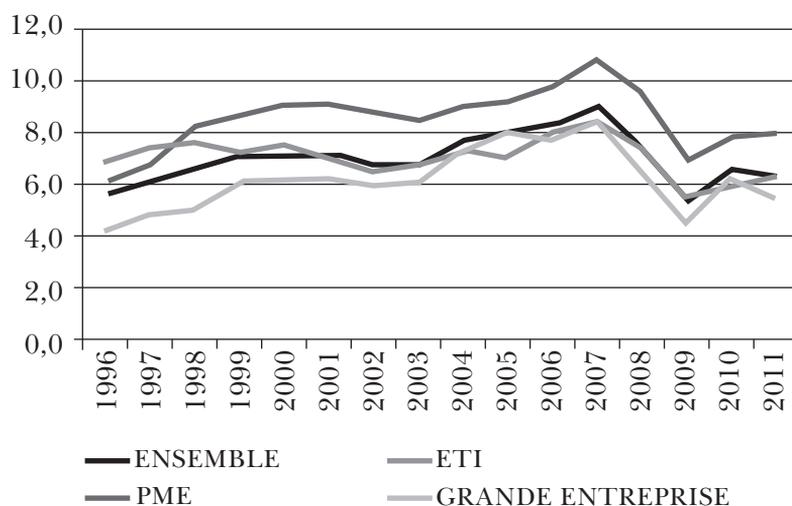
La crise de 2008 a affecté négativement cette rentabilité qui depuis lors peine à revenir sur ses niveaux de long terme. De manière très similaire, ce profil se retrouve également dans l'évolution de la rentabilité économique nette³ (Figure 2).

En termes de rentabilité financière (capacité nette d'autofinancement sur capitaux propres), on constate sur la période récente que les disparités sont fortes entre secteurs, oscillant entre -1,6 % dans les transports et 15,9 % dans l'information communication. La dispersion est importante également au sein de chaque catégorie d'entreprises. Un quart des entreprises, quelle que soit leur taille, ont une rentabilité financière nette inférieure à 5 %. De façon générale et au-delà de ces résultats d'ensemble, une proportion significative d'entreprises affichent des résultats négatifs. De 18 % en 2007, leur part en nombre est montée à 25 % en 2009 et elle est encore supérieure à 22 % en 2011, aussi bien dans les petites

3. La rentabilité économique nette, mesurée en rapportant l'excédent net d'exploitation au capital d'exploitation composé des immobilisations d'exploitation et du besoin en fonds de roulement d'exploitation. Elle évalue la performance économique de l'entreprise dans l'utilisation des facteurs de production, sans prise en compte de sa structure financière.

et moyennes entreprises (PME) que dans les entreprises de taille intermédiaire (ETI), nouvelle notion introduite par le décret statistique relatif à la loi de modernisation de l'économie (LME, 2008-1354).

Figure 2 : Rentabilité nette du capital d'exploitation (en %)



Champ : Entreprises non financières au sens de la LME.

Source : « Situation des entreprises », Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

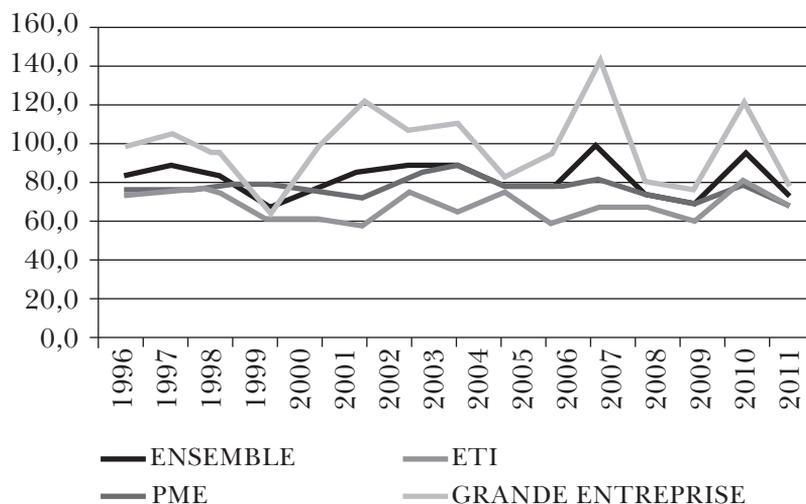
I.2 – ... rentabilité qui conduit à un autofinancement en berne sur la période récente

Dans un contexte d'érosion des marges (hausse de la valeur ajoutée de 3,6 % mais stagnation de l'excédent brut d'exploitation et de la capacité d'autofinancement), l'autofinancement des entreprises, déterminé par la capacité d'autofinancement nette des dividendes versés, s'inscrit sensiblement à la baisse et cède 12,1 % entre 2010 et 2011. Le taux d'épargne se contracte en 2011, pour atteindre 15 % contre 17,5 % en 2010. Les disparités entre catégories d'entreprises sont par ailleurs importantes même si elles se sont resserrées en 2011, y compris au sein des plus grandes entités. Au total, plus de 18 % des entreprises affichent un autofinancement négatif en 2011.

Le taux d'autofinancement des investissements (Figure 3) baisse lui aussi, à moins de 75 %. Cette baisse est amplifiée si

l'on y ajoute la hausse des besoins en fonds de roulement (taux d'autofinancement de moins de 70 %).

Figure 3 : Taux d'autofinancement (en %)



Champ : Entreprises non financières au sens de la LME.

Source : « Situation des entreprises », Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

II – Un financement bancaire encore prépondérant, en soutien de l'investissement

Le financement bancaire, principale source d'endettement pour la plupart des entreprises, est de plus en plus dédié à l'investissement, dans un contexte marqué par les mesures publiques de soutien au développement des PME et ETI.

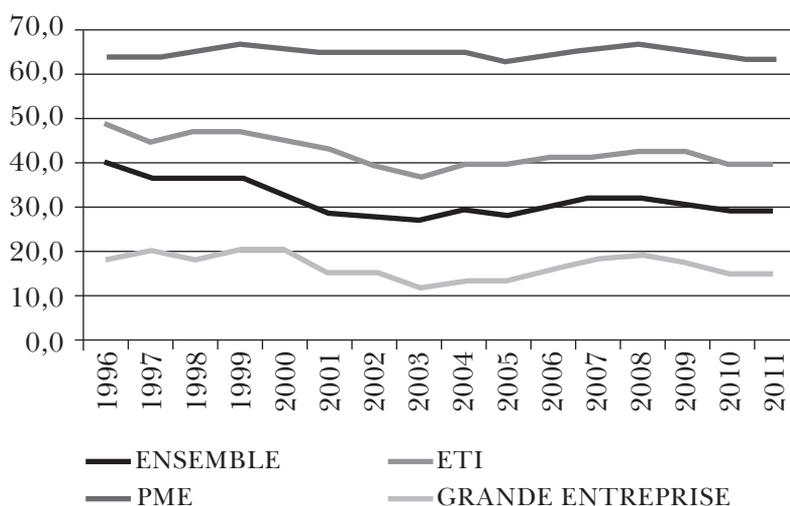
II.1 – Une évolution du financement bancaire contrastée selon la taille des entreprises

Depuis une quinzaine d'années, la part des dettes bancaires dans l'endettement financier des entreprises diminue en tendance et se situe significativement en deçà de sa valeur moyenne de long terme (environ 32 %) depuis 2009, comme le montre la Figure 4. Ces niveaux masquent néanmoins des différences notables selon la taille des entreprises. En particulier, la part des dettes bancaires

dans l'endettement financier diminue avec la taille des entreprises considérées.

Ainsi, s'agissant des PME, l'endettement financier de nature bancaire est relativement stable sur longue période, s'établissant à 65 % entre 1996 et 2011. Les entreprises relevant de la catégorie des ETI présentent en revanche un ratio de dettes bancaires à la baisse sur longue période, perdant pratiquement neuf points de pourcentage (de 48,3 % en 1996 à 39,5 % en 2011). Là encore, la part de l'endettement bancaire reste inférieure à sa moyenne de long terme (environ 42 %) depuis 2009. Le comportement d'endettement des ETI tend ainsi à se rapprocher de celui des grandes entreprises (GE): ces dernières présentent en effet un ratio d'endettement bancaire relativement stable, évoluant légèrement autour d'une valeur moyenne de long terme de 17 % environ.

Figure 4 : Part des dettes bancaires dans l'endettement financier (en %)



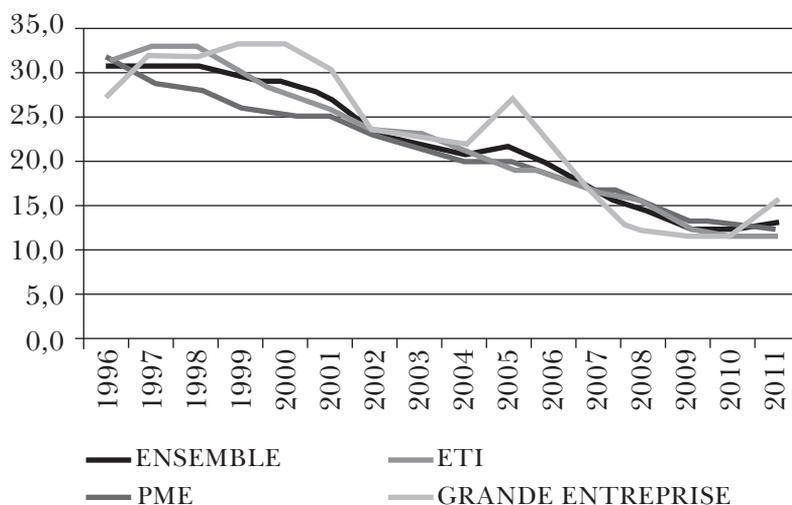
Champ : Entreprises non financières au sens de la LME.

Source : « Situation des entreprises », Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

En revanche, ce profil hétérogène selon la taille de l'entreprise disparaît complètement lorsqu'il s'agit de la part de l'endettement bancaire dédiée au financement de l'exploitation – en opposition

au financement dédié à l'investissement – tel que mesuré par la part des concours bancaires courants⁴ dans l'endettement bancaire (Figure 5).

Figure 5 : Part des concours bancaires courants dans l'endettement bancaire (en %)



Champ : Entreprises non financières au sens de la LME.

Source : « Situation des entreprises », Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

En effet, quelle que soit la taille de l'entreprise considérée, cette part décroît très régulièrement de 31 % environ pour l'ensemble des entreprises en 1996 (de 27,2 % pour les GE à 31,6 % pour les ETI) à 13 % en 2011 (de 11,7 % pour les ETI à 15,9 % pour les GE). En conclusion, la part du financement bancaire dédiée à l'investissement augmente tendanciellement pour tous les types d'entreprises.

Cette évolution du financement bancaire s'accompagne d'un renforcement de l'investissement sur la période récente. En 2011, l'investissement des entreprises redémarre, quel que soit le type d'entreprise et le secteur, et progresse de 5,1 % sur l'ensemble

4. Les concours bancaires courants comprennent les facilités de caisse, les découverts et les autres crédits à moins d'un an contractés par une entreprise auprès d'un ou plusieurs établissements bancaires.

des entreprises, après deux années de forte contraction. Parmi les facteurs qui se combinent pour assurer ce rebond, on peut citer les conditions financières favorables et le taux moyen mensuel des crédits nouveaux aux sociétés non financières d'une durée supérieure à un an refluant de 5,6 % en septembre 2008 à 3,4 % en décembre 2010⁵.

II.2 – L'accès au crédit des PME et des ETI et les mesures de soutien à l'investissement

De nombreuses études montrent que les PME ne semblent pas avoir été fortement affectées par un rationnement de crédit en France, comme dans la plupart des économies européennes sur la période récente⁶. Parmi les motivations qui sous-tendent la demande de crédit, les besoins en investissements de long terme, comme ceux relatifs aux projets de recherche et développement, sont soumis à des problématiques spécifiques. En effet, les projets d'investissement en recherche et développement sont risqués par essence et sont difficilement pilotables par les banques, tout en rendant lointaines les perspectives de retour sur investissement. Cela a pour conséquence d'engendrer un déficit d'investissement qui est généralement bien documenté dans la littérature.

Par ailleurs, une étude récente⁷ menée auprès d'un panel d'ETI confirme que l'endettement bancaire reste la source de financement privilégiée aussi bien des investissements corporels que des opérations de croissance externe par acquisition. S'agissant en revanche des dépenses de recherche et développement,

5. Cette constatation vaut également pour le coût des crédits d'exploitation, mesuré par la part des crédits nouveaux dont la période de fixation initiale est inférieure à un an, qui décroît fortement de 5,7 % en septembre 2008 à 2,3 % en décembre 2010.

6. Le lecteur pourra utilement se rapporter à l'enquête SAFE menée par la BCE auprès des économies européennes. Voir également Rottmann et Wollmershäuser (2010), « A Micro Data Approach to the Identification of Credit Crunches » (CESIFO Working Paper n° 3159) pour l'Allemagne, l'enquête OSEO et l'étude de Kremp et Sevestre (2011) « Did the crisis induce credit rationing for French SMEs ? » (Document de travail de la Banque de France n° 405) pour la France.

7. Voir « Les ETI en France : quelles stratégies de croissance, d'investissement et de financement ? », Direction des Entreprises - Observatoire des entreprises, Bulletin de la Banque de France n° 190, 4^e trimestre 2012.

c'est l'autofinancement qui paraît être la source de financement privilégiée pour ce type d'investissement.

Afin de prévenir les difficultés de financement de tels projets de long terme, un certain nombre de mesures ont été envisagées et mises en œuvre pour soutenir notamment les PME, parmi lesquelles on peut citer récemment la création de la Banque publique d'investissement (BPI) et la réforme du crédit d'impôt recherche (CIR). Le gouvernement a décidé la création de la BPI pour, en particulier, parer aux coûts élevés de financement des exportations ou des projets de recherche et développement, notamment du fait de la difficulté pour les banques d'évaluer une prime de risque appropriée. Dans ce cadre, cette structure publique jouera notamment le rôle de garantie des prêts octroyés aux PME qui sont exempts de problèmes de solvabilité dans la mesure où ces prêts garantis servent à financer les exportations ou les projets de recherche et développement⁸. Par ailleurs, le CIR existant a été simplifié et profondément renforcé en 2008, ce qui a pu avoir comme effet de réduire presque de moitié le coût de recherche et développement, selon une étude récente ⁹.

III – Un financement désintermédié multiforme tiré par les plus grandes entreprises

Si les financements obligataire et intragroupe progressent, le crédit interentreprises connaît des évolutions hétérogènes selon la taille des entreprises.

III.1 – Un recours accru au financement obligataire et intragroupe

Depuis quinze ans, la part de financement obligataire dans l'endettement financier augmente en tendance, de 13,9 % en 1996 à 19,3 % en 2011 (voir Figure 6). Ce mouvement découle en grande

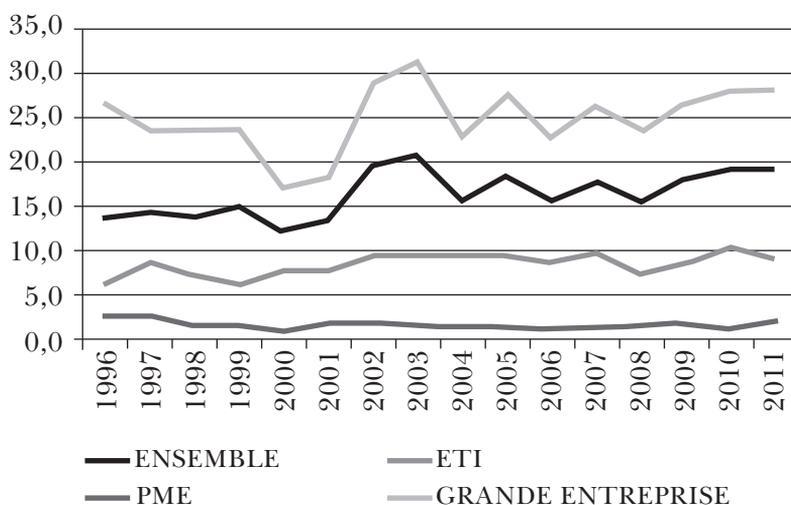
8. Le spectre des interventions de la BPI est bien plus large: en plus des garanties de prêts, ses interventions pourront, entre autres, prendre la forme de subventions et avances remboursables, de cofinancement de prêts bancaires à moyen et long termes ou d'investissements en fonds propres et en quasi-fonds propres.

9. Voir Mulkay et Mairesse (2011), «L'évaluation de l'impact du crédit d'impôt recherche», Rapport pour le Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche.

partie du comportement des ETI et des GE pour lesquelles cette part évolue de 6,5 % à 9,5 % et de 26,6 % à 28,3 % respectivement, pour les années 1996 et 2011. Le financement obligataire reste stable mais marginal pour les PME, à 1,7 % de l'endettement financier en moyenne sur longue période.

Les dividendes versés en 2011, issus des bons résultats de 2010, sont en nette progression, et représentent ainsi près de 11 % de l'ensemble du revenu global. Contenue dans les PME, la hausse concerne surtout les ETI et les grandes entreprises où les distributions ont atteint respectivement 10,7 % et 13,7 % du revenu global en 2011. Cette évolution reflète l'internationalisation des groupes, à l'origine d'importants flux financiers entre filiales résidentes et sociétés-mères situées à l'étranger. Elle doit être aussi relativisée car les fonds ainsi prélevés par les actionnaires peuvent être réinjectés sous forme d'apports en comptes courants, d'augmentation de capital ou de primes d'émission, participant ainsi au financement des entreprises en limitant les effets du recul de l'autofinancement constaté sur la période récente.

Figure 6 : Part des obligations dans l'endettement financier (en %)

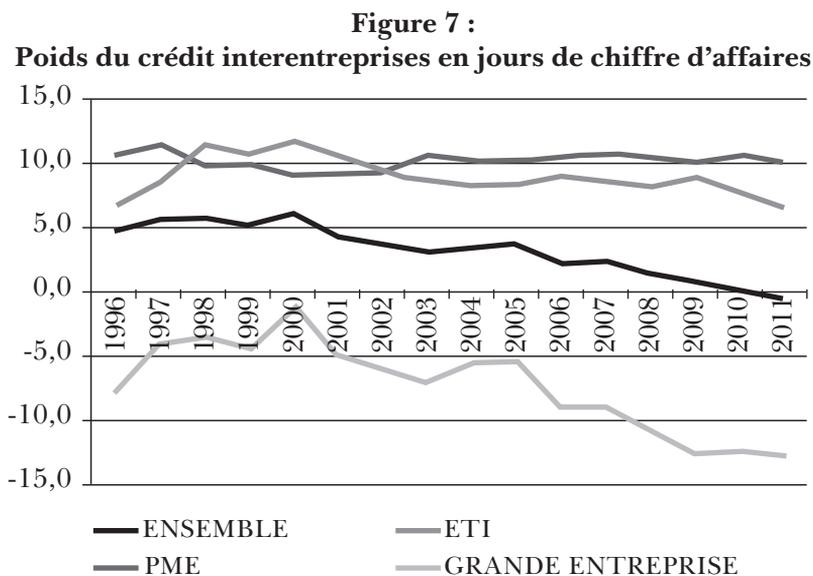


Champ : Entreprises non financières au sens de la LME.

Source : « Situation des entreprises », Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

III.2 – Des tendances contrastées du crédit interentreprises

Le crédit interentreprises, dont l'évolution est présentée dans la Figure 7, constitue également une source importante de financement pour les entreprises.



Champ : Entreprises non financières au sens de la LME.

Source : « Situation des entreprises », Banque de France, base FIBEN, novembre 2012.

Sur longue période, le poids du crédit interentreprises, ou solde commercial, diminue régulièrement, représentant environ 5 jours de chiffre d'affaires en 1996 et pratiquement 0 en 2011. En revanche, une décomposition par taille montre que cette tendance de fond est essentiellement engendrée par le comportement des grandes entreprises, pour lesquelles le poids du crédit interentreprises est négatif depuis 15 ans et se creuse tendanciellement, atteignant -12,8 jours de chiffre d'affaires en 2011, après un point haut se situant à 1,3 jour en 2000. De manière beaucoup moins marquée, les ETI suivent cette tendance et, pour ces entreprises, le poids du crédit diminue pratiquement de moitié entre 2000 et 2011 où il atteint respectivement 11,5 et 6,5 jours de chiffre d'affaires. Dans ce contexte, les PME font figure d'exception en faisant apparaître un poids du crédit interentreprises particulièrement stable sur longue période, à 10 jours de chiffre d'affaires.

Conclusion

L'analyse confirme l'hétérogénéité du comportement agrégé des entreprises selon leur taille. En effet, la confrontation des différents profils temporels fait apparaître une relative stabilité du comportement des PME sur le long terme, dont l'endettement financier est principalement d'origine bancaire. À l'inverse, les grandes entreprises, et dans une moindre mesure les ETI, font montre d'un comportement tendanciel plus marqué, limitant le recours aux banques et s'appuyant davantage sur le crédit interentreprises. De ce point de vue, l'analyse tend à montrer également une certaine convergence du comportement des ETI vers celui des grandes entreprises.

Achévé de rédiger le 16 mai 2013.



Jacques FOURNIER

Directeur général des statistiques
Banque de France

ACCÈS AU CRÉDIT DES PME ET ETI : FLÉCHISSEMENT DE L'OFFRE OU MOINDRE DEMANDE ?

Les enseignements d'une nouvelle enquête trimestrielle lancée en juillet 2012

Les besoins des entreprises en matière de financement du cycle d'exploitation et d'investissement interagissent avec le contexte économique et conjoncturel. La distribution de crédit des entreprises est corrélée au cycle économique, de manière parfois décalée dans le temps. Le comportement des banques en matière d'offre de financements peut également avoir une influence sur la demande des entreprises. La recherche et l'obtention d'un financement par les entreprises auprès des banques constituent ainsi une question essentielle dans le contexte actuel de crise économique : la contraction des encours de crédit résulte-t-elle d'un fléchissement de l'offre des banques ou d'une moindre demande de la part des entreprises ?

Les petites et moyennes entreprises et celles de taille intermédiaire n'ont guère d'accès direct aux marchés financiers, même si cela est moins vrai pour les ETI, notamment par la voie d'émissions privées, que pour les PME. Mais l'essentiel de leurs besoins doit être satisfait par les établissements de crédit. Parallèlement les banques maintiennent leur offre mais de manière plus sélective, car elles cherchent à se protéger contre les risques.

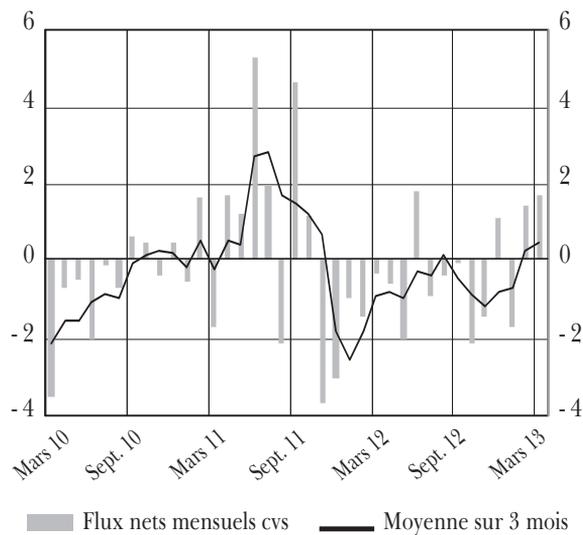
La fixation d'un taux directeur, monétaire, très bas, le refinancement des banques à taux fixe et pour le montant demandé, l'encouragement de la titrisation de bonne qualité, simple et transparente, marquent l'importance accordée par les banques centrales à l'accès au crédit. Des dispositifs publics visent également à inciter les banques à diffuser auprès des entreprises, en particulier les PME et ETI, des conditions propices à l'expression et à la satisfaction de leurs besoins.

Fin mars 2013, le taux de croissance sur 12 mois des crédits à l'ensemble des sociétés non financières était de 1,1 %, contre 4,4 % un an plus tôt. La progression des crédits à l'investissement a été relativement stable durant les quatre derniers trimestres, quoique en léger fléchissement récemment avec un taux de croissance annuel brut de 1,9 % fin mars 2013. En revanche, les crédits de trésorerie se sont contractés de 2,3 % au cours de la même période.

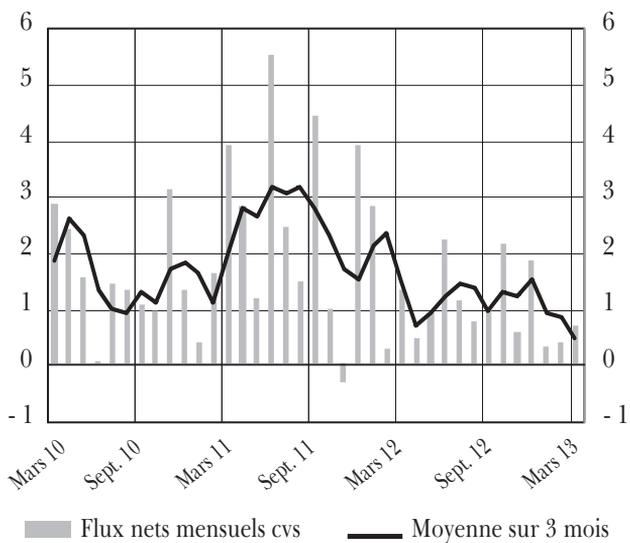
Depuis plusieurs mois, la tendance baissière du crédit aux grandes entreprises est largement due à une substitution des financements de marché au financement bancaire. Compte tenu des montants en cause, cela affecte l'évolution du taux d'endettement de l'ensemble des sociétés non financières, qui se situe à +4 % fin mars 2013.

Repli des crédits de trésorerie et stabilité des crédits à l'investissement

Crédits de trésorerie



Crédits d'investissement



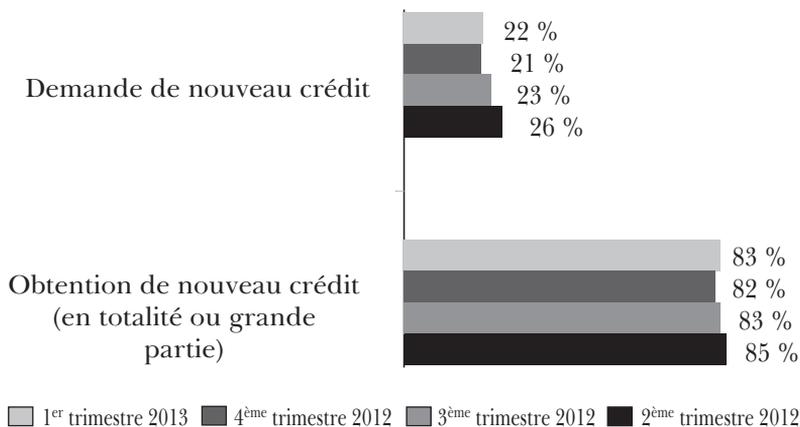
Source : Banque de France, Direction générale des statistiques, Stat Info, les crédits au secteur privé, mars 2013.

Une demande de crédit peu dynamique pour les PME durant les 12 derniers mois

Pour l'ensemble des PME hors entrepreneurs individuels et hors activités immobilières, l'encours global des crédits¹ a augmenté de 2,2 % fin mars 2013, alors que le taux annuel était 6,1 % en 2011.

La demande de nouveaux crédits de la part des PME s'est érodée depuis le 2^{ème} trimestre 2012. Selon la nouvelle enquête auprès des PME et des ETI mise en place au cours de l'année 2012 (cf. encadré), 26 % des chefs d'entreprise déclarent avoir demandé un financement bancaire au 2^{ème} trimestre 2012, contre 22 % durant le 1^{er} trimestre 2013. Cette demande reste cependant largement satisfaite : plus de 8 PME sur 10 obtiennent les crédits demandés en totalité ou en grande partie (à plus de 75 %).

Demande et obtention de nouveaux crédits par les PME Crédit de trésorerie et d'investissement confondus



Source : Banque de France, Direction générale des statistiques.

Champ : PME avec une autonomie de décision en matière de demande de crédit.

1. Crédits d'un montant unitaire supérieur à 25 000 euros, hors entrepreneurs individuels et hors PME spécialisées dans l'activité immobilière.

**L'enquête trimestrielle de la Banque de France
auprès des PME et ETI
sur leur accès au crédit en France**

La nouvelle enquête a été réalisée aux 2^{ème}, 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2012 dans deux secteurs de l'économie : **l'industrie (53 %) et les services (47 %)**.

Le champ de l'enquête est celui des entreprises interrogées chaque mois dans le cadre de l'Enquête mensuelle de conjoncture, entreprises auxquelles on demande si elles ont une **autonomie de décision en matière de demande de crédit**. Les résultats présentés ici concernent les PME (moins de 250 salariés) et ETI (de 250 à 5000 salariés). Reposant sur un échantillon de plus de 3000 PME et 400 ETI, cette enquête permet de connaître la perception des chefs d'entreprise sur leur accès au crédit bancaire.

Après avoir interrogé les entreprises sur leur demande et obtention de lignes de crédit au cours des douze derniers mois, le questionnaire concerne le trimestre sous revue : utilisation de ces lignes de crédit, demande et obtention de crédits de trésorerie et d'investissement. Ces demandes de crédits de trésorerie et d'investissement doivent être comprises comme des nouvelles demandes, venant s'ajouter à celle (éventuelle) de lignes de crédit au cours des douze derniers mois comme à l'utilisation de lignes de crédit préexistantes.

L'échantillon est important et très largement similaire d'un trimestre à l'autre, ce qui renforce la pertinence statistique des évolutions constatées. La Banque de France est la seule grande banque centrale de l'eurosysteme à conduire une enquête trimestrielle de cette nature.

La réponse des entreprises interrogées quant aux conditions pratiquées est la suivante : une majorité des PME ont perçu un maintien du coût (58 % au 2^{ème} trimestre, 50 % au 3^{ème} et encore 50 % au 1^{er} trimestre 2013) et 22 % des PME ont indiqué une diminution du coût global en ce début d'année. On observe toutefois, par d'autres données statistiques, que les taux effectifs des crédits baissent en moyenne depuis plusieurs mois, notamment pour les PME. Il est possible que les commissions perçues

expliquent en partie cette différence entre l'appréciation qualitative et la mesure quantitative.

De même la demande de nouvelles garanties par le banquier pour sécuriser son offre ne semble restreindre que modérément l'accès au crédit: elle n'a été signalée que par 9 à 10 % des PME au cours des quatre derniers trimestres.

Des situations différentes selon la nature du crédit

Les situations auxquelles sont confrontés les chefs d'entreprise sont différenciées selon le type de crédit souhaité. La demande de crédit de trésorerie de la part des PME (hors tirage sur ligne de crédit) s'est établie à des niveaux relativement faibles : seules 8 % d'entre elles au 2^{ème} trimestre 2012 et 6 % au cours des trois trimestres suivants ont sollicité ce type de financement. La demande de nouveaux crédits est plus répandue pour les prêts à l'investissement: 18 % des PME ont exprimé la volonté d'obtenir de tels crédits au cours des deux derniers trimestres écoulés, mais la demande est en repli par rapport aux trimestres précédents.

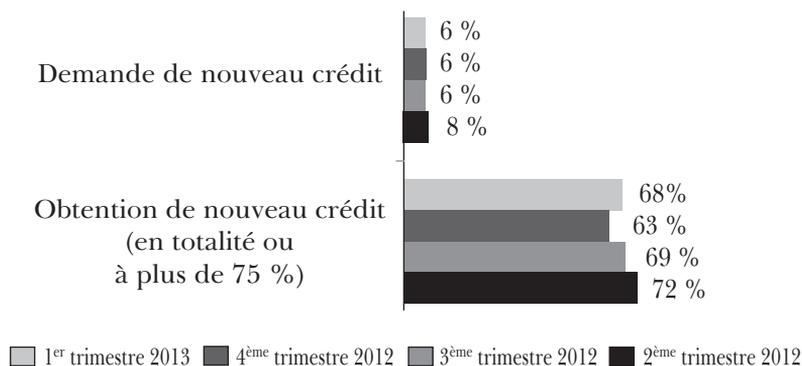
Pour les PME ayant exprimé une demande de financement, l'octroi de crédit de la part des établissements prêteurs est largement satisfait pour les crédits d'investissement, moins pour les crédits de trésorerie.

Un peu moins de 90 % des demandes de crédit d'investissement sont satisfaites au cours des quatre derniers trimestres.

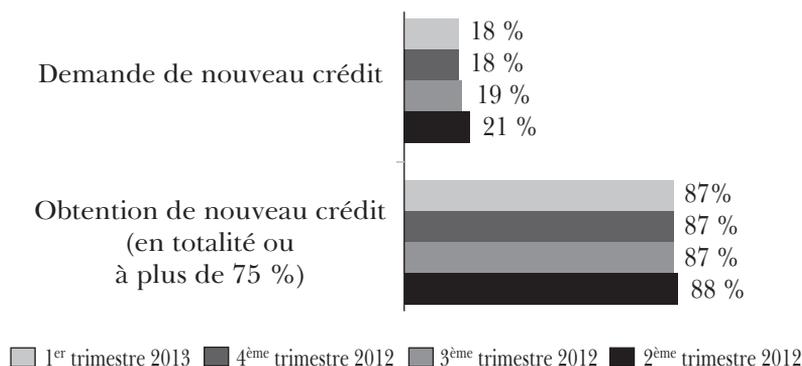
En revanche, les déclarations des PME font ressortir un fléchissement de l'offre de crédits de trésorerie en 2012, suivi par une stabilisation voire par un léger redressement au 1^{er} trimestre 2013: 72 % de ces demandes ont été satisfaites en totalité ou en grande partie (c'est-à-dire à plus de 75 % du montant demandé) au 2^{ème} trimestre 2012, puis 69 % au 3^{ème} trimestre, 63 % au 4^{ème} trimestre, et 68 % au 1^{er} trimestre 2013. Durant cette dernière période, le taux est sensiblement supérieur à 50 % si l'on considère l'acceptation par les banques de l'intégralité du montant demandé.

Demande et obtention de nouveaux crédits par les PME

Crédit de trésorerie



Crédit d'investissement



Source : Banque de France, Direction générale des statistiques.

Champ : PME avec une autonomie de décision en matière de demande de crédit.

Par ailleurs, pour leurs besoins d'exploitation, les PME peuvent faire appel à leur banque pour obtenir, souvent en début d'année, des lignes de crédit leur donnant droit à tirage au cours de l'année, et/ou pour obtenir des crédits de trésorerie spécifiques en cours d'année.

La proportion de PME ayant effectué une demande de ligne de crédit a diminué durant les 12 derniers mois, passant de 39 % au 2^{ème} trimestre à 33 % au 1^{er} trimestre 2013. La réponse des banques à ces demandes de crédits mobilisables a été quasiment stable : environ 9 demandes sur 10 sont totalement ou grandement satisfaites.

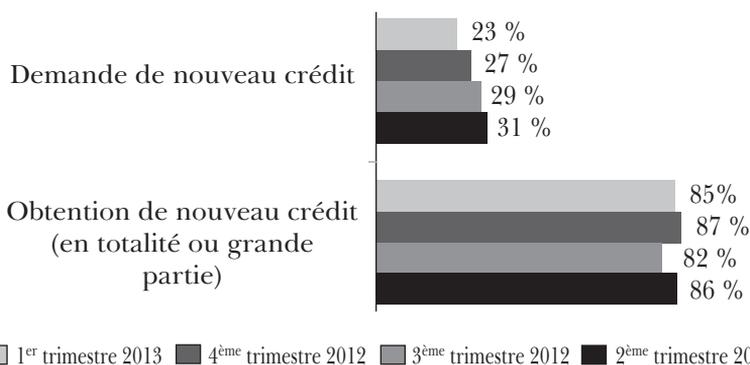
Au cours des différents trimestres, deux tiers des PME ayant des lignes de crédit les ont utilisées.

Un accès au crédit très large, en moyenne, pour les ETI

L'enquête auprès des ETI (entreprises de 250 à 5 000 salariés) indique que leur accès au crédit est très large. La demande des ETI suit toutefois la même trajectoire descendante que celle des PME, passant de 31 % au 2^{ème} trimestre 2012 à 29 % au 3^{ème} trimestre, 26 % au 4^{ème} trimestre, enfin 23 % au 1^{er} trimestre 2013.

Les crédits sollicités sont le plus souvent obtenus : au 1^{er} trimestre 2013, 85 % des ETI ont obtenu satisfaction en totalité (78 %) ou en grande partie (7 %).

Demande et obtention de nouveaux crédits par les ETI Crédit de trésorerie et d'investissement confondus



Source : Banque de France, Direction générale des statistiques.

Champ : ETI avec une autonomie de décision en matière de demande de crédit.

La demande de crédits de trésorerie des ETI s'est contractée de manière significative depuis le 4^{ème} trimestre 2012, après une relative stabilité au cours des deux trimestres précédents. Au 1^{er} trimestre 2013, seulement 7 % des ETI interrogées déclarent avoir fait une demande. En revanche, la satisfaction de cette demande paraît se stabiliser à un niveau très élevé : 82 % des ETI ont vu leur demande satisfaite à plus des trois quarts ou en totalité au 4^{ème} trimestre 2012, et 83 % au 1^{er} trimestre 2013.

La proportion d'ETI ayant demandé des crédits d'investissement s'est effritée au cours des 12 derniers mois mais près de 9 ETI sur 10 ont obtenu une satisfaction totale ou majeure.

Les ETI ayant demandé une ligne de crédit en 2012 ont été un peu moins nombreuses en proportion, passant de 54 % au 2^{ème} trimestre 2012 à 46 % au 1^{er} trimestre 2013. L'offre bancaire satisfait environ 9 entreprises sur 10, pratiquement comme pour les PME.

Les conditions d'octroi ont ponctuellement été perçues comme plus restrictives par les ETI que par les PME: 10 % des ETI ont déclaré avoir subi une augmentation du coût global de leur financement en ce début d'année. Toutefois la demande de nouvelles garanties n'est pas plus insistante pour les ETI que pour les PME puisqu'elle concerne la même proportion d'entreprises (de 10 à 11 % au 1^{er} trimestre 2013).

Achévé de rédiger le 2 mai 2013.



Denis BEAU
Directeur général des opérations
Banque de France¹

RÉNOVATION DU MARCHÉ DE LA TITRISATION ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

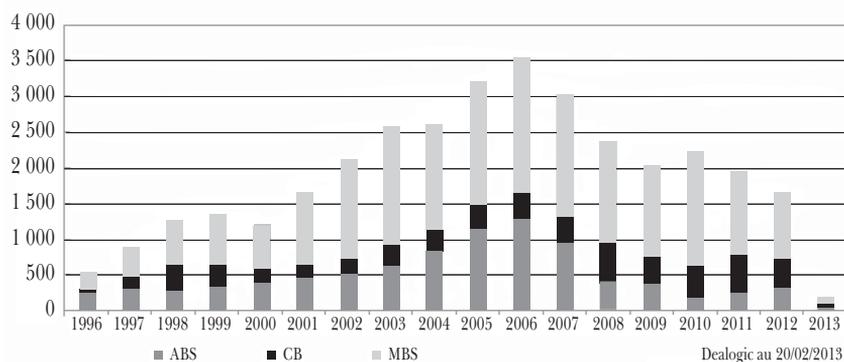
Introduction

Le développement de la titrisation est historiquement lié au financement des créances immobilières aux États-Unis. L'extension de cette technique de refinancement à d'autres classes de créances et son utilisation croissante par l'industrie financière a favorisé le développement d'un modèle économique nouveau. Avec la titrisation, la distribution de crédits destinés à être revendus à des investisseurs (*originate to distribute*) a concurrencé le modèle traditionnel de gestion des bilans bancaires (*originate to hold*). Ainsi au début des années 2000 l'encours des émissions a fortement progressé, la nature des actifs sous-jacents s'est élargie, les techniques de titrisation se sont complexifiées et la répartition géographique des émissions s'est significativement diversifiée, au bénéfice en particulier des émissions en euros.

Toutefois, la crise a donné un coup de frein brutal à ce développement. L'activité sur le marché primaire et la liquidité du marché secondaire ont lourdement chuté, la maturité des émissions a significativement baissé et la part des émissions conçues exclusivement pour être refinancées auprès des banques centrales a fortement crû.

1. Je remercie Benoît GÉRARD et Benoît USCIATI pour leur contribution à cet article.

Émissions annuelles (en milliards de dollars US)



Cette situation traduit une perte de confiance de la part des investisseurs face à un marché dont les déficiences de fonctionnement ont joué un rôle dans le déclenchement et la propagation de la crise. Ces dysfonctionnements se sont notamment traduits par la diffusion à grande échelle de produits complexes (CDO², CDO d'ABS...), adossés à des actifs de mauvaise qualité, aux risques mal évalués et opaques pour des investisseurs incités à se reposer trop largement sur les évaluations des agences de notation exposées à des conflits d'intérêts.

Pourtant, la titrisation est un outil très utile pour le financement de l'économie dès lors qu'il permet d'accroître les sources de financement des banques et d'ouvrir le marché du crédit à des investisseurs non bancaires dans un cadre simple, transparent et qui favorise une bonne appréhension et une bonne maîtrise des risques pris et transférés entre les acteurs impliqués.

Pour relancer le marché de la titrisation, une rénovation est donc nécessaire. Après un rappel du rôle positif que la titrisation peut jouer dans le financement de l'économie, cet article souligne les dysfonctionnements qu'il convient en priorité de corriger pour relancer le marché de la titrisation de sorte qu'il apporte la contribution attendue. Il présente enfin les actions qui ont été engagées dans cette perspective tant par les acteurs privés

2. Création des fonds communs de créances (FCP) par la loi du 23 décembre 1988.

que les autorités publiques, parmi lesquels l'Eurosystème et les acteurs de la place de Paris jouent un rôle moteur.

1. La titrisation : une technique financière complexe mais utile pour le financement de l'économie

Simple dans son principe, la titrisation est une activité qui est en pratique complexe. De manière schématique la titrisation consiste pour un établissement bancaire distributeur de crédit, parfois sollicité par un arrangeur (banque d'investissement), à céder ses créances à une entité juridique ad hoc, un *special purpose vehicle* (SPV), dont les titres, émis pour en financer l'acquisition, constituent des *asset backed securities* (ABS). Le placement des titres émis auprès des investisseurs par l'arrangeur est conditionné à l'obtention d'une note de crédit auprès d'une agence de notation, note qui tient compte des caractéristiques de la structuration de l'opération, et notamment de l'existence d'éventuels dispositifs destinés à réduire le risque pour les investisseurs comme le rehaussement de crédit par des assureurs.

La distribution des ABS auprès des investisseurs peut être facilitée par la structuration du passif du SPV en tranches (dites *pay through*). Différant par leur séniorité dans l'attribution des flux de trésorerie générés par l'actif (par ordre décroissant : senior, mezzanine(s), *equity*) et donc par leur profil de risque, ces tranches, associées au rehaussement de crédit, permettent de proposer un quasi-sur-mesure en matière de couple risque rendement aux investisseurs.

Au fil des années, l'attrait des investisseurs pour les produits structurés a conduit les émetteurs à titriser des nouveaux portefeuilles d'actifs, moins homogènes que les portefeuilles de créances initiaux. Notamment, la sophistication des techniques de structuration a permis la forte croissance entre 2000 et 2008 des *collateralized debt obligations* (CDO, titres adossés à des portefeuilles d'obligations d'entreprises ou de prêts) ou des CDO *square* ou cube (CDO de CDO, etc.).

À côté de la titrisation dite *cash*, la titrisation synthétique s'est également développée. Sa caractéristique est qu'elle permet de ne transférer que le risque de crédit tout en conservant la propriété

des titres. Pour les investisseurs, elle offre une exposition au risque de crédit sans transfert de créances.

Complexe, la titrisation constitue **une technique financière néanmoins utile dans le financement des économies modernes** car elle peut servir les besoins tant des émetteurs que des investisseurs.

Elle répond en effet à un **besoin de diversification des sources de financement des banques** à côté des sources traditionnelles que sont les dépôts de la clientèle et la dette non garantie à court, moyen ou long terme. Elle permet en outre aux établissements de crédit d'optimiser la gestion de leur bilan en transférant au marché les risques associés à la transformation financière traditionnelle et de libérer ainsi de la « capacité de bilan » et du capital réglementaire pour porter d'autres risques. Dans un environnement où l'accès à la liquidité est contraint et où l'appétit pour les titres bancaires non sécurisés est fragile, la titrisation, en libérant les bilans bancaires de certains risques, contribue à augmenter la capacité de production des crédits et réduit potentiellement leurs coûts pour les emprunteurs en permettant la dispersion du risque sur une base d'investisseurs plus vaste.

La titrisation répond également à une demande de diversification des portefeuilles de la part des investisseurs. Elle offre aux investisseurs des perspectives de rendement et de risque qui améliorent les possibilités de diversification des portefeuilles. D'une part, la variété croissante des créances sous-jacentes aux titrisations – prêts immobiliers, aux entreprises, cartes de crédit – et les possibilités offertes par la structuration des opérations de titrisation offrent des opportunités d'investissement étoffées et attractives. D'autre part, les techniques financières et juridiques mises en œuvre dans la titrisation sont de nature à donner aux titres émis des caractéristiques (en termes de durée, de sensibilité, de coupons) différentes de celles des actifs sous-jacents et de créer un continuum de couples « risque/rentabilité » allant de la catégorie investissement à la catégorie spéculative. Enfin, la structuration du passif du véhicule qui héberge les actifs titrisés permet de différencier les droits sur les flux de trésorerie et d'établir une relation de séniorité entre les titres émis et ainsi de servir les besoins d'investisseurs aux préférences en termes de rendement et de risque différentes.

La titrisation peut en outre s'appuyer sur des cadres juridiques protecteurs qui ont été consolidés au fil du temps. Les titrisations peuvent prendre typiquement deux formes principales, au bilan et hors bilan. Première forme de titrisation historiquement comme en témoignent les émissions d'obligations bancaires sécurisées en Europe (dès le XVIII^e siècle pour les *Pfandbriefe* allemands), la titrisation sur bilan consiste en une émission de titres gagés sur le pool de créances. Les actifs sous-jacents restent à l'actif du bilan, mais sont isolés juridiquement des autres éléments de l'actif pour être rendus accessibles prioritairement aux détenteurs de titres, en cas de défaut. Cette forme de titrisation se différencie de celle dite hors bilan, qui consiste à déconsolider du bilan les créances destinées à être titrisées. La titrisation hors bilan a bénéficié d'un contexte légal favorable aux États-Unis avec l'existence d'institutions adaptées comme la fiducie (*trust*). De son côté, la France a entrepris assez tôt la modernisation de son cadre juridique, des réformes intervenant en 1988³ et en 2008⁴. Outre l'introduction du fonds commun de titrisation (FCT), l'ordonnance de 2008 a étendu la liste des actifs titrisables et des techniques de titrisations admissibles comme le rechargement du pool d'actifs titrisés, l'extension des modalités de rehaussement de crédit et la diversification des parts émises (parts de fonds commun de titrisation ou papiers plus courts de type *commercial paper*).

2. Les problèmes structurels mis en lumière par la crise

La crise financière de 2007 a prouvé que, mal maîtrisée, la titrisation pouvait s'avérer une source considérable de risque pour la stabilité financière. Les raisons pour lesquelles les titrisations de crédits hypothécaires *subprime*, une classe d'actifs représentant en 2008 moins de 10 % des encours de *mortgage-backed securities* (MBS) aux États-Unis, ont pu enclencher une dynamique qui a profondément déstabilisé le système financier mondial et contribuer à plonger l'économie dans la « grande récession », sont nombreuses.

3. Création du fonds commun de titrisation par l'ordonnance du 13 juin 2008.

4. Voir notamment le Rapport de Comité sur le système financier global de 2008 : <http://www.bis.org/publ/cgfs32.pdf>.

Force est de constater que figurent parmi elles de sérieuses défaillances du marché. Les risques associés aux portefeuilles de créances sur des ménages américains à faibles revenus ont été sous-évalués par les agences de notation, sujettes par ailleurs à des conflits d'intérêt sérieux⁵. À cet égard, l'influence démesurée des *ratings* dans les décisions d'investissement et les processus de gestion du risque, les faiblesses inhérentes aux modèles de risque utilisés par les agences de notation (notamment la sous-estimation des risques pesant sur la performance d'actifs titrisés due à l'absence d'historique) figurent au nombre des principaux facteurs de responsabilité. Enfin, le modèle d'affaires des agences (*issuer pays*) a pu conduire à certains compromis avec les standards de notation à l'émission et une incitation négative à proposer des ajustements de notation en cours de vie des SPV. C'est dans cette perspective qu'il faut comprendre l'ouverture le 6 février 2013 d'une action en justice par le *Department of Justice* des États-Unis contre l'agence de notation Standard & Poor's pour non-respect de sa propre méthodologie dans la notation des ABS américains et son rôle dans le déclenchement de la crise financière.

Au-delà, la croissance de l'industrie, nourrie par la rentabilité des opérations de titrisation pour les émetteurs (conservant souvent la tranche la plus rémunératrice car plus risquée et souvent non notée) comme pour les arrangeurs mais également pour les investisseurs, couplée à une distribution agressive de prêts par les intermédiaires, a affaibli la solidité générale des portefeuilles de créances titrisées. Par ailleurs, une foi déraisonnable dans les capacités de modélisation des risques créés et pris par les établissements financiers a abouti à ne pas voir ni comprendre complètement que les formes les plus complexes et les plus opaques de titrisation étaient de facto des expositions sur le risque de système.

Au-delà de ces défaillances, nous savons également désormais que certains bénéfiques attendus des produits titrisés ne se sont pas matérialisés. La diversification des risques et leurs reventes aux acteurs supposés les mieux à même de les porter n'ont pas eu lieu. Il semble même que, au plus fort du boom financier qui a précédé la crise, la distribution des produits titrisés ait été réalisée en définitive auprès d'une base d'investisseurs plutôt restreinte, essentiellement des établissements financiers qui eux-mêmes

5. OCDE, *Outlook for the securitisation market*, 2011.

pratiquaient la titrisation. Étant donné leur concentration dans les bilans d'un nombre limité de participants de marché, il est logique que l'apparition des premières inquiétudes sur la qualité des pools de créances sous-jacentes ait conduit à l'évaporation brutale et rapide de la liquidité sur les marchés, au-delà même du marché des produits titrisés. Cet enchaînement lié à des inquiétudes sur les risques de crédit a joué à plein aux États-Unis, alors qu'en Europe le choc sur le marché de la titrisation reflétait davantage un risque de liquidité, compte tenu de la qualité relative des actifs titrisés⁶.

La crise de la titrisation provient enfin également de lacunes en matière de réglementation prudentielle. Les modes de calcul des ratios prudentiels ont conduit les établissements bancaires à privilégier les engagements et actifs les moins consommateurs en fonds propres. En créant une incitation à déconsolider les bilans bancaires, la réglementation prudentielle a été un facteur de soutien à l'industrie de la titrisation, perçue comme un moyen de respecter à moindre coût les ratios de solvabilité. Au total, les incitations créées par des exigences de fonds propres mal calibrées ont contribué au développement d'un système bancaire insuffisamment doté en capacité d'absorption des pertes.

3. La rénovation en cours

Compte tenu de son utilité économique, de nombreux acteurs privés et publics ont engagé des actions pour corriger les dysfonctionnements du marché de la titrisation révélés par la crise et donner ainsi un souffle nouveau à ce marché. Ces initiatives visent à jouer sur trois leviers : la recherche d'un traitement prudentiel favorisant une meilleure gestion des risques de la part des détenteurs de titres adossés à des actifs ; la transparence du marché ; la promotion de l'exploitation de gisements d'actifs de très bonne qualité et de structures simples.

La maîtrise des risques. Dans cette perspective, le Comité de Bâle sur la supervision bancaire, après avoir significativement renforcé les exigences en fonds propres pour les détenteurs d'actifs titrisés

6. *Enhancements to the Basel II framework*, juillet 2009.

complexes, mène actuellement une consultation pour amender le cadre prudentiel de la titrisation afin de parvenir à des exigences en capital mieux calibrées. Le ratio prudentiel actuel porte en lui des incitations qui conduisent, pour les détenteurs d'actifs titrisés, à des capacités d'absorption des pertes insuffisantes. Le Comité souhaite ainsi aboutir à un dispositif plus prudent et plus sensible au risque. Des réformes réglementaires ont également eu lieu aux États-Unis (en 2010) et dans l'Union européenne (en 2011 suite à l'amendement de la directive CRD), qui imposent aux émetteurs d'ABS de conserver une fraction des lignes d'ABS dans leur bilan.

La transparence et la simplification du marché. Pour inciter à la réduction de l'opacité et la complexité des titrisations, la Banque d'Angleterre (BoE)⁷ en juillet 2011 et l'Eurosystème⁸ en décembre 2012 ont mis en place des dispositifs qui visent à accroître l'information recueillie sur les actifs sous-jacents des ABS éligibles à leurs opérations de politique monétaire et à la mettre à la disposition des investisseurs. Pour l'Eurosystème, cette contribution au renforcement de la transparence du marché de la titrisation s'est accompagnée d'une révision des critères d'éligibilité au bénéfice des structures les plus simples. Ainsi, pour être éligibles les ABS nouvellement émis doivent reposer sur un pool d'actifs sous-jacents homogène et qui ne doit pas lui-même inclure des ABS. En contrepartie, le rating minimum à l'émission est à A- contre AAA auparavant.

Parallèlement les acteurs du marché ont pris des initiatives pour promouvoir les meilleures pratiques en matière de qualité, de transparence, de simplicité et de standardisation. Ainsi, une *Prime Collateralised Securities Initiative* a été lancée en juin 2012 conjointement par l'*Association for Financial Market in Europe* (AFME) et l'*European Financial Services Round Table* (EFR)⁹ pour attribuer un label à des ABS jugés de haute qualité. Le label couvrira les RMBS, les SME¹⁰ ABS, les ABS dont le sous-jacent est formé de prêts automobiles et de crédits-baux européens, mais ne concernera pas

7. <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/marketnotice100719a.pdf>

8. <http://www.ecb.int/mopo/assets/loanlevel/html/index.en.html>

9. <http://www.efr.be/documents/news/PCS%20press%20release%2020120612.pdf>

10. *Small and medium enterprises.*

les CMBS, les CDO et les produits à la structure trop complexe et sera limité aux tranches les plus seniors des structures de titrisation. En outre, pour être éligible au label, un titre devra respecter les critères de reporting « prêts à prêts » (*loan by loan*) de la BoE et de la BCE (voir ci dessus).

La qualité du gisement d'actifs. Afin de promouvoir l'exploitation de gisements d'actifs de très bonne qualité à des fins de titrisation, la place de Paris mène depuis plus d'un an, sous l'impulsion de la Banque de France, une réflexion sur la mise en œuvre d'un dispositif qui permettrait de mieux exploiter le gisement de créances privées aux bilans des banques et de réduire la dépendance des opérations de titrisation aux évaluations des agences de notation. Les créances privées comptent en effet parmi les actifs les plus immobiliers à l'actif des banques. Les besoins accrus de collatéral depuis le début de la crise financière, en particulier des titres qui sont aujourd'hui largement mobilisés pour obtenir du refinancement privé ou auprès de l'Eurosystème, font de ces gisements de créances un enjeu important pour augmenter les capacités de financement des banques. Les premiers travaux du groupe de place présidé par la Banque de France ont ainsi abouti à la conception d'un dispositif qui permettrait aux banques, via un véhicule de titrisation, de loger certaines de leurs créances privées au sein d'un instrument mobilisable dans les transactions de pensions bilatérales et auprès de l'Eurosystème. Les sous-jacents envisagés seraient exclusivement des prêts aux sociétés non financières afin d'exclure toute « cannibalisation » du marché des ABS, dont les sous-jacents sont majoritairement des prêts aux ménages. La Banque de France serait partie prenante du dispositif puisqu'elle évaluerait les sous-jacents et pourrait noter les titres – des obligations non tranchées – émis par les structures de titrisation. La Banque de France a simultanément entrepris des démarches auprès de l'Eurosystème afin de faire accepter de façon pérenne ce mécanisme qui s'apparente à un véhicule de titrisation de Place et d'en promouvoir l'utilisation dans les autres pays de la zone euro. En effet, les gisements de créances privées sont aujourd'hui sous-exploités dans de nombreux pays de la zone euro, pour des raisons juridiques et opérationnelles.

Cette démarche s'inscrit en outre dans une volonté plus large de rendre plus liquides les prêts présents dans les bilans des banques. Ainsi, en parallèle, la Banque de France a initié

une réflexion sur la possibilité d'assigner à chaque ligne de prêts, à l'instar de ce qui est pratiqué pour les titres négociables, l'équivalent d'un code ISIN. L'avantage d'un tel système serait double : il rendrait beaucoup plus simple la manipulation et la mobilisation des créances privées, notamment dans le cadre d'opérations de repo bilatérales ou tripartites ; il réduirait le risque d'une double mobilisation comme collatéral des prêts. D'autres initiatives en la matière méritent d'être signalées et saluées : ainsi la *Loan Market Association* travaille actuellement à faire progresser la standardisation de la documentation des prêts, toujours avec le dessein de les rendre plus liquides.

Conclusion

Les acteurs de l'industrie et les pouvoirs publics doivent tirer tous les enseignements des dérives et dysfonctionnements passés de la titrisation. Des actions prometteuses ont été engagées dans cette perspective tant par les acteurs privés que les autorités publiques, parmi lesquels l'Eurosystème et les acteurs de la place de Paris jouent un rôle moteur. Elles constituent des jalons importants pour le développement d'un marché plus transparent, plus simple et mieux réglementé qui est nécessaire au bon financement de l'économie.

Achévé de rédiger le 8 mars 2013.

Gilles SAINT MARC
Avocat associé
Gide Loyrette Nouel A.A.R.P.I

LE « SHADOW BANKING » : UN OUTIL TRANSPARENT AU SERVICE DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE RÉELLE

51000 milliards d'euros. C'est ce que représentait le *shadow banking* en 2011 d'après le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*). Un montant vertigineux accolé à une expression terrifiante.

Y a-t-il lieu de s'en inquiéter ?

Avant d'être terrifiant, le *shadow banking* est une expression malheureuse, source de suspicions et de malentendus, qui ne correspond pas à la réalité économique. Elle évoque une finance de l'ombre qui échapperait à tout contrôle, notamment des banques centrales et des régulateurs, et qui serait potentiellement dangereuse pour la stabilité économique et financière. On pense aux *subprime* et à leur titrisation qui ont été l'un des éléments déclencheurs de la crise financière des années 2007-2009. La traduction en français du terme *shadow banking* donnée par la Commission européenne n'est guère plus heureuse, même si plus cartésienne : « le système bancaire parallèle » !

Le Conseil de stabilité financière définit le *shadow banking* comme « le système d'intermédiation de crédit auquel concourent des entités et activités qui ne font pas partie du système bancaire classique ». Cette référence au « système d'intermédiation de

crédit» paraît surprenante parce que, et c'est l'un de ses traits innovants, le *shadow banking* correspond au financement désintermédié de l'économie, c'est-à-dire ne passant pas par le canal bancaire traditionnel.

Financer l'économie est indispensable si l'on veut maintenir en Europe un certain niveau de croissance et d'emplois. La financer hors du canal bancaire traditionnel n'est pas critiquable en soi. Les banques sont soumises à des contraintes prudentielles nouvelles de plus en plus exigeantes qui les conduisent, d'une part, à réduire la taille de leur bilan (*deleveraging*) et, d'autre part, à limiter leur activité de crédit à long terme. Ce que les banques ne peuvent plus financer sur leur bilan, d'autres acteurs économiques le peuvent : ce sont essentiellement les assureurs, les mutualistes et les fonds de pension.

Le développement du *shadow banking* est lié assez paradoxalement aux mesures récentes prises par les États et les régulateurs avec Bâle III et Solvabilité II en réaction à la crise financière des années 2007-2009, tout comme le développement de la titrisation dans les années 1990 trouvait assez largement sa source dans la mise en œuvre de Bâle I et de son fameux ratio Cooke.

Conscients du caractère utile du *shadow banking* dans le financement de l'économie, les États et les régulateurs ont multiplié dernièrement les rapports sur le sujet. On citera le rapport du Conseil de stabilité financière *Global shadow banking monitoring report* et celui de l'IOSCO *Global developments in securitisation regulation*, publiés en novembre 2012, qui ont pour objet de déterminer les conditions du redémarrage d'une titrisation saine et vertueuse au service du financement de l'économie réelle, fondée sur les critères de transparence, de simplicité, de liquidité et de qualité des actifs. L'association Paris Europlace en a fait de même dans ses vingt propositions pour relancer le financement de l'économie et la croissance durable (propositions 10 et 11 de son *Livre blanc pour 2012-2015*) qu'elle a publié le 8 février 2013. Les professionnels eux-mêmes ont créé en décembre 2012 un label européen «PCS» (acronyme de *prime collateralised securities*) qui couvre certaines classes d'actifs, dont la titrisation de prêts aux PME, et labellise les titrisations considérées comme simples, transparentes et portant sur des actifs de bonne qualité.

Si la technique de la titrisation reste la même, à savoir, un financement via l'émission de titres adossés à un ou plusieurs actifs cantonnés, elle s'est considérablement réformée et a appris des dérives exubérantes des années 2006-2007. C'est donc une titrisation de nouvelle génération qui se développe, centrée sur le financement des entreprises, simple dans sa structuration et transparente tant à l'égard des entreprises que des investisseurs et des régulateurs.

1. L'impact du nouvel environnement prudentiel

1.1. Bâle III et les banques

La titrisation a toujours trouvé son origine dans les normes prudentielles que les régulateurs imposaient aux banques.

C'est avec l'adoption de Bâle I et la mise en place du ratio de solvabilité que la titrisation a démarré en France. L'exigence pour les banques de devoir maintenir 8% de fonds propres en représentation de leurs engagements pondérés contraignait celles-ci à long terme à améliorer leur rentabilité pour renforcer leurs fonds propres, mais les incitait également à court terme à céder tout ou partie de leurs crédits afin de réduire le dénominateur de ce ratio et donc mécaniquement, à fonds propres constants, de satisfaire cette exigence de 8%.

C'est pour permettre aux banques françaises de pouvoir respecter ce ratio, alors que leurs fonds propres étaient faibles à l'époque (on sortait de cinq ans de nationalisation des banques), qu'a été adoptée la loi sur les fonds communs de créances le 23 décembre 1988 à l'origine de la titrisation en France.

C'est encore l'évolution de l'environnement prudentiel actuel qui explique le retour en faveur que connaît la titrisation. Les banques se trouvent prises aujourd'hui en étau entre Bâle III d'un côté et la nécessité du *deleveraging* de l'autre.

Bâle III a, entre autres mesures, prévu la mise en place d'un ratio de liquidité à long terme pour les banques. En l'absence d'adossement de prêts à long terme à des ressources à long terme de même maturité, l'octroi de crédits à long terme par les banques

à partir de leurs dépôts à court terme, qui correspondait à l'activité traditionnelle de transformation des banques, se trouve sévèrement pénalisé sur le plan prudentiel.

Certes, les banques peuvent éviter cette pénalisation en émettant des obligations à long terme. Elles ont largement utilisé cette faculté, particulièrement au plus fort de la crise financière récente, en émettant des obligations foncières (ou *covered bonds*) par le truchement de leurs sociétés de crédit foncier, dont chaque banque de la place est dotée. Ces obligations foncières, à l'instar des *Pfandbriefe* allemands, permettent aux banques de se procurer de la liquidité à long terme à des conditions financières optimales compte tenu du privilège légal dont bénéficient les investisseurs sur les actifs de ces sociétés de crédit foncier émettrices.

Néanmoins, l'émission de ces obligations présente deux limites. D'une part, elles ne peuvent servir qu'à refinancer un nombre très limité d'actifs : les prêts immobiliers et les prêts aux collectivités publiques, ce qui ne couvre pas toute la palette des financements à long terme sollicités par l'économie (financements d'infrastructures, d'acquisitions, d'actifs...). D'autre part et surtout, les sociétés de crédit foncier sont des établissements de crédit *ad hoc*, qui sont intégralement détenus par leur banque actionnaire et donc consolidés comptablement par cette dernière. Cette consolidation comptable n'est guère compatible avec l'objectif de désendettement (*deleveraging*) que les banques doivent poursuivre à la demande des régulateurs.

De là, un véritable risque de *credit crunch* sur le segment des prêts bancaires de long terme à moins que des investisseurs non bancaires prennent le relais des banques.

1.2. Solvabilité II et les assureurs

Dans le même temps, les assureurs, les mutualistes et les fonds de pension sont en quête de placements à long terme en représentation de leurs engagements réglementés, c'est-à-dire des obligations qu'ils ont envers les assurés. Ces investissements doivent répondre aux critères très stricts d'éligibilité pour être admis en représentation des engagements réglementés (liste qui figure, pour les entreprises d'assurance, aux articles R. 332-2 et suivants du Code des assurances).

Or, sous Solvabilité II, ces acteurs se trouvent pénalisés sur le plan prudentiel s'ils investissent dans des actions émises par les entreprises. Il leur faut donc investir, outre l'immobilier, dans des produits de taux.

Encore faut-il en trouver qui offrent une rémunération satisfaisante, en tout cas plus élevé que le rendement de la dette souveraine des pays euro de l'Europe du Nord, tout en présentant un risque acceptable.

C'est ainsi que ces acteurs ont décidé de se regrouper sous forme de *club deals* afin d'investir ensemble dans certaines classes d'actifs constitués de prêts à long terme dans le domaine de l'immobilier, des financements d'infrastructures, des financements d'acquisition avec effet de levier (LBO), des financements des collectivités locales, financements des entreprises, dont les PME... Les fonds de prêts à l'économie venaient de naître.

2. La titrisation, nouvelle génération : les fonds de prêts à l'économie

Ces fonds de prêts prennent juridiquement la forme d'organisme de placement collectif en valeurs mobilières contractuel (Art. L. 214-36 et suivants du Code monétaire et financier) ou de fonds communs de titrisation (Art. L. 214-42-1 et suivants du Code monétaire et financier).

Les investisseurs souscrivent des parts ou des obligations émises par ces fonds de prêts, qui sont libérées de manière fractionnée en plusieurs fois en fonction des appels de fonds effectués par l'*asset manager* lorsqu'une opportunité d'investissement se présente, et ce afin d'éviter tout risque de *negative carry*. L'*asset manager* est celui qui a l'expertise métier des actifs sous-jacents dans lesquels le fonds souhaite investir. Il assiste la société de gestion du fonds dans l'identification, la sélection et la structuration de ces actifs et les gère une fois ceux-ci acquis par le fonds.

Les investissements réalisés par le fonds prennent indifféremment la forme de prêts bancaires ou d'émissions obligataires. Les prêts sont acquis auprès de banques qui les originent, à

la demande du fonds et sous réserve que le fonds s'engage irrévocablement à les acquérir une fois ceux-ci originés.

Les banques ont là la possibilité de valoriser sur leur expertise dans le domaine de l'octroi de crédits et commercialement de poursuivre une activité de prêteur de long terme en partenariat avec ces fonds de prêts. Les investisseurs, quant à eux, trouvent dans ces fonds plusieurs avantages par rapport à un investissement en direct. Ils bénéficient de l'avantage de la mutualisation des actifs au niveau du fonds, de l'expertise métier d'un *asset manager* dans un secteur donné et de l'expertise d'une banque dans le domaine de l'arrangement de crédits.

Les investisseurs restent très étroitement associés à la bonne marche du fonds. L'*asset manager* décide du choix des investissements dans la limite des critères d'éligibilité qui auront été définis avec soin et précision par les investisseurs dans le règlement du fonds. Si un actif n'est pas conforme à ces critères, les investisseurs devront approuver cet investissement. Plus généralement, le règlement du fonds organise des règles de gouvernance qui permettent aux investisseurs de faire entendre leur voix sur la désignation, la rémunération ou le remplacement des intervenants du fonds (notamment l'*asset manager*), la modification des droits attachés à un actif ou aux sûretés (par exemple, en cas de demande de renégociation de la part de l'emprunteur), la modification des règles de paiement du principal et des intérêts aux investisseurs ou des périodes de rechargement et d'amortissement du fonds...

On passe ainsi d'une logique de titrisation « bancaire » où la banque origine d'abord les prêts puis cherche à les syndiquer par voie de titrisation (modèle *originate-to-distribute*) à une logique nouvelle de titrisation « investisseurs » : les assureurs et les mutualistes constituent d'abord un fonds qui investira ensuite dans des prêts qui sont alors originés par les banques (modèle *invest-to-lend*). L'épargne précède le crédit et non l'inverse.

Ces fonds de prêts se différencient radicalement de certaines opérations de titrisation qui ont pu être mises en place dans les années 2006-2007. Ils satisfont en général aux caractéristiques suivantes :

a) Ces fonds de prêts sont constitués en droit français (organismes de placement en valeurs mobilières contractuels ou fonds communs de titrisation) lequel offre un cadre régulé présentant un haut niveau de sécurité pour les investisseurs. Ces fonds sont constitués à l'initiative conjointe, d'une part, d'une société de gestion de portefeuille (SGP) agréée par l'Autorité des marchés financiers et, d'autre part, d'un dépositaire ayant la qualité d'établissement de crédit situé dans un État de l'Espace économique européen.

b) Les titres financiers émis par ces fonds sont placés exclusivement auprès d'investisseurs qualifiés.

c) Les opérations de titrisation ne portent que sur des créances représentatives d'opérations de financement de l'économie réelle. Sont donc exclues les retitrisations (CDO au carré ou au cube) ou les titrisations de risque synthétique sans transfert corrélatif de la propriété des créances.

d) Ces fonds de prêts sont structurés de manière simple : ils ont pour objet l'acquisition de créances représentatives d'opérations de financement de l'économie réelle grâce à l'émission de titres financiers auprès d'investisseurs qualifiés.

e) Ces fonds de prêts sont transparents. Ils indiquent clairement les actifs qu'ils ont vocation à acquérir, les risques qui y sont liés et les mécanismes de couverture qui sont envisagés pour les couvrir, en tout ou partie.

Les investisseurs bénéficient d'un *reporting* périodique (en général, trimestriel) leur permettant de suivre clairement leur position. Ce *reporting* prévoit, dans la mesure du possible, une valorisation régulière des créances ou les outils permettant aux investisseurs de construire cette valorisation, et ce afin d'assurer une certaine liquidité de l'investissement sur le marché secondaire.

L'information communiquée aux investisseurs privilégie la clarté sur l'exhaustivité. Elle a pour objectif principal de permettre aux investisseurs d'évaluer ou de reconsidérer, à intervalles réguliers, le bien-fondé ou la pertinence de leur investissement, l'opportunité de le conserver ou de le céder, ou encore d'exercer certains droits à l'égard du fonds.

L'Association française de gestion financière (AFG) envisage, dans cet esprit, la publication en 2013 de règles de bonnes pratiques à l'attention de ses adhérents, qui sont les sociétés de gestion de portefeuille ayant vocation à gérer ce type de fonds.

*
* *

La finance désintermédiée a encore du chemin à parcourir en France. On dit classiquement qu'aux États-Unis, trois quarts des financements des entreprises sont des financements de marché et un quart des financements intermédiés alors qu'en Europe, les proportions sont inversées : deux tiers du financement des entreprises se font par le canal bancaire contre un tiers directement via les marchés.

Le *shadow banking* n'est ni la panacée ni la solution miracle. Il mérite cependant d'être « dédiable » en ces temps de disette financière et considéré pour ce qu'il est réellement : une source de financement alternative, désintermédiée, robuste et attractive, qui permet de financer l'économie réelle, et donc l'investissement et l'emploi grâce à des investisseurs de long terme (assureurs, mutualistes et fonds de pension)... en partenariat avec les banques. Il y a bien peu d'ombres dans ce mode de financement.

Achévé de rédiger le 25 février 2013.

Nolwenn SIMON
Secrétaire générale
Observatoire des fonds de prêts à l'économie (OFPE)

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE PAR UN SYSTÈME NON BANCAIRE : L'ÉMERGENCE DES FONDS DE PRÊTS À L'ÉCONOMIE

Bâle III, Solvabilité II, *shadow banking* et titrisation sont désormais des concepts bien connus des professionnels, voire du grand public. Colportant souvent leur part d'ombre ou de fantasma, faisant parfois figure de boucs émissaires, ils reposent incontestablement sur une expertise à la fois très technique et étendue. Une question simple s'impose néanmoins, celle de savoir si le système bancaire peut couvrir et satisfaire l'ensemble des besoins d'emprunt de l'économie réelle. Depuis l'automne 2011, les banques ont l'une après l'autre annoncé une réduction massive de leur bilan. Dès lors, les détenteurs de capitaux comme les pouvoirs publics ont pris conscience que les acteurs non bancaires ont également une place afin de concourir au financement de l'économie.

Quelle est la logique de ces détenteurs de capitaux qui s'intéressent aux prêts à l'économie ? Sous quelles formes vont-ils participer au financement de l'économie ? L'émergence d'un financement de prêts à l'économie par un système non bancaire requiert un effort de définition et de pédagogie.

Quels investisseurs s'intéressent-ils au financement de prêts à l'économie ?

Les détenteurs de capitaux intéressés par le financement de prêts à l'économie sont principalement des investisseurs qualifiés au sens de la réglementation en vigueur¹. Il s'agit à la fois d'institutions régulées² et d'entreprises non régulées, répondant à certaines conditions de taille³. Citons notamment les assureurs soumis au Code des assurances, les mutuelles soumises au Code de la mutualité, les caisses de retraite soumises au Code de la sécurité sociale. En France, on dénombre au moins une vingtaine de statuts différents d'institutions régulées, ce qui illustre le caractère hétérogène des acteurs entrant dans cette catégorie. Dans la suite de cet article, l'expression « détenteurs de capitaux » sera utilisée pour désigner l'ensemble des investisseurs qualifiés, régulés pour la plupart d'entre eux.

Pourquoi investir dans des prêts ?

Des prêts très attractifs pour les investisseurs

Encouragés par la réglementation prudentielle, les investisseurs privilégiés aujourd'hui les produits de taux, moins exigeants en fonds propres. Plus généralement, un souci de diversification pousse les investisseurs à sortir du cercle relativement étroit des émetteurs d'obligations. La chute des rémunérations des emprunts émis par les États les plus solvables les conduit en outre à rechercher des placements offrant des rendements plus élevés. Nombreux sont donc les détenteurs de capitaux qui placent une part de leurs fonds en prêts, développant ainsi un nouveau modèle : *invest to lend*⁴. Les prêts présentent l'avantage d'obtenir une position pari passu avec celle des banques, et en cas de

1. Article L. 411-2 du Code monétaire et financier, transposant l'annexe II de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, dite directive MIF.

2. Cf. points 1, 3, 4, 5 et 6 de l'article D 533-11 du Code monétaire et financier.

3. Cf. points 2, et 4 de l'article D 533-11 du Code monétaire et financier.

4. Cf. article de Pierre-Henri Cassou et de Nolwenn Simon « Investisseurs institutionnels : Invest to Lend » publié dans le numéro de décembre 2012 de la Revue Banque.

défaillance, de pouvoir agir en amont grâce aux dispositions contractuelles («covenants»).

Les prêts à l'économie constituent une classe d'actifs qui offre des historiques de performance, des relations bilatérales directes avec les emprunteurs, une meilleure compréhension de l'utilisation des fonds et un accès régulier à l'information.

Les détenteurs de capitaux investissent de manière à détenir des prêts, directement ou via des fonds. Ils s'organisent pour se comporter en créanciers actifs et responsables, en se dotant d'équipes dédiées ou en confiant des mandats à des gérants spécialisés. Selon les cas, ils interviennent dès la demande de financement ou dans le cadre de *club deals* avec les banques. Les prêts sont gérés par les détenteurs eux-mêmes ou à travers des fonds dont les *asset managers* s'engagent à respecter des règles de fonctionnement claires vis-à-vis des investisseurs, notamment en ce qui concerne les modalités d'origination, l'analyse et le suivi des sous-jacents, la solidité juridique des contrats et des sûretés ou encore leur capacité de *servicing* des prêts.

Une approche complémentaire avec celle des banques

Depuis quelque temps déjà, les banques ont cédé des portefeuilles de prêts dans le cadre du *deleveraging* de leurs bilans. De manière plus pérenne, elles cherchent également à développer une offre de co-investissement avec des prêteurs alternatifs ou des accords de cession de crédits à des investisseurs.

Les banques originatrices n'ont en effet plus vocation à conserver dans leurs bilans tous les crédits qu'elles consentent et peuvent améliorer leur rentabilité en les distribuant, en tout ou en partie, à d'autres établissements bancaires, via des syndications, ou à d'autres investisseurs. La titrisation est l'une des formes couramment utilisées de cette distribution.

La nouvelle donne, résultant de Bâle III et des suites de la crise financière, conduit ainsi désormais les banques, notamment européennes, à recourir au modèle *originate to distribute*⁵, en cédant

5. Concept analysé dès 1988 par Bryan Lowell dans *Breaking up the Bank*, publié en français en 1989 sous le titre *La Banque Éclatée*.

une part de leurs concours à des investisseurs très divers, des grands institutionnels aux ménages.

On assiste ainsi à une convergence entre les modèles *invest to lend* et *originate to distribute*, qui facilite le financement de l'économie.

Sous quelles formes les détenteurs de capitaux vont-ils financer l'économie ?

Les investisseurs peuvent directement détenir des prêts qu'ils peuvent acquérir auprès d'une banque, d'un fonds ou de toute entité habilitée. En France, même s'il existe quelques exceptions, la loi et la jurisprudence imposent que les prêts soient accordés de manière habituelle par une personne expressément autorisée et qu'ils ne puissent être cédés qu'à certaines personnes habilitées, mais non à n'importe quel agent économique, contrairement à de nombreux autres pays, y compris membres de l'Union européenne. La plupart des investisseurs régulés sont habilités à acquérir certaines créances, dans des conditions toutefois assez restrictives, tant sur la nature que sur la quotité de celles-ci. Par exemple, le Code des assurances n'autorise aujourd'hui que la détention de prêts immobiliers assortis d'hypothèque, à la condition que ceux-ci représentent moins de 65 % de la valeur du bien sous-jacent (art R. 332-C-11°), de prêts aux collectivités territoriales (art R. 332-C10) et de prêts aux sociétés cotées (art R. 332-13) ou aux sociétés non cotées avec nantissement (art R. 332-13). Lors de la réponse à la consultation du Trésor lancée le 25 mars 2013, les professionnels ont exprimé le souhait d'élargir les actifs éligibles que peuvent détenir les entreprises soumises au Code des assurances aux prêts ayant pour objet le financement des entreprises non cotées (sans nantissement comme pour les sociétés cotées) et des infrastructures. Il est proposé l'élargissement aux créances qui vise au-delà des prêts, les obligations et les créances clients notamment, l'idée étant que la qualification juridique en créance ou en prêt ne soit pas un critère d'admissibilité.

Les détenteurs de capitaux peuvent également détenir des prêts via des fonds. Ils ont besoin de fonds « purs », de telle sorte que la détention des parts ou des obligations émises par le fonds

soit économiquement équivalente à la détention des prêts. Ce sont les *fonds de prêts à l'économie*.

L'Observatoire des fonds de prêts à l'économie (OFPE), formé à Paris en avril 2012 par un groupe de professionnels dans le but de doter l'activité naissante de « prêteur non bancaire » d'une instance de dialogue, de rencontres, d'information et de représentation, a ainsi tenté de définir le critère principal de qualification des « fonds de prêts à l'économie ».

L'entité juridique utilisée étant le fonds commun de titrisation (FCT), il s'agit de faire en sorte que la détention de titres émis par le FCT soit équivalente à celle d'une quote-part de l'actif sous-jacent. De nombreux fonds ont été créés ces derniers mois dans cet esprit. Le FCT acquiert des créances et émet une seule catégorie de parts (fonds « non tranché »), où les droits des parts correspondent aux flux générés par les actifs diminués des frais du fonds.

À l'occasion de la consultation lancée par le Trésor en mars 2013, l'OFPE a formulé trois propositions en vue de compléter la définition des fonds de prêts à l'économie, en tenant compte des besoins des investisseurs et du développement du marché.

La première consiste à inclure les FCT ayant une seule tranche d'obligations et deux parts nécessaires à la création de la copropriété. Pour se donner les meilleures chances de réaliser des levées de fonds à l'étranger, il importe en effet de prévoir que les fonds de prêts à l'économie puissent émettre des obligations, qui recevront un meilleur accueil que les parts. Lorsqu'un FCT émet deux parts et une tranche d'obligations, la détention des obligations correspond économiquement à la détention des actifs sous-jacents si les deux conditions suivantes sont réunies, les parts ont un nominal très faible, par exemple 150 euros, et elles n'ouvrent pas d'autre droit que celui du remboursement de leur nominal.

La seconde proposition consiste à inclure les FCT dont l'actif bénéficie d'un rehaussement sous forme d'un fonds de garantie ou d'un fonds de réserve. Il est en effet de l'intérêt des investisseurs que le portefeuille de prêts détenus à l'actif d'un fonds

« non tranché » puisse bénéficier d'une garantie, sous forme d'un fonds de réserve ou d'un fonds de garantie. Généralement, un tel fonds de réserve ou de garantie est constitué sous forme de liquidités déposées sur un compte du FCT. À ce titre, il est enregistré à la fois à l'actif, s'agissant des liquidités dont dispose le FCT, et au passif, puisque le reliquat éventuel a vocation à être restitué au constituant dudit fonds de réserve/garantie. Pour la clarté de l'exposé, il est précisé que les fonds de réserve ou de garantie ne sont pas des lignes de liquidité au sens de l'article R. 332-14-1 d), mais un mécanisme de rehaussement du risque de crédit du portefeuille de prêts détenu à l'actif du FCT.

Enfin, la troisième proposition consiste à inclure les structures dont les investisseurs détiennent toutes les parts et toutes les obligations au prorata de leur engagement de souscription. Certains règlements de FCT prévoient que les investisseurs souscrivent toutes les parts et toutes les obligations émises par le FCT au prorata de leur engagement de souscription. Dans ce cas, les investisseurs sont bénéficiaires de tous les droits au titre du FCT. Le critère de substance énoncé précédemment est alors bien respecté, puisque la détention des parts et des obligations émises par le fonds correspond économiquement à la détention des actifs sous-jacents.

Un besoin de définition et de pédagogie

Que veut dire titrisation ?

En France, la loi du 23 janvier 1988 a créé un nouveau concept juridique, le *fonds commun de créances*, dont la dénomination a été changée en 2007 pour celle de *fonds commun de titrisation*. Depuis cette date, toute opération utilisant ce véhicule juridique est considérée comme une titrisation, ce qui est source de confusions. Si, par exemple, un FCT acquiert un portefeuille d'obligations et émet des parts représentatives desdites obligations, l'opération est qualifiée de « titrisation ». En revanche, si la même opération est réalisée à travers un fonds commun de placement contractuel, elle n'est pas qualifiée comme telle. Cette situation contraste avec les pratiques anglo-saxonnes, puisque le recours à un trust, terme qui a une acception très large, n'implique

pas la qualification de titrisation, celle-ci dépendant uniquement de l'analyse de l'utilisation dudit trust.

En novembre 2010, la directive européenne Capital Requirements Directive 3 (CRD) qualifie de titrisation une opération dite « tranchée », où une entité juridique ad hoc acquiert un portefeuille de créances et émet plusieurs catégories d'instruments financiers, avec des rangs de subordination. Il peut ainsi s'agir de titres « senior », qui reçoivent en priorité les flux des créances détenues à l'actif du fonds, de titres « mezzanines », qui reçoivent le reliquat des flux après tout paiement dû aux titres senior, et de titres « junior », qui reçoivent les flux restants après toutes les autres catégories de titres. Cette définition a été transposée en droit français par un arrêté du 20 février 2007 relatif aux exigences de fonds propres applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement.

En juin 2011, la directive AIFM, quant à elle, a repris une définition très large. Elle qualifie les « structures de titrisation ad hoc », en renvoyant au règlement (CE) n°24/2009 de la Banque centrale européenne du 19 décembre 2008 relatif aux statistiques sur les actifs et les passifs des sociétés-écrans effectuant des opérations de titrisation et d'autres activités appropriées à cette fin.

La titrisation est définie comme une opération par laquelle un actif ou un panier d'actifs est cédé à une entité ad hoc distincte de l'initiateur, qui a été créée en vue de ladite opération où le risque de crédit lié à cet actif ou à ce panier d'actifs, ou une partie de celui-ci, est transféré aux investisseurs qui acquièrent les titres émis par cette entité ad hoc.

Fonds de prêts à l'économie et titrisation

Dans la suite de ce développement, nous reprenons la définition de la loi de 1988 qui créait le fonds commun de créances, celui-ci ayant pour objet exclusif d'acquérir des créances auprès d'établissements de crédit, d'entreprises d'assurance, de la Caisse des Dépôts et Consignations, et suite à la modification intervenue en 1998 auprès d'entreprises commerciales.

Il existe aujourd'hui deux sortes de titrisation, qui ne répondent pas aux mêmes objectifs.

La première forme de titrisation, habituellement utilisée par les établissements de crédit, répond principalement aux besoins de refinancement de portefeuilles de concours bancaires. Dans ce cas, le crédit précède l'épargne et le passif du FCT est décomposé en plusieurs tranches de risque, de telle sorte que la proportion la plus importante possible de parts ou d'obligations les mieux notées soit éligible au refinancement de la Banque centrale européenne ou placée auprès d'investisseurs. L'établissement qui a consenti les prêts les choisit alors en fonction de sa politique commerciale et de ses contraintes de bilan. L'investisseur est ensuite invité à l'accompagner en finançant des portefeuilles de prêts dont la sélection dépend largement d'objectifs stratégiques sur lesquels il ne peut prétendre avoir d'influence. Ainsi, cette approche participe d'une vision de la titrisation tirée par le crédit qui la précède et à ce titre relève d'une technique de refinancement.

La seconde forme de titrisation répond en revanche aux besoins de détenteurs de capitaux. Elle est utilisée par les investisseurs qui souhaitent placer leurs fonds dans cette classe spécifique d'actifs que constituent les prêts bancaires, en mettant ainsi en œuvre une stratégie *invest to lend*. Le passif du FCT est alors constitué d'une seule catégorie de parts qui sont souscrites par les investisseurs de sorte que leur détention soit économiquement équivalente à la détention des prêts sous-jacents. Ce sont les fonds de prêts à l'économie. Dans cette vision de la titrisation où l'épargne précède le crédit, l'objectif poursuivi par l'investisseur (couple rendement/risque, maturité, nature du sous-jacent...) guide la sélection des prêts aussi bien que leur structuration et leur gestion. Peu importe que ces prêts naissent postérieurement après la constitution d'un fonds de prêts ou qu'ils préexistent à celle-ci, la capacité de l'*asset manager* consiste à choisir, sélectionner, négocier, structurer et gérer de manière autonome des prêts dans l'intérêt de l'investisseur.

L'utilisation de l'expression « fonds de prêts à l'économie » participe à cette pédagogie. À cet égard, il importerait de réserver une appellation spécifique pour les fonds non tranchés qui ne sont pas qualifiés de titrisation au sens de la définition de la directive européenne CRD. Les fonds de prêts à l'économie veulent servir l'intérêt de leurs porteurs de parts ou d'obligations sur la base d'une stratégie claire et au service de laquelle l'*asset*

manager a une obligation vérifiable à tout moment de consacrer de réels moyens opérationnels lui assurant son autonomie et son indépendance.

Plus l'*asset manager* sera indépendant et disposera d'une vraie capacité à agir, moins l'investisseur exigera de l'institution cédante qu'elle conserve une partie du risque cédé à un véhicule de titrisation. C'est bien parce que ce principe fondateur de la gestion d'actifs pour compte de tiers n'a pas été respecté que sont nées les dérives ayant mené à la crise des *subprime*.

Fonds de prêts à l'économie et shadow banking

En mars 2012, la Commission européenne a lancé une consultation sur le *shadow banking*. Dans la réponse qu'il lui a adressée, l'OFPE a préconisé le recours à une terminologie positive, puisque les fonds de prêts à l'économie contribuent au financement de l'économie sans transformation de liquidité ou de maturité ni aucun élément propre à induire des risques au système financier.

Fonds de prêts à l'économie et régulation

Une pédagogie relative à la régulation est nécessaire et le métier d'*asset manager* répond à cette exigence. Les sociétés de gestion sont agréées par l'Autorité des marchés financiers après examen de leur programme d'activité. Les fonds communs de titrisation sont créés à l'initiative conjointe d'une société de gestion et d'une banque dépositaire régulée par l'Autorité de contrôle prudentiel. Le commissaire aux comptes du fonds certifie les comptes semestriellement et, enfin, les fonds se dotent couramment d'une gouvernance sous forme d'un comité de crédit ou d'un comité d'investissement.

Par ailleurs, la directive AIFM pose des bases tout à fait structurantes concernant l'avenir des fonds de prêts. Le texte de la consultation publique du Trésor relatif à la transposition de la directive AIFM prévoit que les organismes de titrisation soient des fonds d'investissement alternatifs (FIA) et bénéficient donc du « passeport produit ». Même si les discussions sont encore en cours pour déterminer s'il convient que les fonds de prêts à l'économie soient gérés par une société de gestion relevant de la directive AIFM, donc bénéficiant du « passeport société de gestion », la directive crée d'ores et déjà un cadre de référence

européen en imposant des conditions particulières aux sociétés gérant de tels fonds. Celles-ci devront respecter des contraintes harmonisées en matière d'agrément, d'exigences de fonds propres, d'organisation interne, de garantie professionnelle, de transmission ou de publication d'informations aux investisseurs et au régulateur. La directive prévoit également l'existence d'une politique de rémunération dont le principe directeur est l'alignement d'intérêts entre le gestionnaire et les investisseurs.

Une réflexion indispensable sur le développement des fonds de prêts à l'économie

La réflexion sur le métier du financement de l'économie par des acteurs non bancaires doit impérativement se poursuivre. Elle s'accompagne d'un effort de définition et de pédagogie. Elle pose de nombreuses questions, notamment sur l'accès des agents économiques à cette source de financement. Comment les fonds se comporteront-ils en cas de défaut et de recouvrement? Quels seront leurs critères de sélection des créances, leur expertise? Les membres de l'OFPE souhaitent engager un débat positif avec toutes les parties prenantes et les régulateurs, en partageant une réflexion sur le métier du financement alternatif et l'organisation de ce marché.

Achévé de rédiger le 30 mai 2013.

Arthur CHABROL

Directeur associé
Ernst & Young FSO

LE RÔLE DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Introduction

Il est fréquent de faire le reproche aux sociétés d'assurance de ne pas être assez actives dans le financement de l'économie. Le raisonnement proposé est en raccourci souvent le suivant : de nombreux acteurs économiques souffrent de problèmes de financement (les ETI/PME ou les collectivités locales par exemple) alors que les sociétés d'assurance gèrent des masses importantes mal allouées ou dédiées à des acteurs qui en auraient « moins besoin ». Les mêmes feront plus tard le reproche aux sociétés d'assurance d'avoir développé des placements trop spéculatifs...

La présentation ci-après vise à illustrer dans un premier temps l'allocation stratégique d'actifs des assureurs et le rôle majeur effectivement joué par ces derniers dans le financement de l'économie en France et en Europe.

Il subsiste cependant un certain nombre de freins au financement, essentiellement de nature réglementaire (codes institutionnels, réforme Solvabilité II en cours). Afin de les contourner, de nombreuses pistes sont actuellement étudiées. Citons notamment :

- En France, la consultation en cours du secteur par la direction générale du Trésor¹ visant à réformer le Code des assurances ;
- En Europe, les consultations en cours du secteur par la Commission européenne² (Livre vert sur le financement à long terme de l'économie) et par l'EIOPA³ (révision de certains paramètres de calcul de la formule standard Solvabilité II pour certains types d'actifs).

Le secteur de l'assurance, déjà très impliqué, devrait ainsi être amené à jouer un rôle renforcé et probablement plus direct dans le financement des économies européennes.

Allocation stratégique d'actifs des sociétés d'assurance : état des lieux

L'allocation stratégique d'actifs des sociétés d'assurance est généralement déterminée par les directions financières de ces dernières sur la base d'une approche quantitative et qualitative prenant en compte un ensemble de contraintes de nature économique, réglementaire et comptable.

Pour des raisons de sécurité et de protection des assurés, la réglementation impose des règles de répartition et de dispersion devant éviter une concentration des risques.

Répondant à des considérations générales (orientations souhaitées par les pouvoirs publics) et à des considérations de sécurité (diversification des placements et limitation des risques sur un même émetteur), les contraintes quantitatives relatives aux placements admis en représentation se rapportent au total des engagements réglementés.

1. « Réforme des conditions d'admissibilité des obligations émises par des FCT, proposition de modifications réglementaires » (consultation lancée le 25 mars dernier par la direction générale du Trésor).

2. Livre vert de la Commission européenne: « *Long-term financing of the European economy* » (consultation ouverte jusqu'au 25 juin 2013).

3. Consultation EIOPA lancée le 8 avril 2013: « *Discussion paper on standard formula design and calibration for certain long term investments* ».

La réglementation des entreprises d'assurance détaille une liste limitative des actifs admis en couverture des engagements réglementés⁴. Cette liste comprend ces catégories d'actifs : les valeurs mobilières et titres assimilés ; les actifs immobiliers ; les prêts et dépôts ; les créances garanties.

Des limitations par catégorie répondent par ailleurs au souci de réduire l'incidence des risques de marché et de liquidité. Les exigences sont aujourd'hui simplifiées : plafonds de 65 % pour les actions, de 40 % pour les immeubles et de 10 % pour les prêts et créances garanties (il n'y a pas de plafond pour les obligations et autres titres de créances négociables). Les actifs « non cotés » ne peuvent représenter au global plus de 10 % des placements admis en représentation.

Enfin, les actifs doivent satisfaire à une dispersion individuelle suffisante des contreparties : les entreprises ne peuvent placer plus de 5 % de leurs actifs auprès d'une même contrepartie, 10 % sous certaines conditions. Ce ratio de dispersion est de 10 % pour un immeuble. Il a été modifié par un décret de novembre 2004 pour les actifs non cotés et certains fonds d'investissement, passant de 0,5 % à 1 %.

Dans le cadre de la nouvelle réglementation de l'assurance Solvabilité II, le premier pilier – quantitatif – définit les normes de calcul des fonds propres réglementaires. Le besoin en capital ou SCR (*solvency capital requirement*) est calibré pour correspondre aux fonds propres nécessaires à l'assureur pour faire face à ses engagements à un horizon 1 an avec un intervalle de confiance à 99,5 %. L'EIOPA, autorité européenne de supervision des institutions d'assurance et de retraite, a proposé lors de ses mesures d'implémentation de niveau 2 une formule standard de calcul du SCR qui devrait être très proche de la réglementation finale au niveau financier. Le besoin en capital du module « risque de marché » est calculé à partir des six principaux sous-modules correspondant aux facteurs de risque de marché identifiés (taux, actions, immobilier, crédit, concentration, change). À chacun de ces modules correspond un choc (un ou plusieurs scénarios)

4. Article R332-2 du Code des assurances et équivalents dans les autres codes institutionnels.

qui est appliqué à la fois aux actifs et aux passifs de l'institution concernée. Pour un actif représentatif d'un financement obligataire privé, le choc simulé – et donc le besoin en capital estimé – est essentiellement lié à deux paramètres : sa maturité et sa notation par une agence externe reconnue par l'EIOPA.

À la fin de 2011, les sociétés d'assurance en France totalisaient environ 1 700 milliards d'euros de placements (plus-values latentes comprises).

**Répartition de l'encours des placements
des sociétés d'assurance à la fin 2011 (1)**

	Md€	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
– Sociétés dommages	178,8	11

(1) Valeur de réalisation. Les titres détenus par les OPCVM ont été réaffectés par « transparence » aux différentes catégories.

Source : FFSA - GEMA, Banque de France.

Le financement des entreprises par le biais d'actions ou d'obligations représente ainsi 51 % du total des placements et probablement plutôt entre 60 et 65 % en considérant de façon plus précise la nature des actifs monétaires et « autres ». Au total, ce sont ainsi les deux tiers des actifs des sociétés d'assurance qui sont alloués au secteur privé.

Concernant les seules PME, les moyens alloués restent cependant insuffisants :

- Fin 2011, les assureurs ne détenaient que 24,5 milliards d'euros au capital des PME non cotées.

- La portée des initiatives de place est restée très modeste (fonds Nova 1 et 2 en partenariat avec la Caisse des Dépôts en février 2012, participation au renouvellement du programme FSI France Investissement; souscriptions aux émissions d'OSEO, etc.).

Les raisons de cette sous-allocation sont essentiellement réglementaires:

- Règles actuelles d'admissibilité des codes institutionnels évoqués plus haut (Code des assurances, Code de la mutualité ou Code de la sécurité sociale pour les institutions de prévoyance) non adaptées. À titre d'exemple: une entreprise d'assurance ne peut détenir de créance sur une personne morale du type PME/ETI qu'à la condition⁵ que le capital de cette dernière fasse l'objet d'une cotation ou que la créance soit intégralement nantie par des actifs eux-mêmes pleinement admissibles (actions et obligations cotées sur des marchés réglementés de la zone euro). Il est évident que ces conditions ne sont que très rarement réunies pour des entreprises de petite ou moyenne taille.

- Règles futures de calcul de besoin en capital économique dans le contexte Solvabilité II. En liant le besoin de fonds propres que doit bloquer l'organisme d'assurance à un critère de notation externe et à un critère de maturité, le régulateur limite fortement leur rôle dans le financement d'entreprises de petite taille, généralement non notées et dont les besoins de financement peuvent représenter des projets à moyen ou long terme.

En synthèse :

- Les assureurs jouent un rôle majeur dans le financement des économies développées. L'allocation d'actifs en titres d'entreprise (actions et obligations) s'est considérablement accrue au cours des dix dernières années mais de façon plus marquée encore en Amérique du Nord qu'en Europe.

- Les assureurs ne sont pas assez présents dans le financement des PME/ETI, principalement en raison d'un contexte réglementaire actuel et futur des placements assurance faiblement incitatif.

5. Article R332-13 du Code des assurances.

- Il convient donc de réfléchir sans attendre au moyen de favoriser le financement par les sociétés d'assurance des projets d'entreprise. Nous nous intéresserons notamment par la suite à l'initiative de la direction du Trésor et à la consultation en cours.

Consultation en cours du Trésor : quelques pistes pour améliorer le financement des entreprises par les organismes d'assurance

Dans le but d'améliorer le financement direct des acteurs par le secteur de l'assurance, et notamment le financement des ETI/PME, la direction générale du Trésor a lancé fin mars 2013 une consultation visant à réformer les codes institutionnels et notamment le Code des assurances. La consultation est ouverte et les discussions en cours, et les pistes proposées sont très intéressantes en ce qui concerne le financement en dette des ETI/PME par le secteur de l'assurance.

Les modifications proposées s'articulent autour de trois axes :

- Le premier consiste à créer une nouvelle catégorie de titres au sein de l'article R. 332-2 du Code des assurances, composée des obligations, parts ou actions émises par un organisme de titrisation, n'emportant pas d'obligation de négociation sur un marché reconnu dans la mesure où les assureurs gèrent ce genre d'actifs dans une optique de détention de long terme. En contrepartie, les obligations suivantes pourraient être imposées concernant :

- La nature du véhicule : fonds commun de titrisation (FCT) mono-tranche afin de garantir une transparence du véhicule en évitant ainsi son reclassement en *repackaged loans* dans un contexte Solvabilité II et non rechargeable afin d'avoir des actifs datés et de rester cohérent avec la logique d'investissement à long terme des assureurs ;

- La liquidité et la valorisation des droits émis ;

- L'analyse du risque et l'obligation d'avoir recours à une société de gestion de portefeuille agréée en France ou dans l'Union européenne. Cette dernière aurait l'obligation de transmettre un rapport sur l'évolution du risque de crédit des créances sous-jacentes ;

- Les limites de détention permettant de garder à un niveau raisonnable l'exposition des entreprises d'assurance à des titres peu liquides ;

Ces FCT particuliers seraient nommés « fonds de prêts directs à l'économie ». La logique d'investissement et de détention long terme de ces titres pourrait en outre impliquer que les obligations émises par le FCT soient valorisées comme des titres « amortissables », selon les règles de l'article R. 332-19 du Code des assurances, tout en exigeant une dépréciation des titres lorsqu'un risque de crédit est avéré sur une des créances sous-jacentes.

- Le deuxième axe consisterait à rendre éligibles aux codes institutionnels les droits émis par un FCT dès lors que les créances sous-jacentes sont elles-mêmes admissibles (principe de transparence). Ces titres seraient estimés comme les prêts sous-jacents (selon l'article R. 332-20 du Code des assurances) avec la limite de dispersion suivante: 10 % avec l'ensemble des autres prêts si les créances sous-jacentes au FCT ne comprennent pas de prêts à des entreprises cotées ;

- Le troisième axe permettrait de préciser l'admissibilité des obligations non éligibles à la nouvelle catégorie évoquée dans le premier axe. Elles seraient éligibles dans la catégorie 6° de l'article R.332-2 au même titre que les actions non cotées. En effet, dans la situation actuelle, une obligation non cotée émise par un FCT n'est pas admissible explicitement, ce qui peut conduire à des arbitrages complexes. Il est à noter que la classification dans cette catégorie emporterait alors une comptabilisation en R. 332-20.

En l'attente des retours définitifs, plusieurs associations professionnelles et organismes, notamment le nouvel Observatoire français des prêts à l'économie (OFPE) rassemblant l'ensemble des acteurs mais aussi la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), le CETIP, le Groupement des entreprises mutuelles d'assurance (GEMA) et l'Association française de la gestion financière (AFG), ont accueilli avec enthousiasme ces ouvertures.

Si ces propositions sont adoptées, le financement direct des acteurs de l'économie pénalisés par le retrait progressif des acteurs bancaires traditionnels en sera grandement facilité.

Achévé de rédiger le 3 mai 2013.



Christian RABEAU
Directeur général délégué
AXA IM France

ALLOCATION D'ACTIFS ET EMPLOI DES LIQUIDITÉS CHEZ UN INVESTISSEUR INSTITUTIONNEL

Dans un environnement de crise financière, de taux d'intérêt très bas, d'exigences réglementaires accrues et de très fortes contraintes sur la rentabilité des entreprises, la gestion financière d'un investisseur institutionnel, telle une société d'assurances, présente aujourd'hui des difficultés inconnues auparavant. C'est pourquoi les processus d'investissement ont été partout redéfinis afin de satisfaire des nécessités souvent contradictoires, à savoir : respect permanent d'engagements très longs mais contraintes de résultats réguliers à échéances beaucoup plus courtes, gestion rigoureuse de risques multiples mieux identifiés mais marges de manœuvre étroites en raison de pressions concurrentielles plus intenses. De plus, au milieu d'une période de basse conjoncture, les attentes vis-à-vis de la gestion financière deviennent considérables et difficiles à satisfaire, puisqu'on attend qu'elle finance à la fois les déficits publics, les entreprises – grandes et petites, voire très petites... –, les infrastructures, sans oublier le secteur immobilier ! Pour toutes ces raisons, l'allocation d'actifs institutionnelle est aujourd'hui plus complexe à déterminer et demande pour sa mise en œuvre des nouvelles solutions d'investissement.

• Des processus d'investissement redéfinis

Traditionnellement, la gestion financière de tout investisseur institutionnel s'articulait à partir d'un processus classique d'analyse actif-passif suivant lequel était d'abord déterminé ce qui était dû, et à quelle échéance, avant de choisir parmi les instruments financiers disponibles ceux qui étaient les plus à même d'assurer la triple obligation de rentabilité, de sécurité et de liquidité. Les banques exerçaient depuis longtemps cette surveillance quotidienne de leur bilan. Les assureurs ont systématisé plus récemment cette approche, pratiquée il y a une vingtaine d'années de façon encore un peu approximative, en raison de réserves plus abondantes et de règles comptables accommodantes. Aussi, la « facilité » de gestion a beaucoup consisté, dans les années 1970 à 2000, à détenir, en face des engagements pris vis-à-vis des assurés, des portefeuilles d'emprunts d'État pour assurer l'essentiel du revenu nécessaire – gérés pour l'essentiel selon la méthode *buy and hold*, c'est-à-dire détenus jusqu'à maturité et renouvelés à l'échéance –, complétés par des actions, en période de croissance sans inflation, pour accumuler des réserves de plus-values latentes ou des immeubles...

Aujourd'hui, après la mise en œuvre de normes IFRS dans les années 2004/2005 et la réglementation dite Solvabilité I, la gestion doit prendre en compte la perspective de la réglementation Solvabilité II qui, même si son application est différée, représente le nouveau cadre de gestion des sociétés d'assurances. Alors que les règles de Solvabilité I ne faisaient dépendre le niveau de capital requis que de la seule nature des engagements, Solvabilité II introduit une notion de risque des actifs qui se répercute automatiquement sur les exigences réglementaires de capital de l'entreprise.

Désormais, l'assureur doit justifier d'une base de capital capable de couvrir une perte de valeur d'un actif dit « risqué » (comme les actions) dans les circonstances extrêmes, suivant une probabilité la plus élevée possible (99,5 % à horizon d'un an). Le ratio de solvabilité est déterminé en rapportant les ressources financières disponibles de l'entreprise (*available financial resources* ou AFR) au montant de capital de solvabilité exigé (*solvency capital requirement* ou SCR). On mesure immédiatement combien cette nouvelle contrainte oblige tout à la fois à rechercher des rendements

économiques de long terme tout en satisfaisant en permanence des contraintes de court terme.

De plus, la définition des différents types de risques financiers à prendre en compte couvre désormais une très large plage puisque sont identifiés, entre autres, les risques de taux, de crédit, de change, de type de propriété immobilière, de volatilité des actions et, plus généralement, de concentration des différentes classes d'actifs. La gestion actif-passif ne peut donc plus se limiter à un simple adossement des actifs aux passifs dont on essaie d'optimiser la marge comptable (résultats sur revenus). En particulier, la gestion des valeurs à revenu fixe ne peut plus être réduite à la construction d'un portefeuille d'emprunts d'État enrichi d'un peu de titres de crédit pour améliorer les revenus de la compagnie.

Enfin, il faut mentionner que le cadre comptable très particulier de l'assurance s'est beaucoup compliqué depuis une dizaine d'années par l'empilement des normes IFRS et des normes GAAP, lourdes de conséquences pour le gérant, prié de contribuer à des résultats financiers optimisés mais les moins volatils possible. Ainsi, pour une obligation simple, la performance comptable converge naturellement vers la performance économique si détenue jusqu'à maturité; de même pour un portefeuille en voie d'extinction (*run-off*). En revanche, un portefeuille de taux recevant des flux réguliers à investir ne verra jamais converger les mesures économiques et comptables selon les périodes où elles seront observées, avec un effet d'autant plus grand que la duration sera plus élevée. Étant présentement dans un univers de grande volatilité des taux de rendement, les portefeuilles, surtout à faible rotation, feront apparaître des divergences de performances entre le comptable et l'économique. Il est donc nécessaire d'établir des stratégies nouvelles pour pallier ces difficultés.

• Des stratégies nouvelles

La gestion financière d'une compagnie d'assurances doit aujourd'hui tenir compte de trois objectifs :

– maximiser à travers le temps le taux de rendement comptable du portefeuille (pour des valeurs à revenu fixe, il s'agit

du coupon et de l'amortissement du prix d'achat du portefeuille par rapport à sa valeur de remboursement, ajusté des plus ou moins-values réalisées, elles-mêmes corrigées des éventuelles provisions pour dépréciation);

- respecter les limites de capital requises par Solvabilité II (SCR) compte tenu de la répartition des actifs concernés;
- limiter la volatilité des fonds propres de l'entreprise (AFR).

Les deux premiers objectifs sont naturellement prioritaires par rapport au troisième, lequel doit être cependant constamment présent à l'esprit du gestionnaire, compte tenu de l'extrême difficulté d'accroître les fonds propres en période de crise financière et de faible valorisation boursière des entreprises (risques de dilution).

Les décisions d'investissement visant à cette optimisation efficace de l'allocation d'actifs doivent tenir compte d'une multitude de facteurs de nature très hétérogène. Aux contraintes réglementaires et techniques (gestion du capital – gestion actif-passif – règles comptables – niveaux de liquidités) s'ajoutent les circonstances de marchés (volatilité – courbe des taux – opportunités), les risques opérationnels et, plus généralement, les objectifs de résultats de l'actionnaire et son appétit pour le risque, toutes contraintes qui ne peuvent être gérées en même temps sans hiérarchie des priorités et stricte discipline dans leur réalisation. Face à cette situation, la gestion financière doit s'organiser autrement, réexaminer les méthodes de définition des objectifs et des responsabilités, en particulier lorsqu'il y a délégation de gestion à des gérants spécialisés dont les performances doivent être mesurées différemment compte tenu de ces contraintes nouvelles.

L'allocation d'actifs traditionnelle d'un portefeuille de sociétés françaises d'assurances dommages était centrée principalement autour d'une large base d'instruments de taux – environ 65 % – constitués d'emprunts d'État ou garantis par l'État, 10 à 15 % en actions, 10 à 15 % en actifs immobiliers et le solde en instruments divers tels que prêts aux collectivités locales et trésorerie; en revanche, une société d'assurances vie britannique a eu, au cours des vingt dernières années, une exposition aux actions variant de 30 à 50 %, celle au crédit de

10 à 25 %, alors que les emprunts d'État (Gilts) n'ont jamais dépassé 15 % du total, le solde étant réparti entre dette publique étrangère (environ 5 %), l'immobilier (de 5 à 15 %) et les autres actifs (fonds communs de placement, *hedge funds*, sociétés non cotées, etc.). On voit par là que l'allocation d'actifs des assureurs dommages en France a toujours financé essentiellement la dette publique alors que les assureurs britanniques finançaient essentiellement les entreprises ! Les années récentes ont marqué une profonde évolution de cette allocation des actifs des assureurs français, et plus généralement d'Europe continentale, en raison de toutes les contraintes nouvelles évoquées ci-dessus mais aussi de l'évolution des marchés financiers eux-mêmes.

Dans un environnement de taux d'intérêt très bas où l'obligation assimilable du Trésor (OAT) à 10 ans procure un taux de rendement inférieur à 2 % – quasiment le plus bas historique –, il est nécessaire de chercher ailleurs des sources de revenus alternatives car, dans cette situation, le taux de rendement comptable des portefeuilles obligataires ne peut que se dégrader mécaniquement en raison d'un double effet : d'une part les emprunts en portefeuille souscrits dans les années antérieures et arrivés à échéance ne sont pas renouvelés à des taux identiques et d'autre part les flux de capitaux issus des nouveaux contrats sont nécessairement investis aux taux de marché actuels beaucoup plus bas. Pour limiter les conséquences de cette situation de marché, il n'est d'autre solution que de rechercher ailleurs des taux de rendement supérieurs, si possible sans prises de risques trop élevées. Cela s'est traduit principalement au cours de la dernière décennie par une réallocation d'actifs en direction du crédit émis par les entreprises et par la recherche de nouveaux produits financiers.

Le crédit a été le grand bénéficiaire des réallocations d'actifs des portefeuilles de valeurs à revenu fixe, car il a souvent cumulé l'avantage d'un rendement plus élevé que celui des emprunts d'État et d'une notation aussi, voire plus favorable. La dislocation du marché des emprunts d'État européens à partir de la crise de 2008 a conduit les gérants institutionnels – au moins jusqu'au dénouement de la crise de l'euro à l'été 2012 – à concentrer leurs achats d'emprunts d'État sur la zone dite *core* (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, France), quitte à se contenter provisoirement de rendements réels nuls, voire négatifs, mais assurant le minimum

de sécurité nécessaire à l'allocation d'actifs. Délaissant les emprunts des États dits périphériques (Italie, Espagne, Portugal, Grèce), ils ont massivement investi dans les titres de crédit *investment grade* qui offraient, au prix d'un risque à peine plus élevé, des taux de rendement plus satisfaisants. Se dotant des compétences nécessaires en matière d'analyse et de suivi des portefeuilles – ou déléguant à des sociétés de gestion spécialisées –, les investisseurs institutionnels ont plus que doublé, voire triplé, leur exposition aux marchés de crédit durant cette période. Ils ont même pour la plupart d'entre eux exposé leurs portefeuilles au crédit dit de haut rendement (*high yield*) dans la période postérieure à la crise de 2008 qui a vu un resserrement considérable des écarts de taux (*spreads*) d'avec les emprunts d'État.

Dans cette même veine, certains assureurs ont étendu leurs prêts au secteur immobilier et plus récemment aux entreprises en prenant le relais de banques empêchées d'exposer leur bilan autant qu'elles le souhaiteraient. Plusieurs accords entre des banques et des groupes d'assurances français ont été signés en 2012, pour des montants de 500 millions d'euros environ dans chaque cas, par lesquels l'assureur prêtera directement, à hauteur de 80 % du montant du prêt, à une clientèle de petites et moyennes entreprises, pour des durées de trois à cinq ans, des prêts de 30 à 100 millions d'euros. Cette pratique courante aux États-Unis n'en est qu'à ses débuts en France où cependant des initiatives diverses sont à l'étude (fonds de titrisation pour collectivités locales, opérations de LBO, opérations immobilières). Il s'agit là d'un nouvel aspect de la désintermédiation bancaire s'expliquant par la mise en place très contraignante de la réglementation dite Bâle III et, du côté des assureurs, une façon plus sûre, et moins coûteuse réglementairement, de participer au financement de l'économie dans des conditions raisonnables. On notera, dans la même orientation, le développement – quoique encore lent – des financements d'infrastructures au travers de partenariat public-privé (PPP) qui correspondent en partie aux besoins de placement à long terme des investisseurs institutionnels.

Enfin, il est important de garder en mémoire que la situation des taux d'intérêt parvenus à des niveaux de rendement plus bas qu'envisagés il y a quelques années, et appelés à ne pas y rester à terme, nécessite de la part des gérants un état d'alerte permanent

afin de contrôler les risques d'une remontée trop rapide des taux d'intérêt sur leurs portefeuilles. C'est pourquoi est apparue dans les allocations d'actifs des institutionnels la présence quasi permanente d'instruments dérivés visant à gérer de manière dynamique les différentes couvertures mises en place au fur et à mesure de la baisse des taux. La dimension «tactique» de la gestion a également pris une importance plus grande compte tenu de la volatilité des marchés mais la rotation des portefeuilles est limitée par les conséquences comptables des opérations de réalisation de plus ou moins-values sur les résultats des entreprises. Aussi la gestion par l'intermédiaire de produits dérivés s'est-elle développée afin de capter, si possible, une partie de cette volatilité de marchés.

En conclusion, on constate que sous la double influence des crises financières de la décennie 2000/2010 et du développement des réglementations prudentielles tant bancaires qu'à destination des assureurs qui en est en partie la conséquence, les allocations d'actifs des investisseurs institutionnels se sont profondément modifiées. Les produits de taux sont encore plus privilégiés qu'auparavant, le crédit et les prêts sous toutes leurs formes sont fortement encouragés. En revanche, le secteur immobilier est moins représenté et les actions ont été pratiquement exclues. Cela pose le problème très grave de la détention du capital des entreprises, dont les investisseurs institutionnels sont des porteurs naturels et de long terme. Il est sans doute encore trop tôt pour mesurer les conséquences dommageables de cette situation mais on peut néanmoins la pressentir !

Achévé de rédiger le 8 mars 2013.



**NOUVELLE CONCEPTION
DES MÉTIERS**

Raphaël CZUWAK
Partenaire des services financiers
Egon Zehnder

GUERRE DES TALENTS : EST-ELLE TOUJOURS D'ACTUALITÉ DANS LE SECTEUR FINANCIER ?

Avant 2007, la guerre des talents était devenue une évidence. Les services financiers, domaine dans lesquels le « capital humain » est une source directe de création de valeur et d'avantage compétitif, étaient un terrain privilégié pour cet affrontement entre sociétés pour attirer, retenir et développer les meilleurs. Les cinq années de crise que nous avons traversées ont changé la donne. « *War for talent* » n'a-t-elle pas été remplacée par « *war for jobs* » ? Par ailleurs, le marché semble s'être disloqué, certains profils restant très sollicités, tandis que d'autres semblent délaissés. Comment lire le marché actuel et surtout comment s'assurer de rester dans le flux et, si possible, à la pointe ?

Contrastes

Les indicateurs du marché des talents dans la finance – l'assurance, la gestion d'actifs, les marchés de capitaux, la banque de détail... – sont contrastés. De façon évidente, la crise a forcé des réductions de coûts, donc de postes, et diminué le nombre d'embauches. De nombreux cadres se sont trouvés confrontés à des recherches d'emploi plus longues, parfois

éprouvantes, nécessitant des approbations plus nombreuses à toutes les étapes. Nous sentons tous une pression croissante de performance, de rapidité d'exécution, sous contrainte accrue de budgets. Les cadres s'accordent pour constater que le nombre de sollicitations par les chasseurs de têtes, pour des opportunités externes, s'est tari depuis cinq ans. Au fond, rien de surprenant dans ce constat, sur fond de crise économique... Mais la réalité n'est-elle pas plus contrastée ?

Nous constatons paradoxalement que le niveau d'activité au sein de notre cabinet, spécialisé dans le recrutement de cadres dirigeants, est resté très soutenu et a même connu une croissance au cours des deux dernières années, comme s'il n'était pas corrélé à la même réalité économique... Nous constatons également que les « packages » totaux proposés aux candidats finalistes ne sont pas en baisse (il convient néanmoins de distinguer la part croissante des bonus différés), même s'il y a davantage de modération du côté des candidats dans l'expression de leurs attentes. Enfin, les candidats que nous sollicitons gardent de multiples possibilités de carrière et bénéficient souvent réellement de perspectives intéressantes au sein de leur société, sous forme de promotion ou de mobilité internationale. Les candidats recrutés in fine sont très souvent ceux dont la réponse initiale, lors du premier contact, était « merci, non, je suis très heureux là où je suis »...

« War for talent » et « war for jobs » coexistent

Paradoxaux en apparence, ces observations se contrastent mais ne se contredisent pas. Cela s'explique par le fait que la guerre pour les talents et celle pour les « jobs » co-existent. Les besoins de recrutement restent importants et réels, mais ils se sont déplacés. Quelques-unes des tendances qui sous-tendent ce marché sont décrites ci-dessous.

Recrutements « de nécessité » versus recrutements « d'investissement ».

Le marché du recrutement est disloqué, entre « cadres dirigeants », « management intermédiaire » et « experts ». La création de fonctions au niveau du management intermédiaire,

ainsi que de « membres d'équipes / contributeur individuels » s'est raréfiée, l'heure étant à l'économie de coûts, voire à la disparition de postes. Il s'agit de faire *lean*. Ce segment de la population des talents, les responsables d'équipe, les experts (actuaire, opérateurs de *back* et *middle-offices*, *risk managers*, autres profils financiers), qui a longtemps généré une activité substantielle en matière de recrutement, s'est effectivement tari. Les recrutements à ce niveau de l'organisation – ainsi que les promotions – sont fortement corrélés au niveau de confiance en l'avenir et à l'appétit de développement : l'embauche ou la promotion y est généralement sous-tendue par la volonté, par les dirigeants, de saisir telle opportunité de marché, développer tel segment, ou telle offre. Les dernières années ont moins été marquées par le goût des entreprises d'entreprendre, que le besoin pour elles de se protéger de la crise, voire de survivre. Des zones d'exception existent, dans lesquelles les recrutements « d'investissement » se poursuivent : dans les fonctions du numérique, nouvel horizon à découvrir, ou bien, au cours des années récentes, dans les domaines des risques et de la conformité, compte tenu de la croissante sophistication réglementaire.

Au niveau des dirigeants, en revanche, la donne apparaît sensiblement différente. Les groupes ne recrutent pas, ou ne promeuvent pas un dirigeant, tant par appétit de développement, ou volonté d'investissement pour l'avenir, que par nécessité. Un groupe ne peut fonctionner sans directeur général, sans directeur financier, sans directeur des systèmes d'information ou directeur des risques, indépendamment de l'environnement global... L'appétit de développement aide à définir – de surcroît – le profil requis, mais il ne conditionne pas l'existence de sa fonction, donc la décision d'embauche ou de promotion. Cela ne signifie pas, pour autant, que les dirigeants seraient protégés des aléas du marché et bénéficieraient de perspectives de carrière facilitées et décorrélées de la crise ! Ils subissent au contraire la pression en première ligne. Et leur *turnover* augmente.

Profils demandés, profils obsolètes

Un autre paradoxe est lié à la coexistence d'une demande forte et soutenue de leaders de talent, d'une part, et de professionnels qui peinent à obtenir une promotion ou, s'ils sont sur le marché,

à retrouver une place. Les Anglo-Saxons résument la situation, comme souvent, par une formule percutante: «*Do you want to recruit the best person in the market – or just on the market?*» Il serait caricatural et injuste de distinguer deux classes, ceux qui sont *in* et ceux qui sont *out*, mais il est intéressant de se demander pourquoi certains professionnels restent (sur)sollicités, tandis que d'autres semblent moins considérés.

«**L'opulence révèle nos vices, l'adversité révèle nos vertus**»

Au niveau des grands cadres dirigeants, la crise est un formidable révélateur de talent: c'est dans l'adversité, plus que dans tout autre contexte, que les qualités de leader s'expriment et font la différence. Ainsi, les quelques années récentes fournissent un matériau d'observation extrêmement riche.

Au sein d'Egon Zehnder, nous évaluons les dirigeants sur les compétences principales suivantes: expérience fonctionnelle, vision stratégique, conduite du changement, orientation résultats, sens du marché, développement des collaborateurs, leadership d'équipe, collaboration et influence. La description ci-dessous donne une mesure du niveau d'exigence attendu dans les fonctions de leadership.

- **L'expérience fonctionnelle**, au sens de la technicité assurantielle par exemple, est un prérequis, mais ne constitue pas un facteur différenciant. À un haut niveau de leadership, il s'agit davantage d'orchestrer une équipe, qui cumule une expérience fonctionnelle adaptée, plutôt que d'être personnellement le plus « sachant ».

- Dès lors, le leader est évalué sur sa capacité à définir une **vision stratégique** anticipatrice, se projeter au-delà de son propre domaine, élaborer différents scénarii à moyen et long terme. La pensée stratégique peut être appliquée à une fonction ou à un processus, à un produit ou un marché, à une unité commerciale ou une entreprise exerçant plusieurs activités. Le leader bâtit une stratégie d'entreprise intégrant l'ensemble des facteurs pertinents (évolution de l'offre et de la demande, macroéconomie...). À un très haut niveau, il/elle transforme profondément l'industrie sur le long terme en introduisant des stratégies de rupture.

- Cette compétence s'enracine dans une **compréhension très détaillée du marché** sur lequel l'entreprise opère : le leader doit connaître les clients, les concurrents, les fournisseurs, le cadre réglementaire. Il connaît son marché et distingue les tendances, identifie et éventuellement influe des changements sur le marché.

- Il décline en outre la vision stratégique en un plan d'actions claires qui embrasse l'ensemble des composantes de l'entreprise. Cette capacité est l'**orientation résultats** : elle s'observe à travers la capacité à fixer et atteindre des objectifs ambitieux, au-delà de ceux éventuellement assignés, et à transformer une activité afin d'améliorer considérablement les résultats.

- La **conduite du changement** est la compétence qui permet de motiver toute une organisation à changer, empruntant une nouvelle direction. Elle implique la remise en cause du statu quo et la capacité à identifier les changements nécessaires mais également à encourager les individus ou groupes au changement. Au niveau maximum, elle mobilise la capacité à lire et modeler une culture d'organisation.

- La réussite passe nécessairement aussi par la capacité à travailler efficacement avec des pairs, homologues, partenaires, notamment dans des organisations matricielles. Nous appelons cette compétence **coopération et influence**. Il s'agit, au minimum, de participer, de s'engager activement dans le dialogue avec les autres et en équipe et, aux niveaux élevés, de créer des partenariats durables au travers des organisations et des géographies. Le leader doit créer des partenariats de long terme qui privilégient l'ouverture, l'action commune et l'atteinte de résultats partagés, il crée l'adhésion et l'alignement, convainc les autres de modifier les plans d'action au nom de l'intérêt général.

- Le leader ne peut réussir qu'avec l'appui de collaborateurs solides : il (elle) doit donc savoir les développer. Le niveau minimum du **développement des collaborateurs** est la mise en situation (« je fais grandir mes collaborateurs en leur confiant des responsabilités »). Il est fréquemment observé – mais insuffisant (puisqu'il suppose que les collaborateurs développent eux-mêmes leurs capacités). L'étape supérieure consiste à encourager activement les collaborateurs et leur apporter des observations spécifiques, structurées, pour qu'ils s'améliorent, à partir de la compréhension et de l'évaluation rigoureuse de leurs capacités

individuelles et en définissant des objectifs personnalisés. À un haut niveau, cette compétence consiste à travailler à un niveau systémique, influençant activement l'ensemble de l'organisation dans sa gestion des talents.

- La **conduite d'équipe** est la capacité à organiser, animer et développer des équipes performantes. Le leader fait plus que simplement fixer des objectifs pour l'équipe, il fédère une équipe productive ayant des objectifs partagés, prend des décisions collectives et dépasse la somme de ses individus. Il crée une culture d'équipe où les individus se sentent personnellement et émotionnellement impliqués dans la réussite de l'ensemble, aligne l'équipe sur un objectif commun en se fondant sur sa compréhension des moteurs individuels, encourage par l'échange les équipes à prendre des initiatives, incite par son exemple les membres de l'équipe à accepter des compromis faisant passer l'intérêt du groupe avant celui de l'ambition personnelle...

Comme on le voit ici, la palette de compétences exigée est extrêmement large et mobilise des talents extrêmement divers, analytiques et relationnels, bien au-delà des compétences d'expertise qui ont souvent servi de cadre de référence pour évaluer et promouvoir... jusqu'à un certain point.

Progresser

La montagne peut paraître haute à gravir, mais la plupart de ces compétences se travaillent. Si l'individu a conscience de ses « points de développement », les accepte, éprouve le désir de se renforcer, est soutenu dans ce travail par son organisation, son responsable, la progression observée peut être considérable. De nombreuses institutions mettent en place de véritables programmes en ce sens, incluant l'évaluation, des plans de développement, un accompagnement personnalisé.

Le potentiel

Pour démontrer ces compétences, il faut bénéficier d'une plateforme managériale suffisamment importante. Les compétences ne permettent par conséquent pas de mesurer le potentiel d'un

professionnel qui ne serait pas encore en position d'exercer un leadership sur des équipes importantes.

Le potentiel (de leadership) est sans doute la dimension la plus difficile à appréhender. De nombreuses études existent sur ce sujet, qui dépasserait de loin l'objet de cet article. Convenons simplement de toucher cette notion brièvement ici, à travers trois idées.

- L'analyse statistique démontre que le potentiel d'un leader se révèle essentiellement à travers trois des compétences décrites plus haut: orientation résultats, vision stratégique, conduite du changement. Il est donc important d'être mis en position le plus tôt possible, afin de travailler ces capacités-là.

- Un deuxième indicateur essentiel est la capacité d'apprentissage (*learning agility*). Celle-ci s'illustre notamment par la rapidité dans la prise de nouvelles fonctions et l'acquisition d'une bonne maîtrise face à ces enjeux nouveaux. La capacité d'apprentissage se fonde sur l'agilité analytique mais également sur l'ouverture relationnelle (apprentissage par / au contact des autres, cette dernière capacité étant moins fréquemment citée). D'où la nécessité de changer de fonction ou de zone géographique, lorsque l'on sent qu'on est en zone de confort...

- Les moteurs de motivation. Ils constituent sans doute l'élément fondamental: qu'est-ce qui fait que nous souhaitons progresser, quitte à prendre des risques, déployer une énergie importante au travail, impliquant même quelquefois des sacrifices sur le plan personnel? De façon extrêmement synthétique, nous distinguons trois principaux moteurs de motivation, à l'œuvre dans le monde de l'entreprise: réalisation (désir et/ou besoin d'accomplir les réalisations les plus abouties, qualitatives, *best-in-class*, reconnues comme telles), affiliation (désir et/ou besoin de travailler avec des personnes que l'on apprécie, dont on se sent apprécié(e), faisant partie d'une équipe, d'un groupe dont on partage les valeurs) et pouvoir et influence (désir et/ou besoin d'avoir un impact sur les autres, sur le monde, à travers les autres). Ces trois moteurs fréquents ne sont pas exclusifs (et d'autres moteurs existent) mais, chez un individu donné, l'un d'entre eux sera généralement prépondérant sur les autres. On devinera que le leader a généralement un moteur de motivation « pouvoir et influence » assez solidement ancré, nécessitant

une estime de soi suffisante (sujet par ailleurs passionnant qui dépasserait le cadre de cet article), qui lui permet de développer naturellement des capacités d'entraînement et de mobilisation d'autres personnes.

L'ouverture internationale

La globalisation accroît le challenge et, en même temps, ouvre le terrain de jeu. Toutes les compétences décrites plus haut sont amplifiées si elles sont pratiquées à un niveau international ou tout du moins multiculturel.

Dans notre métier de chasseurs de têtes, nous constatons progressivement l'émergence d'un segment de leaders internationaux, capables de prendre des fonctions en Europe, en Asie ou dans les Amériques. Le secteur de l'assurance emboîte le pas, dans ce domaine, à d'autres segments financiers dans lesquels la globalisation des talents est déjà très avancée (les marchés de capitaux ou la gestion d'actifs).

En synthèse, le marché des talents dans le secteur financier en France, notamment assurantiel, n'est ni déprimant ni sinistré. Plus qu'une crise, nous vivons une transformation, qui nous déstabilise, nous force à nous réinventer et ouvre de nouveaux possibles...

Achévé de rédiger le 27 février 2013.

Michel ROUX

Directeur de la valorisation de la recherche
Ancien doyen de la Faculté de Sciences économiques
et de Gestion de l'Université Paris 13

LES BANQUES COOPÉRATIVES : DES ENTREPRISES POUR UNE FINANCE AUTREMENT ?

Introduction

L'année 2012 avait été déclarée par l'ONU année internationale des coopératives. Sans constituer une approche exhaustive sur la résilience des institutions financières coopératives et mutualistes face aux crises successives, cet article se propose de soulever certains questionnements susceptibles d'alimenter une réflexion sur des domaines peu explorés. Y a-t-il des voies de renouveau possibles pour financer le développement économique et social ? Des banques qui s'appuient sur des valeurs de démocratie, de proximité, au service du développement de l'économie réelle pour une utilité sociale, sont-elles mieux préparées à relever de tels défis ? On estime qu'un million de coopératives et de mutuelles sont actives dans le monde et qu'elles répondent aux besoins de plus d'un milliard de membres procurant ainsi un emploi à plus de 100 millions de personnes dans une centaine de pays. Dans la sphère financière, les groupes coopératifs et mutualistes représentent en Europe une part conséquente de l'activité financière (près de 180 millions de clients pour les seules banques). En France, plus d'un citoyen sur deux est assuré pour la vie, la retraite, la maison, la voiture auprès de mutuelles.

C'est la même proportion pour le compte bancaire et l'épargne auprès des banques coopératives. En dépit de ce poids social, économique et de leurs vertus (proximité, démocratie, solidarité...), les groupes coopératifs et mutualistes demeurent méconnus dans leurs différences et dans leur potentiel. À l'heure d'une profonde remise en question de la gouvernance actionnariale et d'appels répétés à un capitalisme plus humain, à l'heure où les crises financière, économique et sociale que nous connaissons questionnent non seulement l'efficacité des pratiques de gestion des organisations, mais aussi leur légitimité, il est probablement indispensable de proposer aux décideurs, aux citoyens et aux acteurs eux-mêmes un cadre de réflexion capable d'amplifier les pratiques coopératives. Au cours des trente dernières années, avec l'accélération des innovations de toutes natures, nous sommes passés d'une logique industrielle à une logique marketing puis financière. À l'image d'Adam Smith, nous sommes devenus « tous des marchands » où l'égoïsme a renversé la prévalence à l'altruisme. Tout le monde perd progressivement confiance : les marchés financiers doutent de la capacité des politiques à faire face à la mondialisation autrement que par la dette ; les Européens doutent sur la nécessaire solidarité à s'organiser entre eux. Aujourd'hui, les investisseurs s'inquiètent pour les États et les collectivités territoriales. Pire, les économies occidentales et émergentes sont confrontées à une crise du soupçon. Dans ce contexte, les banques coopératives et les mutuelles, malgré leur poids prépondérant, n'échappent pas à ces incertitudes. Afin de conforter quelques pistes de réflexion, nous nous proposons de rappeler brièvement la situation des banques coopératives, leurs doutes et leurs défis.

1. Du contexte en général et des banques coopératives en particulier...

« Lorsque le passé n'éclaire plus l'avenir, l'esprit avance dans les ténèbres. » Ce constat d'Alexis de Tocqueville illustre parfaitement le contexte de notre économie en quête de repères, de sens et d'anticipations. En 2008, on a empêché la mutation d'un krach financier en récession grâce à la substitution partielle de la dette privée trop risquée par de la dette publique. Trois ans plus tard, c'était l'origine de la nouvelle crise et l'État était devenu le

problème! Pour être pérenne et pour faire barrage à la domination financière anglo-américaine, l'entreprise financière et les banques coopératives en particulier doivent se doter d'un véritable « capital confiance ». Nous demeurons persuadés que la stabilité du système bancaire et financier dépendra de la pluralité des modèles et des statuts des acteurs, tout en demeurant conscients qu'un statut ne remplace pas un projet. Pour mieux comprendre ces évolutions, il convient donc de rappeler brièvement les origines historiques du mouvement coopératif, l'hétérogénéité des représentations ainsi que les modes de gouvernance où l'ambition personnelle des dirigeants l'emporte, parfois, sur les valeurs.

1.1. Un peu d'histoire : du succès au confort

Sans refaire l'histoire parallèle des banques coopératives et des mutuelles, avec un passé probablement plus lointain pour ces dernières sous l'égide des premières caisses de secours dès le Moyen Âge, nous pouvons préciser qu'au milieu du XIX^e siècle, de nombreuses théories économiques et politiques ont promu les vertus de l'idéal solidaire : l'économie mutualiste² est née dans le creuset des utopies, tant libérale (Walras et l'épargne populaire... les banques populaires allemandes Volksbanken) que communautaires (le modèle chrétien-social de Friedrich Raiffeisen et la création du premier réseau de coopératives de crédit agricoles ; l'utopie socialiste et communautaire de Proudhon et de Saint-Simon contribuera aux fondements de l'économie solidaire moderne). Mais les institutions de l'économie coopérative sont avant tout le produit de multiples expérimentations empiriques et hétérogènes d'un pays à l'autre. Avant même

2. Quelques dates : **en Allemagne** : 1864, création de la première association-caisse de prêt de Heddesdorf par Friederich Raiffeisen ; 1850, fondation par Hermann Schultze du premier organisme coopératif Vorschussvereine (banque du peuple) à Delitsch. **En Autriche** : 1850, fondation de la première Volksbank sur le modèle Schultze-Delitsch ; 1886, création de la première coopérative de crédit inspirée du modèle Raiffeisen à Mühldorf avec le soutien du parlement régional. **En France** : 1878, création de la première banque populaire à Angers, à l'initiative de Ludovic de Besse ; 1882, création en Alsace de la première caisse du Crédit Mutuel sur le modèle Raiffeisen ; 1894, création par la loi du Crédit Agricole, la première caisse coopérative agricole voyant le jour en 1885 (Crédit Agricole de Bligny).

l'invention des modèles Raiffeisen et Schultze-Delitsch, la Grande-Bretagne avait vu la naissance de premières institutions mutualistes bancaires facilitant l'accès à la propriété par l'épargne des membres, ancêtres des actuelles *building societies*. Le XX^e siècle connaîtra un développement conséquent des banques coopératives avec une progression des parts de marchés dans la banque de détail passant de 20 % en France dans les années 1960 à plus de 50 % à la fin du XX^e siècle. Cette prospérité discrète s'est construite sous l'influence: d'une déspecialisation géographique et catégorielle, du développement des activités à l'international et de nouveaux métiers souvent éloignés de leur origine et de leur compétence. Concentration, hybridation et démutualisation affecteront, dès les années 1980 et à des degrés divers suivant les activités et les pays, l'ensemble du mouvement coopératif. Le début du XXI^e siècle sera marqué par des tentatives de remise en cause du modèle coopératif sous la pression: d'une exacerbation de la concurrence; de la croissance externe réalisée au travers de sociétés anonymes; de la pression des instances internationales (FMI, CE...) ne jurant que par la société anonyme. Malgré ces nombreuses vicissitudes, la sphère financière mutualiste occupe toujours, à l'aube du XXI^e siècle, une place centrale dans l'économie. La crise a démontré que le modèle coopératif et mutualiste disposait d'avantages compétitifs incontestables par rapport au système du « tout marché »: la relation au sociétaire, la proximité du client, le rapport à la profitabilité, la préférence pour le long terme...

1.2. Hétérogénéité des statuts et des représentations

Il faut distinguer ici le statut coopératif et le statut mutualiste sans exagérer les différences. Si le premier est constitué d'un capital que, formellement, exclut le second, ce dernier est néanmoins doté d'un fonds d'établissement qui en est l'équivalent. Les concepts de société mutuelle et société coopérative sont fréquemment utilisés sous forme de synonymes, ne parle-t-on pas de banques mutualistes? À tort certes, mais, dans la suite de cet article, nous utiliserons parfois un terme pour l'autre, par souci de simplification. En France, les banques et les assurances de la sphère « mutualiste » sont des coopératives pour les premières et des mutuelles pour les secondes. Les coopératives sont généralement des sociétés à but lucratif. Elles ont le droit de distribuer aux sociétaires une part de leurs bénéfices. Les mutuelles sont,

quant à elles, des sociétés à but non lucratif : elles n'ont pas le droit de distribuer leurs bénéfices mais les utilisent pour renforcer leurs fonds propres, pour augmenter les garanties sur les contrats ou pour accorder des ristournes aux sociétaires. À noter que la distinction entre banque coopérative et mutuelle d'assurance est propre à la France. Ailleurs, les banques ou les assureurs peuvent utiliser les deux statuts. En France, si les trois grands groupes bancaires coopératifs ont rejoint la représentation professionnelle unique, la Fédération bancaire française, malgré des évolutions récentes, la situation est plus contrastée au niveau international, où la représentation est assurée par le Groupement européen des banques coopératives³ et l'Association internationale des banques coopératives⁴. Pour les mutuelles d'assurance, la situation est encore un peu plus hétérogène, néanmoins fin juin 2007 est née une « superstructure » de convergence entre la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA) et le Groupement des entreprises mutuelles d'assurances (GEMA) : l'Association française de l'assurance (AFA). Cette nouvelle association est disposée à s'ouvrir à d'autres représentants de l'assurance comme la Fédération nationale de la mutualité d'assurance (mutuelles de santé) et les institutions de prévoyance du Centre technique des institutions de prévoyance. Parallèlement, dès janvier 2008, l'Association des assureurs mutuels et coopératifs en Europe (ACME ou AMICE) dans le giron de la Fédération internationale des coopératives et mutuelles d'assurances (ICMIF) et l'Association internationale des sociétés d'assurance mutuelles (AISAM) ont fusionné afin de mieux promouvoir et défendre d'une seule voix les intérêts de l'assurance mutuelle et coopérative. Un secteur qui compte plus de la moitié des 6 000 entreprises d'assurance en Europe et représente près de 25 % des primes.

1.3. Valeurs contre ambitions

Les valeurs portées par le mouvement coopératif et mutualiste (la proximité relationnelle, l'ancrage au territoire, l'intérêt

3. Fondé en 1970, le Groupement européen des banques coopératives (GEBC) regroupe 27 banques dont trois françaises : le groupe Banque Populaire (dont fait partie le Crédit Coopératif), le Crédit Agricole et le Crédit Mutuel. Cette organisation a pour but de favoriser l'entraide entre les banques coopératives européennes et de promouvoir l'idéal coopératif dans le secteur bancaire.

4. L'Association internationale des banques coopératives (AIBC), créée en 1922, est une organisation sectorielle de l'Alliance coopérative internationale (ACI).

collectif, le principe démocratique d'une personne = une voix qui protège l'entreprise de toute appropriation...) représentent un atout, mais comment ne pas succomber à la banalisation ambiante quand la concurrence s'intensifie et quand les comportements des clients évoluent? La complexification de la répartition des pouvoirs dans les sociétés coopératives et dans les mutuelles est parfois peu lisible. Convenait-il de ne pas accompagner ces clients à l'international? Fallait-il ignorer les nouveaux métiers liés aux activités de marché? Parfois, certaines ambitions personnelles de dirigeants qui rêvaient de taille critique et d'introduction en bourse ont été source de fragilisation.

2. Des doutes

Les spécificités du modèle bancaire coopératif face au modèle de banque fondé sur la valeur actionnariale reposaient jusqu'à maintenant sur quelques principes fondamentaux rappelés ci-dessus. Cependant, les stratégies de développement hasardeuses et les pertes financières encourues par plusieurs grandes banques coopératives sur les activités de marché révèlent qu'elles n'ont pas su se tenir éloignées, plus que les autres types de banque, des objectifs de rentabilisation et de recherche de profit à tout prix.

Cette section examine la nature des principaux « doutes » vécus par le modèle coopératif au sommet de sa gloire! Seront successivement abordés les transformations du modèle, la pression du dogme anglo-saxon de la régulation et les liens avec l'économie sociale.

2.1. Des organes génétiquement modifiés par une course effrénée aux fonds propres

Les banques coopératives ont connu concomitamment, depuis une dizaine d'années, une hybridation de leur modèle et un affaiblissement de leur base sociétaire. Ce double phénomène s'est traduit d'une part par l'introduction de véhicules cotés (Natixis pour BPCE, CA SA pour le groupe Crédit Agricole...) afin de satisfaire à la croissance externe et l'accès aux marchés de capitaux avec pour effet induit une explosion du périmètre de consolidation. Une mutation pas toujours bien perçue par les

agences de notation. Certains auteurs ont parlé, aussi, de démutualisation partielle pour qualifier ces modèles, lorsque les groupes coopératifs se dotent d'un véhicule coté par facilité et/ou mimétisme! La question est fondamentale pour notre sujet, outre la part du capital effectivement introduite en bourse, s'agit-il d'une filiale stratégiquement opérationnelle pour le groupe qui se trouve cotée? Enfin, comment faire cohabiter des actionnaires non clients avec des sociétaires actionnaires ou non? D'autre part, les banques coopératives ont connu un élargissement progressif de leur offre à des non-sociétaires.

2.2. L'asservissement aux normes prudentielles et comptables

L'asservissement aux règles dites prudentielles, conçues pour les banques de capitaux, aboutit à ignorer les principes des coopératives où la solidarité selon le modèle de Raiffeisen est la vraie sécurité des fonds. Peut-on infléchir les autorités de régulation, en particulier en direction de la troïka Bruxelles, FMI, BCE, pour imposer la réalité du mouvement coopératif? Le paradoxe réside dans la complaisance de l'Europe à l'égard de normes et principes comptables que les États-Unis imposent au monde en prenant bien soin de ne pas se les imposer à eux-mêmes, Bâle III en constitue un exemple édifiant! L'évolution des normes prudentielles internationales (Bâle III et Solvabilité II) met l'accent sur les résultats. Ces réglementations poussent ainsi à la centralisation des décisions et à la disparition de l'autonomie des banques régionales (centralisation du traitement des moyens de paiement, de la gestion des risques). Dans un autre domaine, les États-Unis tardent à adopter les normes comptables IFRS en raison de divergences entre normalisateurs américains et européens et ce, notamment dans l'univers de la banque, de l'assurance, et des marchés financiers (la surévaluation de profits en différant la constatation de pertes de certains actifs serait préjudiciable aux actionnaires...). En ce début d'année, on redécouvre que les marchés financiers ne sont pas toujours efficaces; que monnaie, marchés, austérité sont des dogmes qui volent en éclats. Les politiques d'austérité budgétaire, si elles sont nécessaires pour retrouver l'équilibre des finances publiques et maintenir la souveraineté d'un pays, ne sont pas suffisantes pour retrouver le chemin de la croissance. Des mutations réglementaires à deux vitesses au prétexte que la crise accélérerait leur nécessaire mise en œuvre. Ce principe de séparation des rôles et

des intérêts, adopté comme principe majeur dans les nouvelles réglementations internationales, est en contradiction partielle avec l'esprit de l'entreprise coopérative, fondé sur la participation à ses instances des clients, ce qui institutionnalise le conflit d'intérêts.

2.3. Du lien avec l'économie sociale ?

Ce positionnement des banques coopératives face à l'économie sociale demeure un sujet sensible. L'économie sociale ou économie sociale et solidaire regroupe un ensemble de coopératives, mutuelles, associations, syndicats et fondations, fonctionnant sur des principes d'égalité des personnes (une personne = une voix), de solidarité entre membres et d'indépendance économique. Toutefois les banques coopératives et les mutuelles d'assurance, même si ces dernières possèdent un « côté plus militant » que les premières, se réfèrent plutôt à des organisations identifiées par leur statut et occupant une place importante dans la vie économique, ce que nous nous sommes efforcés de rappeler. De ce fait et surtout les banques coopératives se rattachent davantage au concept « d'économie sociale compétitive de marché » en raison de leur poids économique, de leur taille et de la nécessité d'être rentables. Elles se détachent donc de cette économie sociale et solidaire. Ce sujet fait débat, au moment où un texte de loi sur l'économie sociale est en préparation afin d'en redéfinir le périmètre et la lisibilité. Tout le monde titre déjà : « Les coopératives des entreprises pour une autre mondialisation », « Mutualisme et sortie de crise, un nouveau monde est-il en train de naître? », « La finance autrement »... Au-delà des mots, ou de louables intentions, quel contenu, quelles actions donner à ces mots ? Comment introduire de l'unité et de la lisibilité dans l'action ? Comment passer de l'utopie, 150 ans après les fondateurs du mouvement, à l'innovation et au partage, valeurs clés du mutualisme et de la coopération ? Sans succomber au poids des mots, la sphère financière mutualiste doit prendre la mesure de ses responsabilités et des défis qu'elle va devoir relever pour faire de la crise non pas un nouveau handicap concurrentiel, mais un véritable levier de modernité. Elle doit changer, voire déranger, afin de ne pas laisser passer cette opportunité.

3. Mythe et réalité des défis à relever par la banque coopérative en temps de crise

La crise financière révèle la nécessité de préserver la diversité et de protéger les réseaux locaux et nationaux pour assurer l'accès aux services financiers essentiels. L'occasion est unique pour les banques coopératives de faire valoir les atouts de leur différence, leur ancrage local, leur réseau national et leur mode de gouvernance du bas vers le haut, garant d'un processus efficace de gestion de risques fiduciaires. Il leur revient maintenant de démontrer l'intégrité et les spécificités du modèle coopératif avant d'en faire valoir le mérite auprès des régulateurs et des clients sociétaires. Parmi les pistes à explorer pour y réussir, citons la nécessité: de réformer le mode de gouvernance, de mieux former les administrateurs, de révéler et valoriser la performance extra-financière des banques coopératives et d'instaurer un système de notation coopérative. Méconnu, coincé entre la société cotée, les fonds spéculatifs, les ONG et l'économie sociale, peu observé par le monde universitaire et politique, ou sous un jour condescendant, le mutualisme serait un survivant du passé. Il se banaliserait ou se marginaliserait. Cette relative indifférence convenait à des établissements décentralisés dont l'objectif prioritaire n'était ni le résultat, ni la puissance et ni la taille, mais prioritairement la satisfaction du sociétaire/client. Tout change dans les années 1980, sans un total discernement des conséquences par les acteurs eux-mêmes. Des changements interviennent également chez leurs clients, changements qu'ils n'ont pas toujours perçus (démographie, rapport à l'argent, nouvelles technologies de l'information et de la communication, nouveaux acteurs, choc de l'offre et poids de l'immatériel). En s'adossant aux marqueurs distinctifs (la démocratie et les rapports au temps et au profit) du modèle mutualiste qu'il ne convient surtout pas de renier, cette troisième et dernière section s'efforce d'explorer quelques domaines du possible susceptibles de lui apporter un sursaut innovateur. Seront successivement abordés comment affirmer une stratégie refondatrice, ambitieuse et légitime du modèle; constituer une alternative à la finance de marché; accompagner une sortie de crise.

3.1. Affirmer une stratégie refondatrice, ambitieuse et légitime du modèle

Les banques coopératives doivent relever plusieurs défis qui leur sont particuliers. Pour démontrer leur fiabilité, il leur faut plus de cohérence entre leur modèle d'organisation (coopératif, mutualiste, actionnarial), leur gouvernance, leur performance financière et la distribution de leurs profits. Ils doivent se doter de représentations plus homogènes. Ils ont su inventer des modèles originaux de regroupement (société de groupe d'assurance mutuelle⁵, Covéa⁶...) tout en préservant leur identité. Faut-il retrouver à tout prix le modèle originel du XIX^e siècle ? La réponse immédiate est négative en raison des évolutions politiques, économiques, sociales et réglementaires. S'il est vrai que l'incursion des mécanismes capitalistiques dans les modèles mutualistes a engendré autant d'opportunités que de contraintes, ces dernières ayant plutôt affaibli les valeurs mutualistes, il faut réagir en prônant le développement d'un modèle mixte s'appuyant sur les spécificités pour agir. De même, les traitements réglementaires différenciés tendent à accentuer les différences entre les modèles coopératifs des différents pays européens. Ces hétérogénéités multiples ont des conséquences en matière de rapprochement et de financement : la possibilité ou non d'émettre des titres négociables influence le coût et l'accès aux financements externes, et cet accès, plus ou moins facile, affecte la capacité des banques coopératives à effectuer des opérations de croissance externe classiques. Les banques coopératives ne peuvent pas se priver de l'international et de la croissance externe, ne serait-ce que pour y accompagner leurs clients. Il faut aussi s'interroger sur la démographie des banques coopératives. Il n'y a plus de création. Le cas des blocages pour permettre à la Nef de devenir une banque est symptomatique

5. La société de groupe d'assurance mutuelle (SGAM) est à la fois une structure juridique, un statut, une solidarité financière et des champs de coopération opérationnels. Mise en place par la loi du 29 août 2001, la société de groupe d'assurance mutuelle est un statut permettant à des sociétés d'assurance mutuelles ou des institutions de prévoyance de droit français d'encadrer leurs relations financières.

6. Covéa Coopérations, créée fin décembre 2012, est détenue par les trois pôles mutualistes du groupe (MAAF, MMA, AM-GMF). La SGAM Covéa restera la société faitière. Covéa Coopérations, structure intermédiaire entre la tête et les sociétés opérationnelles, est un outil d'optimisation de la gestion des participations du groupe.

d'un blocage français. À l'heure actuelle ni Raiffeisen ni Schultze ne pourraient plus créer une banque coopérative ou mutualiste en France. Pourquoi la France ne permet-elle plus, en fait, que se créent de nouvelles banques coopératives, et comment remédier à cela ?

3.2. Constituer une alternative à la finance de marché

La finance de marché a connu un développement spectaculaire au cours des vingt dernières années en raison : d'une part, de la libéralisation financière qui a favorisé la globalisation, elle-même soutenue par les progrès des technologies de l'information et de la communication réductrices des coûts de transaction ; d'autre part grâce à l'importance des profits associés au trading et à la spéculation induisant une forte surévaluation des actifs. Cette déconnexion du financement de l'économie réelle s'est traduite par la rupture de 2007. Pour sortir de la crise, il nous faut repenser la stabilité financière à travers de nouveaux outils de contrôle et de surveillance de l'exposition aux risques. Dans ce contexte les banques coopératives ont toutes leurs chances pour offrir une nouvelle structure de gouvernance poursuivant des objectifs plus qualitatifs que quantitatifs. Le modèle coopératif, lié au territoire, orienté vers le long terme, relationnel plus que transactionnel, est probablement plus pertinent pour constituer une alternative à la finance capitalistique.

3.3. Accompagner une sortie de crise⁷

Pour atteindre cet objectif ambitieux de « l'alternative » à la finance capitalistique et accompagner la sortie de crise, la sphère financière mutualiste doit encore convaincre. Pour convaincre, elle doit être elle-même convaincue du bien-fondé de son modèle qui devra recouvrir trois domaines incontournables :

7. Pour cette sous-section, nous nous servons des travaux conduits à Bruxelles le 7 décembre 2012, auxquels nous avons participé et ce, dans le cadre des premières assises internationales de la coopération organisées par le groupe Associés en Finance. Cette manifestation internationale avait pour objectif de clore l'année des coopératives et de faire en sorte que banques coopératives et mutuelles d'assurance puissent échanger.

– Le politique, pour s’assurer une légitimité et un poids physique face aux régulateurs et aux législateurs ; c’est le volet de la banque coopérative en qualité d’intermédiaire du politique qu’il convient d’acquérir.

– Le social, pour assurer l’éducation et la mise à disposition de tous, de services financiers adaptés aux réels besoins de chacun à des tarifs modérés ; c’est le volet de la banque coopérative en qualité de modèle d’inclusion.

– L’économique, en tant que réducteur des risques et accompagnateur des projets individuels ; une façon de placer l’économie au service des hommes sur des territoires singuliers au sein de cultures distinctes.

CONCLUSION

Pierre Dac⁸ nous aurait probablement dit : « C’est trop tôt pour savoir si c’est trop tard. » Nous vivons dans une société où nous glissons dans l’autonomie de l’individu par une prise en charge collective via l’économique. C’est une forme d’exclusion dans la sphère marchande. Pour proposer une alternative, il y a donc nécessité, pour le mutualiste et son modèle, d’une affirmation de soi et d’afficher ses différences. Cependant, le chantier est immense, après l’adoption du statut de la coopérative européenne et la préparation de celui de la mutuelle européenne, un statut ne constitue pas un projet collectif partagé. Il reste un gros travail d’harmonisation à opérer au niveau de l’Europe : entre mutuelles, coopératives. Quelles synergies peut-on mettre en place pour favoriser les alliances et l’intercoopération tant sur le plan national qu’international ? Y compris en Europe, où certains pays interdisent encore le statut coopératif (le Monténégro) ou l’ignorent (la Hongrie, certes pour des raisons historiques...). Le monde mutualiste est à la croisée des chemins, il ne peut se permettre, au sommet de sa gloire, d’ignorer cette nécessaire refondation. Laisser passer cette opportunité serait contre-productif pour son devenir !

Achévé de rédiger le 15 mars 2013.

8. André Isaac, dit Pierre Dac, humoriste et comédien, 1893-1975.

Marie-Agnès NICOLET
Présidente de Regulation Partners
Présidente du Club des marchés financiers

LA DISTRIBUTION DES PRODUITS BANCAIRES PAR LES IOBSP : ENJEUX STRATÉGIQUES ET CONTRÔLES

Les décrets du 26 janvier 2012 précisant les normes professionnelles que doivent désormais suivre les intermédiaires en opérations de banque et services de paiement (IOBSP) ainsi que leurs formalités d'inscription à l'ORIAS à partir du 15 janvier 2013 auront donné un coup de projecteur à une profession très impliquée dans la distribution des crédits.

En effet, les IOBSP sont un vecteur déterminant de la politique de distribution de crédit de certaines institutions financières et la loi a redéfini leur responsabilité ainsi que celle des banques en la matière.

En effet, les décrets du 26 janvier 2012 sur les IOBSP ont distingué clairement l'IOBSP de l'indicateur d'affaires.

Ainsi, l'indicateur d'affaires, qui intervient contre rémunération ou à titre gratuit, est exclu du champ des obligations applicables aux IOBSP. Son activité doit se restreindre à :

- Indiquer un établissement de crédit à un client potentiel ou existant.
- Lui transmettre des documents publicitaires remis par un établissement de crédit.

- Transmettre les coordonnées d'un client potentiel ou existant à un établissement de crédit.

Le décret du 26 janvier 2012 oblige désormais les IOBSP à choisir l'une des catégories suivantes pour s'immatriculer à l'ORIAS :

Catégorie 1

Le courtier, immatriculé au registre du commerce pour l'activité de courtage en opération de banque et de services de paiement. Il exerce l'intermédiation en vertu d'un **mandat du client, à l'exclusion de tout mandat d'un établissement de crédit.**

Catégorie 2

Le mandataire exclusif, soumis à une obligation contractuelle de travailler en exclusivité avec un seul et unique établissement de crédit ou de paiement.

Catégorie 3

Le mandataire non exclusif exerce en vertu d'un ou plusieurs mandats non exclusifs délivrés par un ou plusieurs établissements de crédit ou de paiement.

Catégorie 4

Le mandataire d'intermédiaire en opérations de banque et services de paiement, qui dispose d'un mandat délivré par un IOBSP des trois autres catégories.

Un établissement ne peut cumuler plusieurs catégories, sauf si les opérations de banque ou les services de paiement sont de nature différente. Par exemple, un IOBSP peut être courtier en crédit immobilier, mandataire exclusif en regroupement de crédit et mandataire non exclusif pour le crédit à la consommation.

Vis-à-vis du client potentiel ou existant, toutes les catégories d'IOBSP doivent répondre à des obligations communes :

- Obligation d'agir avec loyauté.
- Lors de l'entrée en relation, l'IOBSP a l'obligation de fournir notamment les informations suivantes au client (potentiel ou existant) : son nom, sa dénomination sociale, son adresse professionnelle, sa catégorie d'IOBSP, son numéro d'immatriculation à l'ORIAS, le nom du ou des établissements avec

lesquels l'IOBSP a enregistré plus d'un tiers de son chiffre d'affaires au titre de l'activité d'intermédiation, toute participation directe ou indirecte supérieure à 10 % de ses droits de vote ou de son capital, détenue par un établissement de crédit.

- Le client doit également être informé des procédures de traitement des réclamations et des coordonnées et adresse de l'Autorité de contrôle prudentiel.

- Lors de l'entrée en relation avec des personnes physiques, clients potentiels ou existants, l'IOBSP doit également s'enquérir de ses connaissances et de son expérience en matière d'opérations de banques ainsi que de sa situation financière, de ses besoins, et vérifier sa solvabilité en recueillant ses ressources, ses charges et les prêts en cours qu'il a contractés.

- L'IOBSP doit présenter à ses clients les caractéristiques essentielles du service, de l'opération ou du contrat proposé et, pour les opérations de crédit, mentionner les conséquences de la souscription du contrat sur la situation financière du client et sur les biens remis en garantie.

- L'IOBSP doit également convenir avec tout client potentiel, par écrit ou sur un autre support durable, des frais éventuels et de la rémunération qui lui seront dus avant la conclusion de tous travaux et conseils préparatoires et de toute opération.

Vis-à-vis du client potentiel ou existant, l'IOBSP de catégorie 1 (le courtier) doit par ailleurs répondre à des obligations spécifiques supplémentaires :

- Analyser un nombre suffisant de contrats offerts pour fonder une analyse objective du marché et recommander ou proposer un contrat adapté aux besoins du client.

- Fournir des informations sur la description et comparaison des différents types de contrats sur le marché.

- Informer des règles applicables aux opérations de banque et aux services de paiement et l'éclairer sur l'étendue de ses devoirs et obligations.

- Proposer de manière claire et précise les services, opérations ou contrats les plus appropriés parmi ceux qu'ils sont en mesure de présenter.

- S'abstenir de proposer un service, une opération ou un contrat qui ne serait pas adapté aux besoins du client ou du client potentiel.

- Préciser au client les raisons qui motivent ses propositions et lui indiquer comment il a pris en compte les informations qu'il a recueillies auprès de lui.

- Avant la conclusion de toute opération de banque ou la fourniture de tout service de paiement ou de tous travaux et conseils préparatoires, préciser au client :

- Le nombre et le nom des établissements de crédit et des établissements de paiement avec lesquels il travaille.

- Le montant et les modalités de calcul de la rémunération perçue de l'établissement de crédit ou de l'établissement de paiement concerné.

Le courtier devra ainsi formaliser et archiver les analyses permettant de montrer qu'il a comparé de manière objective le marché.

Ces évolutions réglementaires récentes risquent de modifier durablement et de manière significative le marché des IOBSP.

Actuellement, les deux principales activités des IOBSP sont le crédit immobilier et le regroupement de crédit (ou rachat de crédit). Les IOBSP spécialisés en crédit immobilier choisiront pour une large majorité d'entre eux la catégorie de courtiers et signeront donc avec les partenaires bancaires des conventions de partenariat / apports d'affaires / courtage (et en aucun cas un mandat).

Ils seront moins souvent mandataires non exclusifs de banques généralistes et encore moins souvent mandataires exclusifs. Par ailleurs, un certain nombre d'entre eux agiront en vertu d'un mandat d'un IOBSP et seront donc de catégorie 4.

En revanche, les intermédiaires en crédit spécialisés en consolidation de crédit seront plus souvent mandataires non exclusifs (sachant que le nombre d'acteurs sur ces métiers/sociétés financières spécialisées dans l'activité de crédit est moins important que sur le crédit immobilier).

L'autre spécificité de ce métier d'intermédiaire est la coexistence de sociétés très petites et de réseaux de franchises. Il faut rappeler que le fichier des IOBSP conservé par l'ACP jusqu'à fin 2012 était riche de près de 30 000 intermédiaires. À partir de 2013, c'est à l'ORIAS que les IOBSP, comme les intermédiaires en assurance et les CIF, devront être immatriculés.

Le durcissement des conditions d'exercice de ce métier ainsi que du formalisme plus lourd à respecter tendra inévitablement à un regroupement de ces intermédiaires, certains indépendants décidant par exemple de rejoindre un réseau de franchises.

Une composante importante de la maîtrise des coûts des réseaux de distribution des banques :

La raison principale d'utilisation des IOBSP (surtout pour les sociétés financières spécialisées) est la possibilité de diminuer les coûts des réseaux commerciaux, les intermédiaires en crédit immobilier, consommation et consolidation de crédit n'étant rémunérés que dans le cas où le crédit est consenti. De la même manière, les IOBSP auront tendance, pour limiter leurs frais fixes de personnel, à mandater des mandataires d'IOBSP (catégorie 4) plutôt qu'à recruter des salariés.

En effet, les IOBSP sont rémunérés de deux manières : d'une part, par leurs clients qui les ont mandatés pour trouver un établissement bancaire susceptible de disposer d'une offre de crédit adaptée à leurs besoins (cette rémunération versée par les clients étant intégrée au taux annuel effectif global calculé par la banque) et, par ailleurs, une rémunération de la banque qui correspond à une commission d'apport d'affaires ou rétrocession des intérêts perçus de l'ordre de 1% environ du montant de crédit (avec un plafonnement et des exceptions au montant prévu de rémunération si le client était déjà client de la banque par exemple).

Aucune réglementation n'interdit pour l'instant à un courtier en crédit censé être indépendant des banques partenaires et qui agit en vertu d'un mandat du client de pouvoir être rémunéré par les banques à qui il apporte un client.

Le versement des commissions sur le regroupement de crédit est plus significatif mais les dossiers à réaliser par les IOBSP sont également plus consistants, les décrets n° 2012-609 du 30 avril 2012 et 2012-1159 du 17 octobre 2012 relatifs à l'information de l'emprunteur lors de la conclusion d'opérations de regroupement de crédits alourdissant encore les obligations d'information vis-à-vis des clients.

En effet, le décret du 30 avril 2012 relatif à l'information de l'emprunteur lors de la conclusion d'opérations de regroupement de crédits impose au prêteur ou à l'intermédiaire d'établir avant toute offre de regroupement un document qui permettra de faire le point sur les modalités, les caractéristiques et le bilan de l'opération. Ce document sera rempli, entre autres, sur la base des informations fournies par l'emprunteur. Si ce dernier ne dispose pas des informations suffisantes, le prêteur ou l'intermédiaire devra alors le mettre en garde sur les conséquences possibles de l'opération de regroupement.

Les obligations des banques en matière de contrôle des IOBSP

L'année 2012 a été celle d'un débat de place sur le contrôle que les banques devaient réaliser de leurs IOBSP. Comme l'a rappelé le gouverneur de la Banque de France lors de l'Assemblée générale de l'Association française des sociétés financières (ASF) de juin 2012, « l'entrée en relation avec la clientèle, la présentation des contrats de crédit, l'évaluation des connaissances et de l'expérience du client ainsi que de sa solvabilité sont des prestations qui participent directement à l'exécution des opérations de banque. Elles sont d'ailleurs quotidiennement pratiquées dans les agences bancaires. Les confier à un tiers de manière durable et à titre habituel revient bien évidemment à les externaliser au sens du règlement n°97-02. Lorsqu'elle établit un mandat de délégation à un IOBSP, la société financière demeure donc pleinement responsable du respect des obligations qui lui incombent. »

Les banques ont été dans l'ensemble très réticentes à considérer que cette prestation constituait une prestation essentielle ou importante externalisée et qu'il fallait la contrôler comme telle.

Le nombre d'IOBSP concerné, la lourdeur du contrôle qu'elles imaginent mettre en place a alimenté cette réticence.

Même si ce contrôle doit évidemment être proportionné à la nature des responsabilités réellement déléguées, la nécessité de ce contrôle influencera fortement le nombre d'IOBSP avec qui les banques concluront des partenariats et la rémunération de ces derniers (notamment au regard des rémunérations offertes aux simples indicateurs d'affaires).

En effet, la profession des IOBSP, désormais mieux organisée qu'auparavant au travers de syndicats professionnels (comme l'APIC ou l'AFIB), représentée également au Comité Consultatif du Secteur Financier, réclame également aux banques de faire une vraie distinction entre le métier désormais très structuré qu'est le métier d'IOBSP et celui d'indicateur d'affaires, qui, moins porteur de valeur ajoutée et surtout moins réglementé, ne devrait pas être rémunéré de la même manière par les banques.

Par ailleurs, la nécessité de mieux contrôler les intermédiaires a également eu un effet sur une plus grande sélectivité des intermédiaires avec qui la banque contractualise.

Enfin, la nécessité de disposer de plus de dépôts pour respecter les ratios de liquidité selon les nouvelles normes de Bâle III pourrait avoir des répercussions sur les IOBSP car ces derniers qui distribuent majoritairement du crédit ont évidemment la possibilité de distribuer des produits d'épargne bancaire (la distribution des contrats d'assurance vie étant réalisée par les intermédiaires en assurance et la distribution des produits financiers par des CIF – conseils en instruments financiers).

Aussi la recommandation de l'ACP du 12 octobre 2012 sur la commercialisation des comptes à terme est-elle applicable aux IOBSP, au même titre qu'aux établissements de crédit, tout comme d'ailleurs la recommandation sur les réclamations clientèle de décembre 2011 ou sur les prêts en devises diffusée en avril 2012.

Achévé de rédiger le 15 février 2013.



Denis CHAMPENOIS

Président du Directoire d'Innovacom
Vice-Président de l'Association française des investisseurs
pour la croissance

LE CAPITAL-INNOVATION : ENTRE OMBRE ET LUMIÈRE

L'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), qui regroupe les sociétés de gestion de fonds de capital-investissement dans les entreprises non cotées, a choisi fin 2012 de dénommer « capital-innovation » et non plus « capital-risque » l'activité consistant à financer en fonds propres les entreprises au stade de l'amorçage, de la création ou de leurs premières années d'existence, afin de mieux décrire la réalité de cette activité qui est de financer des entreprises fondées sur une innovation technologique ou de service. Ce terme correspond également mieux au référentiel juridique et fiscal actuel (régime social de la jeune entreprise innovante, labellisation OSEO des sociétés innovantes, fonds communs de placement pour l'innovation (FCPI) pour les investisseurs particuliers...). Le vocable de capital-risque est associé à des véhicules juridiques et fiscaux, les fonds communs de placement à risques (FCPR), créés il y a trente ans pour financer des entreprises au stade de la création ou du démarrage mais dont l'objet a depuis longtemps été élargi à tout type d'investissement dans des entreprises non cotées, que ce soient des opérations de capital-développement pour les entreprises rentables ou des opérations de capital-transmission.

Nous entendons donc par capital-innovation l'activité qui consiste à apporter à de jeunes entreprises innovantes des fonds propres, un réseau de contacts, un accompagnement dans leur

stratégie de développement, dans un but de retour sur investissement.

Le financement en fonds propres des jeunes entreprises et des PME innovantes est dans une situation ambivalente. D'un côté des chiffres d'activité 2012 (levées de fonds de capital-innovation et investissements dans les jeunes entreprises innovantes) qui marquent une progression par rapport à 2011 ainsi qu'un écosystème innovant qui progresse avec une indéniable dynamique entrepreneuriale soutenue par un réseau dense d'incubateurs publics ou privés (grandes écoles et entreprises). D'un autre côté les gestionnaires de fonds voient les ressources de financement venant des particuliers se réduire inexorablement et les institutions financières françaises (banques, compagnies d'assurances) poursuivre leur désengagement du capital-investissement et en particulier du capital-innovation : l'épargne longue des Français se détourne de l'investissement productif, et notamment du capital-innovation qui est créateur de croissance (17 % de croissance en 2011 pour les entreprises financées par le capital-innovation¹) et d'emplois (12,5 % de croissance des emplois nets en 2011 pour l'ensemble des sociétés financées par le capital-innovation). 2012 marquera-t-elle le chant du cygne du capital-innovation français ou une base de départ finalement assez solide pour construire une des industries du financement de l'innovation parmi les meilleures du monde : tous les ingrédients sont réunis, et pour réussir il manque assez peu de choses. Premièrement une mesure politique orientant une part très faible de l'épargne réglementée (livrets, fonds d'épargne retraite, assurance vie) vers le capital-innovation pour compenser l'inexistence de fonds de pensions en France. La deuxième condition est plus qualitative et reprend une recommandation du rapport Gallois : il s'agit de créer une plus grande solidarité entre les acteurs de l'écosystème innovant français : grandes entreprises (parrainer les jeunes entreprises, notamment en participant à des fonds de capital-innovation, pour les aider à industrialiser leurs innovations et à se développer à l'international), État et collectivités locales (mieux vaut une commande qu'une subvention pour aider une jeune entreprise à croître), et recherche (favoriser l'essaimage des chercheurs).

1. Source : AFIC.

1. Le capital-innovation, levier de l'innovation

Selon l'*Innovation Scoreboard* publié par l'Union européenne, indicateur qui mesure la capacité d'innovation d'un pays, la France se situe en 11^{ème} position en Europe (classement 2010), derrière les pays d'Europe du Nord, l'Allemagne et le Royaume-Uni. Ce classement situe la France dans la catégorie des *innovation followers* et les pays d'Europe du Nord dans la catégorie des *innovation leaders*. Selon ce même indicateur, l'Europe est elle-même classée derrière les États-Unis, le Japon et la Corée du Sud.

Un rapport de l'Inspection générale des finances, publié en 2012, sur les politiques de soutien à l'innovation, se livre à un exercice de comparaison internationale des leviers de l'innovation. Le rapport souligne qu'il n'y a pas de modèle dominant mais une utilisation à des degrés divers des différents leviers de l'innovation. Les États-Unis sont bien classés grâce à un pilotage politique clair (*chief scientist officer* auprès de la présidence), un dispositif fiscal en faveur de la recherche, un soutien public au capital-innovation (*small business investment company*), un soutien de la commande publique aux jeunes entreprises (*Small Business Act*). À l'opposé, le Japon et la Corée du Sud bénéficient d'un bon classement, sans soutien au capital-innovation mais en s'appuyant sur des conglomérats (*keiresu* et *chaebol*) qui alimentent eux-mêmes un réseau de PME sous-traitantes, l'ensemble bénéficiant d'une réglementation de marché et d'une commande publique favorables.

La France dispose de bons leviers à travers l'existence d'un pilotage politique clair, d'un soutien aux infrastructures et à l'enseignement supérieur et du crédit d'impôt recherche. Par contre les leviers du financement par le capital-innovation et du soutien de l'innovation par la commande publique sont notés comme des points faibles.

Ce constat corrobore des analyses déjà faites par ailleurs, soulignant le déséquilibre en France entre les investissements réalisés en amont de l'innovation, beaucoup plus importants que ceux réalisés en aval au stade de la mise sur le marché des produits et services innovants (capital-innovation, *clusters*, commande publique).

Dans le cadre européen la France peut difficilement évoluer vers un écosystème innovant à la japonaise ou à la sud-coréenne. Nous n'avons pas d'autres choix que de suivre le modèle anglo-saxon d'*open innovation* par lequel la conception de nouveaux produits et services se fait de façon ouverte à travers des collaborations entre grandes entreprises, jeunes entreprises et PME innovantes, et recherche académique. C'est précisément sur ces deux leviers que le capital-innovation doit intervenir :

- soutenir les sources de création de nouveaux produits et services qui ne sont plus uniquement les centres de recherche et développement des grands groupes mais une multitude de jeunes entreprises qu'il convient de financer.

- accompagner ces jeunes entreprises innovantes en leur permettant de trouver les points d'appui commerciaux auprès des grandes entreprises pour compenser l'absence de soutien de type commande publique (*Small Business Act* aux États-Unis) ou la faiblesse des liens entre grands groupes et PME par rapport à ce que l'on observe au Japon, en Corée du Sud et en Amérique du Nord.

2. Une mutation des ressources du capital-innovation

Les fonds d'investissement dédiés au financement en fonds propres des jeunes entreprises innovantes sont alimentés par les particuliers à travers les fonds communs de placement pour l'innovation qui investissent 60 % de leurs ressources en titres de jeunes entreprises labellisées innovantes par OSEO, et les fonds d'investissement de proximité (FIP), qui investissent de l'ordre de 10 % de leurs capitaux dans de jeunes entreprises au stade du démarrage. Les institutionnels interviennent quant à eux dans le financement des jeunes entreprises innovantes à travers les véhicules dédiés au non-coté que sont les fonds communs de placement à risque et les sociétés de capital-risque.

Les particuliers : l'effet rabet

En 2011, selon les statistiques de l'AFIC, sur 371 entreprises ayant fait l'objet d'un investissement au titre du capital-innovation pour un montant de 597 millions d'euros, 130 entreprises ont été soutenues par des FCPI pour un montant de 129 millions d'euros.

Les fonds d'investissement de proximité ont pour leur part soutenu 70 entreprises au titre d'investissements de capital-innovation pour un montant de 51 millions d'euros. Au total les FCPI et les FIP représentaient, avec 200 entreprises financées sur un total de 371, plus de la moitié du nombre d'entreprises investies au titre du capital-innovation, et avec 180 millions d'euros sur un total de 597 millions d'euros une contribution à hauteur de 30 % du financement des jeunes entreprises innovantes.

L'érosion de l'avantage fiscal accordé aux particuliers (25 % en 2010, 22 % en 2011, 18 % en 2012) conduit à une baisse régulière du nombre des souscripteurs et des montants souscrits.

Montants collectés par les FCPI et les FIP
(Source AFIC-AFG) en millions d'euros

	2008	2009	2010	2011	2012
Total	1 129	898	835	736	628
FCPI	567	471	446	358	286
FIP	562	427	389	378	342

Pour 2012 la chute de la collecte des FCPI est de 20 %, avec 286 millions d'euros collectés contre 358 en 2011.

Le fait qu'à partir de 2013 les déductions fiscales au titre des souscriptions dans les FCPI et les FIP seront comprises dans le plafond des 10 000 euros par foyer va sans doute marquer une poursuite de cette érosion de la contribution des particuliers au financement de l'innovation.

Les institutionnels : l'effet fonds national d'amorçage

CDC Entreprises a continué de jouer un rôle déterminant dans la levée des fonds de capital-innovation auprès des investisseurs institutionnels dans un contexte de chute des levées de fonds auprès des institutionnels financiers français observée pour l'ensemble du capital-investissement. La contribution des banques et compagnies d'assurances à la collecte totale a ainsi été divisée par deux par rapport à 2008². Ce recul des institutionnels financiers

2. Source: AFIC - Grant Thornton, octobre 2012.

français a été en partie compensé par les institutionnels financiers étrangers ainsi que par les industriels français. Au final, en 2012, selon CDC Entreprises, ce sont 415 millions d'euros qui ont été levés par les fonds de capital-innovation hors amorçage dans lesquels CDC Entreprises intervient, montant équivalent aux montants levés en 2011 (416 millions d'euros)³. Par contre la levée des premiers fonds d'amorçage dans le cadre du fonds national d'amorçage (FNA) géré par CDC Entreprises dans le cadre du programme investissements d'avenir a permis, en 2012, de lever 300 millions d'euros avec un apport de 140 millions par l'État et un effet d'entraînement auprès des établissements de recherche, des collectivités locales et surtout des industriels qui, avec 35 millions d'euros souscrits, ont représenté 50 % du financement privé de ces fonds d'amorçage. Au total, en 2012, les fonds de capital-innovation levés auprès d'institutionnels avec le soutien de CDC Entreprises auront donc collecté 715 millions d'euros, contre 512 en 2011.

Les levées de fonds réalisées en 2012 préfigurent cette mutation dans le financement des jeunes entreprises innovantes à partir de 2013: diminution du poids des particuliers qui représenteront de l'ordre de 20 % des financements et montée en puissance de l'État à travers CDC Entreprises / BPI qui deviendra le principal bailleur de fonds du capital-innovation avec plus de 20 % de l'origine des fonds à travers des fonds public/privé.

Les emplois du capital-innovation

D'après la revue *Capital Finance*, ce sont près de 700 millions d'euros qui ont été investis en 2012 dans des entreprises françaises par le capital-innovation, soit une croissance de 28 % par rapport à 2011.

Ce qui marque cette année 2012, c'est tout d'abord la part du commerce électronique et des services en ligne de type Deezer: avec 30 % des investissements il s'agit du domaine privilégié d'investissement, qui connaît, de fait, de nombreux succès,

3. Source: CDC Entreprises.

devant le secteur du logiciel (20 %). La France devrait se différencier du reste de l'Europe car d'après les statistiques de l'*European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), en 2011 ce sont les biotechnologies qui représentaient à l'échelle européenne le principal segment d'investissement (31 %), devant le logiciel (18 %) et les services de communication (18 %). La distribution en ligne doit largement son essor en France à ces start-ups. Ces sociétés ont des *business models* d'accès direct au consommateur qui ne rend pas nécessaire, comme c'est le cas des sociétés plus technologiques dans les domaines des équipements médicaux, télécommunications, *cleantech* et des biotechnologies, le passage par des contrats ou des partenariats avec des grands groupes industriels ou un soutien de la commande publique. Ces sociétés peuvent donc mieux croître dans un contexte français. Par contre leur potentiel de croissance à l'international est plus limité que pour des sociétés développant des technologies.

Le deuxième fait marquant de cette année 2012 est l'arrivée d'investisseurs étrangers, notamment en provenance des États-Unis, qui ont financé 6 des 10 plus grosses opérations. Cela s'explique par le manque de fonds de capital-innovation français de taille suffisante pour participer à des tours de financement de plusieurs dizaines de millions d'euros.

Sortir du niveau intermédiaire par le haut

Le capital-innovation est un des leviers de l'innovation qui doit sortir de sa position intermédiaire à l'échelle européenne et mondiale pour contribuer à faire sortir l'innovation française elle-même de sa position intermédiaire et exploiter pleinement son potentiel technologique et entrepreneurial. Pour cela, il convient de se rapprocher des bons élèves que sont la Suède, les États-Unis, Israël quant au niveau des investissements en capital-innovation par rapport au PNB, ce qui reviendrait à doubler les montants actuellement levés⁴. Ces nouvelles ressources pourraient être allouées autant au financement des sociétés dont le succès commercial est déjà affirmé qu'aux financements de démarrage. Cela suppose tout d'abord que l'on

4. Source: EVCA Yearbook 2012 : *Venture capital investments scaled by GDP*.

stoppe la chute des souscriptions par les particuliers. Ensuite, seul un retour de l'épargne longue des Français, à travers les gestionnaires de l'épargne réglementée, vers les fonds de capital-innovation, et vers le capital-investissement d'une façon plus générale, permettra d'atteindre cet objectif. L'apport des industriels sera un complément utile qui vaudra autant pour le soutien opérationnel à la croissance des jeunes entreprises financées que pour la contribution à leur financement.

Achévé de rédiger le 28 février 2013.

Olivier ROBERT de MASSY
Ex-directeur général
du Centre de formation de la profession bancaire

FORMATION PROFESSIONNELLE ET COMPÉTITIVITÉ

La compétitivité de l'économie française est un enjeu majeur. Sa composante décisive est la capacité à réduire et/ou rendre plus productives les dépenses adossées aux 46 % de prélèvements obligatoires. Cela suppose des gains d'efficacité pour les administrations ainsi que pour les différents dispositifs de l'action publique nationale et régionale.

La formation professionnelle est concernée par cet enjeu car elle relève – pour partie – de l'action publique, appuyée qu'elle est sur des acteurs publics (État, Régions, Éducation nationale...) et structurée qu'elle est par des dispositifs fiscaux et assimilables pour ses recettes et ses dépenses. En outre, la formation a un rôle dans le bon fonctionnement des entreprises et des administrations car avoir les bonnes compétences au moindre coût est, pour celles-ci, un facteur interne de compétitivité.

En quoi et comment l'organisation générale et la gestion de la formation professionnelle pourraient-elles contribuer à la compétitivité de l'économie ? Pour apporter des éléments de réponse à cette question l'auteur s'est efforcé de rapprocher les enseignements de l'analyse économique¹ et sa connaissance des

1. Rapport de Pierre Cahuc, Marc Ferracci et André Zylberberg « Formation professionnelle : pour en finir avec les réformes inabouties », Institut Montaigne, 2011. Ce rapport a la particularité de proposer une réelle approche économique de la formation professionnelle en France, incontournable pour analyser l'efficacité du système.

pratiques du secteur bancaire². Ce secteur a des métiers spécifiques, mais sa tradition de formation professionnelle est ancienne et vivace ; dans ce domaine, il ne se différencie pas significativement des autres secteurs³.

Après un regard sur la dépense globale de formation professionnelle, on évoquera la politique publique de formation, la professionnalisation dans le cadre de l'alternance, la simplification de la gestion de la formation et l'efficacité des actions pédagogiques elles-mêmes.

A. Il n'y a pas un « trésor caché » unique dans les 30 milliards de dépenses en formation professionnelle

Ces fameux 30 milliards, souvent cités dans les rapports ou les déclarations programmatiques, sont regroupés ci-dessous en fonction de ceux à qui la formation est destinée et de ceux qui la financent.

Dépenses de formation professionnelle – Grandes catégories (2010 – milliards d'euros)

Bénéficiaires Financiers	Personnes en alternance ou en insertion	Demandeurs d'emploi	Actifs du privé (68 %) et du public (32 %)	Ensemble des personnes bénéficiaires
Entreprises	2,18	0,07	10,89	13,14
Acteurs publics*	6,1	3,63	7,51	17,24
Ménages	0,21	0,24	0,68	1,13
TOTAL	8,49	3,94	19,08	31,51

Source : Annexe au projet de loi de finance pour 2013 - Formation professionnelle (Le « Jaune »).

*Acteurs publics = État + régions + autres administrations publiques (Pôle emploi notamment) + autres collectivités territoriales.

2. L'auteur a été, de 2005 à 2012, en charge de la formation professionnelle pour la profession bancaire et a dirigé son centre de formation (CFPB : 30 000 élèves, 14 centres de formation d'apprentis). Parallèlement, il a participé aux réflexions et négociations interprofessionnelles et été, pendant trois ans, vice-président de l'AFPA.

3. Une synthèse des enjeux de formation pour le secteur bancaire est présentée dans l'article « La formation, un investissement nécessaire pour le capital humain des banques », *Revue d'économie financière* n° 104, décembre 2011.

Ce tableau montre d'abord que 60 % des 31,5 milliards sont des dépenses de formation engagées par les entreprises et les administrations pour former leurs collaborateurs à leurs métiers et leur apporter ou entretenir les compétences nécessaires.

Pour ce qui est des entreprises, le ratio dépenses de formation / masse salariale est de 3 % en moyenne depuis plusieurs années, bien au-dessus de l'obligation légale de 1,6 % s'appliquant aux entreprises de plus de 20 salariés. Celles-ci, qui représentent 70 % de l'emploi salarié privé, vont spontanément au-delà du seuil fixé par la loi. Ces dépenses sont donc utiles.

Pour l'administration le ratio est de 4 % en 2010, soit au même niveau que les entreprises de plus de 2000 salariés. On supposera a priori⁴ que, comme dans le privé, les évolutions des métiers et des techniques ainsi que les réorganisations des services, aujourd'hui et demain plus encore, justifient ce niveau de dépenses.

Les 40 % restant se répartissent en 13 % pour les demandeurs d'emploi et 27 % pour l'alternance concernant principalement les jeunes. Ces deux publics sont prioritaires. Ce ne sont donc pas les moyens qui leur sont affectés qui peuvent être réduits, au contraire.

Cette vue d'ensemble suggère deux remarques :

– Dans les 30 milliards, pour faire simple, il y a deux espaces : **l'espace de l'intérêt général qui relève de l'action publique** (demandeurs d'emploi, jeunes et probablement certains publics d'actifs non qualifiés et dont l'emploi est menacé) et **l'espace des métiers**, tant du privé que du public, dans lequel la priorité est l'obtention des compétences nécessaires à la mission et qui **relève de l'action individuelle des entreprises et des administrations**, avec leurs salariés. Même s'il y a des « externalités » dans la formation continue des actifs, il ne faut pas oublier les priorités et mélanger les responsabilités.

– Dans les 30 milliards, **il n'y a pas de « trésor caché »** – gisement unique et évident d'économies à réaliser et de moyens à redéployer – que l'on pourrait aisément exploiter. Si l'on veut trouver

4. C'est-à-dire sans connaissance de travaux d'évaluation de la formation professionnelle dans la fonction publique.

des marges de manœuvres et de l'efficacité additionnelles, il faut emprunter, sans a priori, le chemin classique d'une réingénierie générale : identifier et supprimer ce qui est peu ou pas utile, réaliser des économies d'échelle, rentabiliser les investissements existants, augmenter la productivité des organisations et des actions pédagogiques...

B. Pour être efficace, la politique publique doit être fondée sur une logique économique

Pour rendre le système de formation professionnelle plus efficace, la première chose à faire est de regarder si son organisation générale est économiquement bien conçue. C'est ce qu'ont fait les économistes Cahuc, Ferracci et Zylberberg dans l'étude citée dont il est utile de rappeler les constats :

- l'obligation légale (1,6 % de la masse salariale) nuit à l'efficacité de la formation ;
- l'individu est peu responsabilisé et doté de dispositifs de formation complexes ;
- les circuits de financement sont opaques et coûteux.

Pour ce qui est de la politique générale, ils proposent deux pistes :

- Substituer au système de l'obligation légale « former ou payer » **des subventions ciblées sur les formations de certains salariés** des entreprises et des administrations (comportant de hauts niveaux d'externalités). Pour les entreprises, il s'agirait notamment de formations pour des collaborateurs peu qualifiés et dont les métiers sont menacés, principalement dans les PME/TPE⁵. Cela reviendrait à une politique sélective telle qu'introduite en Grande-Bretagne avec le dispositif *train to gain*⁶.

- Instituer pour les chômeurs un chèque formation modulé en fonction de la distance à l'emploi, les travaux sur la formation

5. Car celles-ci ne sont absolument pas armées pour prendre en charge ces enjeux. Pour les grandes entreprises, la situation est plus nuancée : cf. point D, 1^{er} paragraphe.

6. Mis en place après l'échec cuisant du système précédent, *individual learning account* (ILA), qui a dû être stoppé net pour dérive manifeste.

montrant que, pour de réelles perspectives d'emploi pour les moins qualifiés, il faut des programmes ciblés, longs et coûteux (cette remarque s'applique notamment aux publics ciblés par les « emplois d'avenir ») ; de ce point de vue la préparation opérationnelle à l'emploi (POE), dispositif récent reposant sur des formations courtes, est certes utile pour réinsérer les personnes les plus proches de l'emploi ; elle est insuffisante pour tous ceux qui ont besoin de reconversion lourde, comme le rappelle avec insistance le rapport de la Cour des comptes de janvier 2013.

À propos de l'efficacité de la formation des demandeurs d'emploi, deux remarques ponctuelles méritent d'être ajoutées :

– Les secteurs ou les recrutements jugés les plus difficiles⁷ sont à viser en priorité ; en effet – et il faut insister sur ce point – **c'est l'emploi qui justifie la formation et non l'inverse** ; c'est sûrement déjà le cas et il faut probablement – pour un certain nombre de ces métiers – motiver les demandeurs d'emploi, par des formations qui débouchent sur des certifications ou des diplômes solides et reconnus par les professions concernées, matérialisant durablement la valeur marchande de leurs efforts.

– L'AFPA est un « grand prestataire public » à dimension nationale dont le cœur de métier historique est la formation des demandeurs d'emploi peu qualifiés ; de 2006 à 2011, le nombre de demandeurs d'emploi de catégorie A a augmenté de 26 % ; dans le même temps, le nombre de demandeurs d'emploi stagiaires à l'AFPA est passé de 104 320 à 92 367, soit une baisse de 11,5 %. **Le capital AFPA n'a pas été rentabilisé** : a priori⁸, économiquement, c'est un échec.

C. La professionnalisation des formations dans le cadre de l'alternance mérite d'être généralisée

L'alternance (apprentissage et contrats de professionnalisation) présente **un double avantage en termes d'efficacité** :

7. Ceux de l'enquête BMO - Pôle-emploi de 2012, par exemple.

8. C'est-à-dire sous l'hypothèse d'une offre de formation utile, ce que semble attester l'intérêt marqué pour l'AFPA par plusieurs grands secteurs à main-d'œuvre nombreuse (bâtiment, travaux publics, hôtellerie-restauration, réparation automobile, etc.).

– Par la présence des employeurs fournissant des contrats de travail, elle assure une adéquation des cursus de formation initiale avec les besoins des entreprises et des administrations, son développement limite les filières sans ou avec trop peu de débouchés.

– Elle contribue à fournir aux futurs salariés les savoirs et les compétences utiles pour exercer leur premier métier, sans préjudice du niveau académique de leur diplôme. Elle réduit donc le besoin de formation après l'embauche (temps gagné, dépenses réduites).

C'est le constat fait par le secteur bancaire en développant les partenariats avec les universités et les écoles sur les métiers de la banque de détail (BTS, licences et masters en alternance). Deux conventions ont été signées entre la profession et le Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche⁹. Cette expérience a aussi montré que l'alternance est, aujourd'hui, un bon moyen de financer la professionnalisation des cursus de différents niveaux¹⁰.

Le développement de l'alternance accroît l'efficacité globale de la formation professionnelle ; cela concerne tous les niveaux de formation, du CAP jusqu'aux bac+5 et +6. La politique nationale doit donc chercher à **étendre l'alternance à tous les niveaux de formation**¹¹, notamment en dernière année de cursus. Cela ne doit pas faire oublier l'effort prioritaire, vers les métiers adaptés, pour

9. Un « Protocole d'orientation pour faciliter et organiser les relations entre les établissements d'enseignement supérieur et l'industrie bancaire », signé le 25 juin 2009 entre la ministre de l'Enseignement supérieur et de la recherche et la directrice générale de la Fédération bancaire française, a fait l'objet de deux conventions d'application de trois ans signées entre le directeur général de l'Enseignement supérieur et de la recherche et le directeur général du CFPB, l'une le 25 juin 2009, l'autre le 27 mars 2012.

10. On notera incidemment que la progression des universités et écoles dans le domaine de la formation continue est aussi importante. Dans ce domaine, la profession bancaire a une convention en cours avec la Conférence des présidents d'université (CPU) pour la mise en place d'une vingtaine de licences « conseiller expert » sur la base d'une référence nationale.

11. Ce qui est cohérent avec l'injonction de la loi (4 % d'alternants aujourd'hui, 5 % en 2015 pour les entreprises de plus de 250 salariés) qui ne fait aucune différence en fonction du niveau de formation initiale des jeunes recrutés par les entreprises.

les non-qualifiés où l'on retrouve les jeunes « laissés pour compte » par le système scolaire. À ce titre, les politiques des régions peuvent légitimement privilégier l'affectation de leurs moyens propres aux filières bac et infra bac ; pour autant, elles ne doivent pas contrarier l'objectif national et donc ne doivent pas rationner le développement de l'apprentissage, notamment dans l'enseignement supérieur¹².

D. Un allégement et une simplification de la gestion de la formation au niveau des entreprises réduiraient les coûts

Dans les entreprises, la gestion du budget formation répond en priorité aux objectifs opérationnels des métiers exercés. Assez logiquement, « les plus jeunes sont les plus formés » ou encore « les plus diplômés sont les plus formés ». L'entreprise n'a pas a priori à prendre en compte les externalités des actions de formation.

Dans le cas des banques, par exemple, la formation (entre 4 % et 6 % de la masse salariale) est indispensable pour suivre une évolution permanente des contenus techniques et réglementaires des activités et des métiers, ainsi que pour accompagner les évolutions de carrière des salariés et répondre aux exigences croissantes des régulateurs dans ce domaine¹³. Les priorités opérationnelles sont incontournables.

Dans la pratique, pour les entreprises d'une certaine taille, c'est plus nuancé car la loi¹⁴ dispose que l'entreprise « assure l'adaptation des salariés à leur poste de travail » et – également – « veille au maintien de leur capacité à occuper un emploi ». Cet article, d'une certaine manière, fait injonction à l'entreprise

12. Cela fait référence à des attitudes malthusiennes encore parfois rencontrées sur l'ouverture de CFA professionnels, de sections dans ces CFA et de nombre autorisé d'apprentis dans les sections, ce qui peut être compris si la région subventionne, mais ne l'est pas lorsque les entreprises autofinancent l'apprentissage.

13. Il y a des obligations de formation (par exemple à la lutte contre le blanchiment de l'argent) ; il y a aussi des exigences de certification (exemple : depuis 2010, pour tous les producteurs et vendeurs de produits financiers).

14. Article L.6321-1 du Code du travail.

de se préoccuper de l'employabilité externe de son salarié ; pour les entreprises moyennes et grandes, ce qui est demandé étant invérifiable, on risque des réponses formelles ; dans les PME/TPE, l'injonction de la loi paraît complètement irréaliste.

Le rapport cité Cahuc/Ferracci/Zylberberg pose le diagnostic d'un système complexe pour l'individu, opaque et coûteux. Dans l'optique de clarifier les responsabilités et d'aider les entreprises à être plus efficaces en matière de formation, deux idées s'imposent :

– **Recentrer le rôle des organismes paritaires collecteurs agréés (OPCA)** sur l'activité où ils ont une réelle valeur ajoutée, à savoir **les services et le conseil aux PME/TPE**. Pour les grandes entreprises – comme les banques – qui disposent d'équipes compétentes en matière de formation, les OPCA représentent des intermédiaires coûteux directement (frais de gestion de plus d'un demi-milliard d'euros au total¹⁵) et indirectement par des coûts de gestion internes non négligeables, sans une réelle valeur ajoutée de cette intermédiation. Les entreprises ne seraient plus tenues de passer par un OPCA. Probablement que les PME/TPE continueraient à rechercher les services d'un OPCA, pour la mise en œuvre des contrats d'alternance et pour la prise en charge de l'enjeu légal d'employabilité externe, notamment dans le cadre des priorités subventionnées. Les activités de collecte maintenues pourraient être transférées aux URSSAF, à moindre coût. Un objectif raisonnable de cette désintermédiation et de ce transfert serait d'économiser la moitié des frais de gestion.

– **Transformer le fameux droit individuel à la formation (DIF), introduit en 2004** : le bilan de ce dispositif est médiocre, ce qui est normal car les individus ont des formations initiales, des acquis, des capacités à apprendre, des besoins objectifs et des motivations extraordinairement hétérogènes ; « 120 heures à tout le monde » est une machine à déperdition. Dans la banque, prévoir la même chose pour le cadre financier bac+6 et le chargé d'accueil niveau bac est clairement sous-optimal. Il faut donc supprimer le DIF tel qu'il est, **en le fusionnant avec le congé individuel de formation (CIF)** dans un système renforcé géré à l'extérieur de l'entre-

15. Les frais de gestion des OPCA couvrant les différents compartiments de collecte (plan, pro, CIF...) représentent 600 millions d'euros, soit 9,1 % en moyenne de cette collecte (6,5 milliards d'euros en 2011).

prise (dans les FONGECIF, ce qui leur donnera plus de moyens, leur permettra d'aider prioritairement ceux qui n'ont pas fait d'études et allégera la gestion des entreprises¹⁶).

E. Nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) et motivation, deux leviers majeurs pour l'efficacité des cursus et des actions pédagogiques

L'efficacité des actions pédagogiques peut beaucoup varier. La préoccupation d'efficacité de l'ingénierie de formation et de l'ingénierie pédagogique doit permettre – de manière globale – l'acquisition de savoirs et de compétences à un moindre coût, soit en budget temps, soit en frais pédagogiques. Dans cette perspective, trois leviers sont importants :

– **Individualiser les formations.** Cela consiste à proposer un apprentissage sur mesure à chaque individu, après avoir évalué ses acquis de savoirs et de compétences, conduisant l'intéressé au bon niveau de savoirs et compétences pour la tenue d'un poste, l'exercice d'un métier, l'obtention d'une certification ou d'un diplôme professionnel. Ce sur-mesure est économiquement efficace s'il utilise les NTIC¹⁷. Cela suppose donc que l'e-formation soit fortement développée, alors que la France, malgré une progression récente, reste en retard de ce point de vue par rapport aux autres pays¹⁸. Des freins existent qui pourraient être levés : l'image médiocre qu'ont en général les salariés de cette modalité pédagogique, une approche hésitante dans les accords formation – aux différents niveaux – et une rigidité notable du cadre législatif et réglementaire qui se répercute dans les modalités de financement.

16. Cette idée avait été évoquée lors de la négociation de l'accord interprofessionnel du 7 janvier 2009 ; l'article 1.4 de cet accord prévoyait un groupe de travail pour avancer sur cette voie. Mais cela est resté sans suite.

17. Dans un centre de formation de l'Union des industries et métiers de la métallurgie au Mans, utilisant les NTIC tant pour l'évaluation que pour la formation (sur ordinateur, tutorée en salle), le gain global du coût de la formation (par rapport à un présentiel classique en groupe) est estimé de 30 % à 50 %.

18. Cf. par exemple enquête Gegos « La formation professionnelle en Europe », 2012.

– **Mutualiser des investissements pédagogiques.** Lorsqu'elle est possible, la mutualisation permet de réduire les coûts très significativement, notamment pour les outils d'e-formation qui supposent des investissements lourds. On peut imaginer de nombreuses applications entre les entreprises d'une même profession, mais aussi dans le partenariat d'une profession avec les universités. Dans la banque, la connaissance des obligations réglementaires s'y prête bien : par exemple pour la formation à la lutte contre le blanchiment ; autre exemple, l'idée d'un « lego de ressources pédagogiques en ligne » concernant la régulation bancaire et financière, mis à la disposition de l'ensemble des universités et des écoles par la profession bancaire et ses régulateurs¹⁹. On peut bien sûr penser à des mutualisations entre les universités et/ou entre les régions elles-mêmes. Enfin, les NTIC permettent d'imaginer des solutions nouvelles ; ne pourrait-on pas, dans le domaine de la formation professionnelle, s'inspirer des *massive open online courses* (MOOC) qui se développent aujourd'hui ?

– **Motiver les personnes.** L'analyse des économistes met en lumière « la faible responsabilisation des salariés français vis-à-vis de leur formation » (cf. une participation des ménages de 4 %, contre 16 % au Royaume-Uni et 35 % en Allemagne). Sur le terrain, les résultats en termes d'acquisition des savoirs et des compétences sont très fortement liés à la motivation des individus. Or les règles sociales actuelles passent les mauvais messages : on parle de « droit individuel à la formation » alors qu'il **faudrait parler de « devoir individuel de formation »**, en responsabilisant chacun sur son rôle quant à l'acquisition et à la mise à jour des savoirs et des compétences. Deuxième mauvais message : l'allocation de 50 % du salaire net lorsque la formation est hors temps de travail ; cette disposition s'oppose à l'idée que le salarié a lui aussi un intérêt²⁰ et une responsabilité dans sa formation ; elle est aussi un frein au développement de l'e-formation en pénalisant sa souplesse dans le temps et dans l'espace. Cela supposerait enfin d'élargir la notion de formation à tous les processus informels d'acquisition de savoirs et de compétences et de renforcer les moyens de leur reconnaissance

19. Idée qui figure dans la convention du 27 mars 2012.

20. Dans le secteur bancaire, l'Institut technique de banque – sorte de cursus-cadre professionnel sur deux ans – est depuis son origine accompli pour moitié hors temps de travail ; les statistiques montrent que les gains pour les salariés sont significatifs, en carrière et en salaires (cf. article cité de la REF).

– notamment validation des acquis de l'expérience (VAE) et VAE partielle – ainsi que la qualité et la lisibilité de l'offre de certificats, titres et diplômes professionnels.

En définitive, il existe bien quelques pistes pour optimiser les moyens de la formation professionnelle et/ou les rendre plus efficaces ; leur étude et leur mise en œuvre supposent des conditions de méthode :

– La première est de remettre en question certains dogmes et certains projets, notamment celui d'un compte individuel de formation, le même pour tous, alors que cette formule est inappropriée et que la situation tant des dépenses publiques que des entreprises rend ce projet insolvable.

– La seconde est d'augmenter radicalement les synergies entre les grands acteurs du domaine, les entreprises s'appuyant encore plus sur l'Éducation nationale (y compris l'enseignement supérieur), les régions renforçant leur écoute et le dialogue avec les différents secteurs ; cela suppose une volonté partagée.

– La troisième est que l'on trouve les voies et moyens de réduire le conflit d'intérêt monumental qui plane sur tous les débats, discussions et négociations concernant la formation professionnelle²¹ et qui les pétrifie.

Pour avancer, il faut la conviction partagée que l'objectif de compétitivité, articulé avec l'objectif d'employabilité des personnes, est l'affaire de tous : pouvoirs publics nationaux et régionaux, administrations, Éducation nationale, universités et écoles, entreprises, organismes intermédiaires et de formation, personnes physiques enfin ; puissent la gravité et l'urgence de la situation faire naître un état d'esprit collectif, capable de bousculer les habitudes de penser et de faire.

Achévé de rédiger le 15 mars 2013.

21. Sur ces dossiers très techniques, les experts et/ou les négociateurs sont tous liés à une organisation (syndicats d'employeurs et de salariés à qui sont directement versés 60 millions d'euros prélevés sur la collecte dite de professionnalisation pour le « financement du paritarisme », organismes collecteurs ou répartiteurs, organismes de formation). Si on appliquait, dans les réunions de négociation, la règle usuelle de gouvernance selon laquelle sort de la salle celui qui, lui-même ou son organisation, a un intérêt financier direct au résultat de la discussion – hormis sur quelques sujets techniques – les salles seraient vides.



**CHRONIQUES ET
DONNÉES ÉCONOMIQUES**

Jean-Marc DANIEL
Professeur à ESCP Europe
Directeur de la revue Sociétal

DE QUELQUES LIVRES PARUS EN 2012

L'année littéraire économique et financière a été tout aussi féconde que les années précédentes et bien évidemment centrée sur ce qu'il est désormais convenu d'appeler la « plus grave crise économique depuis celle des années 1930 ».

La spécificité éditoriale de la période est qu'elle se nourrit de l'annonce récurrente d'un déclin inexorable de l'Europe; avec en début 2012, cette particularité conjoncturelle d'une multiplication de livres bilan tournant autour de la campagne présidentielle.

Dans cette production abondante et diverse, nos choix sont quelque peu arbitraires. Mais nous avons fait en sorte de retenir des livres qui reflètent, du moins nous l'espérons, les grands thèmes abordés par les publications du moment.

Puisque nous traversons donc aux dires de certains la pire période historique depuis 1929, nous commencerons par nous intéresser aux années 1930 en question et à la politique de Franklin Roosevelt, un personnage qui a fait un spectaculaire retour dans le débat intellectuel et politique. Pour comprendre ce que fut la période rooseveltienne, nous suivrons Florin Aftalion et son **Crise, dépression, new deal, guerre**. Professeur émérite à l'ESSEC, Florin Aftalion est connu pour ses réticences vis-à-vis du dirigisme keynésien. Il revient aux sources historiques souvent évoquées de ce dernier en étudiant la politique de Roosevelt.

Alors qu'elle a fait l'objet de multiples commentaires laudateurs, Aftalion en montre les limites. Il rappelle en particulier que Roosevelt a agi de façon assez pragmatique et en fait plutôt chaotique. Il n'a pas suivi, loin de là, les recommandations de Keynes. Au grand dam d'ailleurs de ce dernier qui lui écrivit en 1938 une lettre plutôt ferme lui demandant de relancer la demande publique. Dans une économie encore très rurale, Roosevelt, élu d'un parti, le parti démocrate, plus proche du monde des campagnes que les républicains à l'époque défenseurs attirés du monde des affaires yankee, avait une seule obsession : enrayer la baisse des prix des produits agricoles. Pour le reste, il a navigué entre hausses des dépenses publiques et des impôts, annonce de grands travaux et baisse des effectifs de la fonction publique. La dette publique s'est accrue, mais dans des proportions sans commune mesure avec ce que nous avons connu depuis 2009. Et au final, l'économie américaine n'a pas vraiment connu de reprise significative. C'est la guerre qui a complètement modifié la situation et débouché sur une « nouvelle donne » (un *new deal*) et c'est Truman qui a structuré l'économie américaine moderne, organisant la baisse progressive des dépenses militaires et l'émergence de l'État-providence. Bref pour Aftalion, Roosevelt a agi de façon trop désordonnée pour servir de référence.

C'est le reproche que lui ferait peut-être Paul Krugman, mais pas dans le sens d'Aftalion. Il l'accuserait d'avoir été trop timoré. Le prix Nobel d'économie de 2008 est en effet devenu le porte-parole des ennemis des politiques d'austérité et le défenseur d'un keynésianisme sans limite. Pour lui, les politiques suivies depuis la faillite de Lehman Brothers ne sont pas assez audacieuses en termes de relance budgétaire. **Sortez-nous de cette crise... maintenant** contient son argumentaire, qui est simple : nous sommes en situation d'urgence et il convient de hiérarchiser les problèmes. Que la dette publique puisse en constituer un est incontestable, mais il est second par rapport à celui du chômage. Il faut donc maintenir des déficits publics significatifs, pouvant aller jusqu'à 20 % du PIB et ce tant que l'investissement privé n'aura pas pris le relais. Par ailleurs, la dette privée s'étant considérablement accrue selon Krugman pour essayer de limiter les conséquences du creusement des inégalités, inégalités sociales mais aussi territoriales entre les différents États américains, ou en Europe entre les pays du Nord et les pays du Sud, il faut remobiliser la fiscalité dans le sens de la réduction de ces

inégalités. Le message est clair : le déficit budgétaire et l'inflation qui pourrait servir à effacer les dettes publiques accumulées ne doivent pas être considérés comme des problèmes mais plutôt comme des outils dont dispose la politique économique.

Jean-Luc Gréau n'est pas loin de penser la même chose ; sauf que son outil est moins le déficit budgétaire que le protectionnisme. Dans **La Grande Récession**, qui regroupe certaines de ses chroniques dans les médias et quelques chapitres originaux, on retrouve l'idée que la déflation et le chômage sont les ennemis prioritaires et que tout doit être mis en œuvre pour s'en débarrasser. Et quand on dit « tout », il faut avoir le courage de remettre au goût du jour le protectionnisme. Le livre de Gréau est en la matière le plus redoutable car il est écrit avec talent, conviction et une grande maîtrise du savoir économique. Mais il n'est qu'un parmi une littérature de plus en plus abondante, souvent typée sur le plan politique par une adhésion aux partis extrêmes de l'échiquier politique, à gauche et à droite, littérature qui fait du protectionnisme un moyen de sortir de la crise. Défendue sur le plan électoral jusqu'au sein des partis de gouvernement, cette dangereuse réhabilitation du protectionnisme nous rapproche tristement des années 1930. Sur le plan monétaire, Gréau appelle au maintien de politiques très expansionnistes – « non conventionnelles » selon l'expression courante – tant que la menace déflationniste et la faiblesse croissance seront là.

Un autre outil qui vient assez naturellement à l'esprit est la dévaluation, forme plus sophistiquée d'arme dans la guerre commerciale et la recherche mercantiliste de croissance. François Lenglet compte parmi ses nostalgiques et s'il en reconnaît les limites, il regrette que l'euro prive certains pays de la possibilité d'y recourir. Car, si la dévaluation est bel et bien une perte de pouvoir d'achat, il ne faut pas se leurrer et croire qu'en l'évitant, on le préserve. Les pays d'Europe du Sud membres de la zone euro, soumis à une forte austérité budgétaire, en sont la sinistre preuve. Donc, puisque nous assistons à un appauvrissement général, la question est de savoir, selon le titre du livre de Lenglet, **Qui va payer la crise ?** Le désormais journaliste vedette de l'audiovisuel répond : les classes moyennes des pays qui auront retardé leurs réformes, notamment en termes de flexibilité des marchés. Car la facture sera d'autant plus lourde que le retour à la croissance sera tardif. En fin 2012, le PIB de la France

sur une base trimestrielle a été le même que celui du troisième trimestre 2007 : c'est là qu'est le problème.

Et ce problème, est-ce l'euro qui le crée ? Non, d'après **La crise de l'euro** de Patrick Artus et Isabelle Gravet. Car d'autres pays hors zone euro connaissent des difficultés, que ce soient le Royaume-Uni ou la République tchèque, ou même certains pays émergents comme le Brésil qui n'a eu en 2012 que 1,5 % de croissance. Pour les auteurs, le problème de l'euro est le partage de la même politique monétaire par des pays n'ayant ni les mêmes niveaux de productivité ni les mêmes types de structure de production. Ne pouvant compenser par des dévaluations les chocs asymétriques qui frappent des économies aussi diverses, les membres de la zone euro sont obligés de combiner rééquilibrage par la déflation salariale et transferts par des versements budgétaires. Or la première met à mal le bien-être des pays d'Europe du Sud et les seconds la confiance en l'Europe de ceux du Nord. La réponse proposée est d'aller vers davantage de fédéralisme notamment budgétaire. Souvent évoquée, cette idée a hélas peut-être le mérite ou l'inconvénient des poncifs savamment brandis, c'est-à-dire d'être juste en théorie et inapplicable en pratique.

Christian Saint-Étienne, qui fut un des premiers à crier casse-cou sur l'euro du fait des divergences de coût de production entre les pays de la zone, livre avec **France: état d'urgence** un nouveau diagnostic à la fois fort et violent par la précision de la charge et la pertinence du propos tenu. Avec un sens aigu de la formule, il n'hésite pas à parler de « mai 40 » économique. Pénalisée par des décisions de politique économique malthusienne comme les 35 heures ou la retraite à 60 ans, handicapée par une dépense publique qui absorbe 56 % du PIB, la France décroche et voit son économie se défaire comme son armée dans les années 1930. Mais, souligne l'auteur, par-delà les aberrations de politique économique partagées depuis trente ans par les différents gouvernements, le drame de la France est que son élite n'a pas compris que nous vivions la « troisième révolution industrielle » pour se gargariser de discours sur la société des services et le monde post-industriel. Le traitement de l'information et sa mondialisation ouvrent des perspectives nouvelles mais en France, on multiplie l'emploi public, les emplois de proximité et les « travaux d'utilité collective » rebaptisés « emplois d'avenir ». Pour reprendre une expression des années 1940,

la situation est grave mais pas désespérée. Encore faut-il que nos dirigeants en aient conscience.

Pour y faire face, certains n'hésitent pas à prendre pour modèle le nouveau pays à la mode, la Chine. Dans la littérature abondante qui paraît sur le sujet, un des livres les plus marquants aura été celui de Michel Aglietta et Guo Bai, **La voie chinoise**. Le livre est ambitieux et combine équations économétriques et considérations sur la culture historique ancienne de la Chine. Car le propos est de démontrer que la Chine, en s'inscrivant dans son passé riche sur le plan culturel, a inventé un nouveau modèle de croissance qui va supplanter le capitalisme anglo-saxon. Le mercantilisme revu par Confucius serait appelé à terrasser l'idéologie libérale occidentale et à la rejeter, pour égoïsme et court-termisme, dans les poubelles de l'histoire. Assez représentatif de la fascination artificielle que la Chine inspire et qui a nourri une riche production éditoriale, le livre risque de se voir vite infirmé eu égard aux inquiétudes que les Chinois eux-mêmes manifestent sur l'épuisement de leur croissance alors même que le PIB par habitant y est encore très largement inférieur à celui des pays du G7.

Si l'Occident stagne et la Chine patine, sommes-nous rentrés dans une crise plus générale, celle de la fin de la croissance? Avec son érudition et son intelligence bien connues, Daniel Cohen s'interroge sur ce sujet. **Homo economicus, prophète égaré des temps nouveaux** revient sur le contenu de la science économique et se demande si en fin de compte, nous avons tiré toutes les conséquences de la pensée classique de Malthus et de Ricardo. Celle-ci, jugée en son temps comme pessimiste, annonçait l'avènement inévitable d'un état stationnaire, sans croissance, l'humanité ayant alors accédé au niveau le plus élevé de progrès technique. Le confort matériel maximal étant ainsi atteint, il faudrait se demander si le bonheur s'est accru par rapport aux périodes précédentes et sinon, comment l'accroître. Pour Cohen, l'état stationnaire est plus proche que jamais, mais le bonheur semble plus que jamais inaccessible. C'est probablement le propre des périodes de crise économique profonde que de susciter des doutes de cette nature. Des doutes salutaires certes, pourvu que, après le « mai 40 » économique, s'organise la Résistance face à la défaite c'est-à-dire au chômage et à la déflation.

Liste des livres commentés

- *Crise, dépression, new deal, guerre*, Florin Aftalion, Economica, 144 pages
- *Sortez-nous de cette crise... maintenant*, Paul Krugman, Flammarion, 272 pages
- *La Grande Récession*, Jean-Luc Gréau, Éditions folio, 256 pages
- *Qui va payer la crise ?* François Lenglet, Éditions Fayard, 216 pages
- *La crise de l'euro*, Patrick Artus, Isabelle Gravet, Édition Armand Colin, 192 pages
- *France, état d'urgence*, Christian Saint-Étienne, Éditions Odile Jacob, 201 pages
- *La voie chinoise*, Michel Aglietta, Guo Bai, Éditions Odile Jacob, 431 pages
- *Homo economicus, prophète égaré des temps nouveaux*, Daniel Cohen, Albin Michel, 280 pages

Philippe d'ARVISENET
Directeur des études économiques
BNP Paribas

POLITIQUES MONÉTAIRES ET TAUX D'INTÉRÊT EN 2012

• Les États-Unis

Trois ans après le creux de la récession, le rythme de croissance s'est révélé nettement plus faible qu'à l'occasion des précédents épisodes de reprise. L'écart de production reste très important (5,9 %) et le marché du travail demeure bien déprimé.

Après neuf baisses du taux directeur ayant ramené l'objectif du taux des *Fed funds* à zéro, deux vagues d'assouplissement quantitatif qui ont conduit à gonfler le bilan de la *Federal Reserve* (Fed) de près de 2000 milliards de dollars, qui est passé ainsi de 6 à 18 points de PIB, un programme d'allongement de la maturité du portefeuille (*Operation Twist*) et l'adoption de la *forward guidance*, l'évolution économique est restée décevante.

La Fed a pour double mandat de promouvoir le plein emploi et la stabilité des prix. Le taux de chômage étant nettement supérieur au taux naturel, la poursuite de la détente monétaire ne devrait pas comporter de risque inflationniste, aussi le *Federal Open Market Committee* (FOMC) a décidé le 13 septembre d'une nouvelle vague d'assouplissement quantitatif (QE3) afin de stimuler la croissance et d'accélérer le rythme de création d'emplois.

Le QE3 se concentre sur les *mortgage-backed securities* (MBS), produits structurés garantis par un portefeuille de prêts hypothécaires, généralement des biens immobiliers résidentiels). Les achats de la Fed privilégient les titres émis par les agences, telles Fannie Mae, Freddie Mac et Ginnie Mae. Au titre de ce programme la Fed achète 40 milliards de dollars de MBS chaque mois, l'*Operation Twist* (45 milliards de dollars d'achats mensuels d'obligations du Trésor à long terme) se poursuivant jusqu'en fin d'année. En décembre, le FOMC a décidé de poursuivre ses achats de dette publique augmentant à due concurrence le rythme mensuel d'expansion du bilan de la Fed. Cette politique est justifiée par le souci d'abaisser le taux de chômage aussi rapidement que possible. Plus longues sont les périodes de chômage et plus fort est le risque de perte de compétences. En d'autres termes, un chômage d'origine conjoncturelle élevé aujourd'hui peut conduire, s'il se prolonge, à l'apparition d'un chômage structurel¹.

Mais qu'en est-il de la capacité de la Fed à abaisser le taux de chômage alors que la faiblesse de l'activité s'explique par le désendettement des ménages, l'atonie de la demande mondiale, les incertitudes qui ont pesé fin 2012 sur les perspectives de la politique budgétaire ?

Se pose aussi la question des instruments de la politique monétaire. Si les achats de titres du Trésor de maturité longue (les achats portent à hauteur de 27 % sur des maturités de 20 à 30 ans et à hauteur de 31 % sur des maturités de 7 à 10 ans) peuvent contribuer à soutenir l'économie, leurs effets sont limités lorsque les rendements s'inscrivent à des niveaux historiquement bas. L'allongement des maturités rend plus complexe la sortie du QE (avec des échéances courtes, il suffit d'attendre que les titres arrivent à maturité). La maturité moyenne du portefeuille de *Treasuries* détenu par la Fed qui est comprise entre 7 et 10 ans est appelée à s'allonger rapidement.

Début 2012, la Fed a chiffré son objectif d'inflation en définissant la stabilité comme un glissement annuel de 2 % du déflateur de la consommation privée. En décembre, les membres

1. P. d'Arvisenet: «L'emploi, un défi pour la Fed», *Conjoncture* BNP Paribas, octobre 2012.

du FOMC ont annoncé leur volonté de tolérer une inflation de 2,5 % dépassant ainsi la cible retenue. Ils ont par ailleurs fixé un objectif de taux de chômage de 6,5 %. Ils se sont ainsi lié les mains, en réalité, ce sont les données économiques qui décideront du niveau des taux d'intérêt. Ces seuils numériques peuvent par ailleurs être contradictoires : que se passera-t-il si le taux de chômage persiste à dépasser 6,5 % mais que l'inflation s'accélère et approche 3 % ou plus ? Les objectifs seront-ils alors de nouveau modifiés, et comment ? En voulant sans doute augmenter sa transparence quant aux motifs qui président à la conduite de sa politique, la Fed a finalement mis en cause la clarté de sa communication et mis sa crédibilité en jeu.

Lors de sa communication au colloque de Jackson Hole en août, B. Bernanke a souligné les effets bénéfiques des mesures non conventionnelles. Les précédentes vagues de *quantitative easing* ont entraîné une diminution marquée et prolongée des taux longs y compris les rendements des obligations privées. Elles ont stimulé l'appétit pour le risque et débouché sur un rebond des marchés boursiers². Plus précisément, le QE1 (1700 milliards de dollars) aurait contribué à réduire le taux des obligations du Trésor à 10 ans de 40 à 110 points de base, l'effet du QE2 (600 milliards de dollars) aurait été plus limité (de 15 à 45 points de base), l'effet cumulé de ces programmes d'achat de titres sur les taux longs aurait atteint 80 à 120 points de base.

Il est difficile d'apprécier les effets du QE3. La politique de la Fed, notamment l'agressivité de sa communication, a contribué à maintenir des taux très bas, mais l'annonce du QE3 n'a pas eu d'effets majeurs. La baisse des rendements des titres du Trésor a été très marquée au deuxième trimestre 2012 bien avant l'annonce de cet assouplissement quantitatif, un mouvement sans nul doute attribuable à la montée des tensions sur les marchés obligataires des pays du sud de la zone euro et au *flight to quality* qui en est résulté.

Si la croissance s'accélère et que les créations d'emplois deviennent plus dynamiques, sans remontée des taux, la Fed

2. P. d'Arvisenet, C. de Lucia, A. Estiot, C. Newhouse : « La tête brûlée, la vieille dame et la convertie : de la non-orthodoxie en politique monétaire », *Conjoncture* BNP Paribas, novembre 2012.

aura réussi. Si les bonnes nouvelles entraînent une augmentation des taux, la communication de la Fed aura échoué. Pour J. Yellen, il ne s'agit pas seulement pour la politique monétaire d'être aussi accommodante que possible lorsque les conditions conjoncturelles sont dégradées, il convient aussi d'en maintenir le caractère accommodant sur une longue période bien après le rebond.

• La zone euro

Les taux d'intérêt ont eu un parcours chaotique en 2012.

Fin 2011, les marchés étaient en proie à de vives tensions, la crise de la dette gagnant de grands pays comme l'Italie et l'Espagne. Les rendements des emprunts d'État italiens à 10 ans avaient dépassé 7 % mi-novembre, et le *spread* avec le Bund 500 points de base. Les investisseurs privilégiaient les valeurs refuge: bons du Trésor et obligations allemandes notamment. La zone euro était en fait confrontée à une crise de balance de paiements, les pays périphériques n'étaient plus en mesure de financer leurs déficits courants, un phénomène de *sudden stop*. Avec cette fragmentation des marchés, l'érosion de la confiance et l'incapacité des banques des pays touchés à accéder au marché monétaire, les mécanismes de transmission de la politique monétaire ne fonctionnaient plus. Le système TARGET II a été la meilleure illustration de ces déséquilibres: la position débitrice des pays périphériques a nettement augmenté tandis que la position créditrice nette des pays du « noyau dur », notamment l'Allemagne, par rapport à l'Eurosystème a atteint de nouveaux points hauts.

En décembre 2011, la BCE a abaissé son taux refi de 25 points de base à 1 % et décidé de lancer deux opérations de refinancement à 3 ans à taux fixe, et sans limite de montant (VLTRO), la première fin décembre 2011, la seconde fin février 2012. Les banques des pays de la périphérie ont été celles qui ont le plus largement recouru au guichet de la BCE; l'Espagne et l'Italie qui représentent moins de 20 % du PIB de la zone euro se sont partagé la moitié des quelques 1000 milliards alloués.

Les deux opérations ont été un succès. D'une part, les tensions sur le marché monétaire se sont apaisées, le *spread* entre le *swap* EONIA et l'Euribor, toutes échéances confondues, s'est

compressé, d'autre part, les taux longs se sont détendus, le rendement des emprunts d'État italiens qui dépassait 7 % fin 2011 est revenu en deçà de 5 % début mars. De nombreuses banques ont utilisé les liquidités non seulement pour se refinancer, mais aussi pour acheter des titres de dette. La forte exposition de certains secteurs bancaires à la dette souveraine avait débouché sur un cercle vicieux, les tensions des premiers se répercutant sur la seconde et réciproquement, les VLTRO n'ont pas cassé ce lien.

De fait, l'apaisement des marchés n'a été que provisoire, les tensions sont réapparues dès le printemps touchant les secteurs bancaires comme la dette souveraine. Au 1^{er} trimestre 2012, le premier ministre espagnol M. Rajoy a relevé son objectif de déficit pour 2012 sans concertation avec la Commission européenne, ce que les marchés n'ont pas apprécié. Les finances publiques, affectées par la situation des provinces autonomes, et le secteur bancaire, affaibli par l'éclatement de la bulle immobilière, ont été de nouveau sous le feu des projecteurs. Le rendement des obligations espagnoles, de 5 % début mars, atteignaient 7 % en juillet. Les tensions en Grèce et les spéculations sur la sortie de ce pays de la zone euro ont exacerbé les craintes, voir entraîné un sentiment de panique. Le risque de contagion s'est considérablement accru, entraînant une distorsion du fonctionnement du marché de la dette; les primes de risque de défaut intégraient non seulement les conditions spécifiques des pays concernés, mais aussi la situation des finances publiques d'autres pays, ainsi que leur dynamique. La poussée des incertitudes et des risques de contagion conduisait à une hausse des rendements exigés pour détenir des titres des pays de la périphérie, le tout étant aggravé par le risque de réversibilité de l'euro.

Les marchés des emprunts d'État jouent un rôle clé dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire, les tensions sur les dettes souveraines affectent les secteurs bancaires et leur capacité à lever des fonds sur les marchés. La hausse des rendements accroît les coûts de refinancement bancaires, et entraîne une dépréciation des collatéraux utilisés sur le marché interbancaire, restreignant ainsi l'accès à la liquidité.

Lors du sommet de l'Union européenne des 28 et 29 juin, les responsables de l'UE sont convenus que le mécanisme européen

de stabilité (MES) pourrait servir à recapitaliser directement les banques, permettant ainsi de rompre le cercle vicieux entre dette bancaire et dette souveraine; on ignorait alors quand le mécanisme de supervision unique, condition préalable à un financement direct, serait mis en œuvre. Dans ce climat d'incertitudes et de tensions, les primes des CDS (pour *credit default swaps*) du secteur bancaire ont continué à augmenter.

L'irrationalité des marchés avec un risque de défaut s'écartant des fondamentaux, le risque de contagion et les craintes quant à une éventuelle réversibilité de l'euro ont affecté les rendements des dettes souveraines et en conséquence le secteur bancaire et les canaux de transmission de la politique monétaire. Cela a amené, en juillet, la BCE à abaisser son taux refi de 25 points de base à 0,75 % et le taux de sa facilité de dépôts à 0 %. Le président du comité des gouverneurs, M. Draghi, a assuré que la BCE ferait tout ce qui était en son pouvoir (« *whatever it takes* ») pour préserver l'euro. En septembre, la BCE a introduit son programme OMT (pour *outright monetary transactions*). Elle s'engage, à ce titre, à procéder à des achats conditionnels, sans limite de durée ou de montant, de titres de dette publique d'une maturité allant jusqu'à trois ans sur le marché secondaire. Au-delà de la simple restauration du canal de transmission de la politique monétaire, la BCE a ainsi conféré crédibilité et efficacité aux mécanismes de soutien européens dont les ressources auraient été insuffisantes pour faire face aux problèmes de liquidité des grandes économies comme l'Espagne ou l'Italie. Cette décision aura vraisemblablement marqué un tournant dans la crise. En repoussant le risque de réversibilité de l'euro et les risque de contagion, elle a permis un net recul des rendements souverains: depuis leur point haut de juillet 2012, les rendements des obligations espagnoles et italiennes à 10 ans se sont repliés respectivement de 250 et 240 points de base alors que le rendement du Bund, de 1,16 % mi-juillet, augmentait pour atteindre 1,4 % en fin d'année. Dès lors, de nouvelles baisses de taux ne s'imposaient plus; les taux à moyen et long terme pourraient même reculer davantage en cas d'activation du programme.

Les excédents de liquidité et le programme OMT ont également débouché sur un net recul des tensions sur le marché monétaire, le *spread* BOR/OIS à échéance trois mois s'étant rapproché de ses niveaux antérieurs à la crise. Une liquidité bien supérieure aux

besoins a par ailleurs maintenu le taux au jour le jour à un niveau proche du taux d'intérêt de la facilité de dépôt, c'est-à-dire voisin de zéro.

En cas de détérioration notable du contexte économique, la BCE pourrait encore abaisser son taux refi de 25 points de base ce qui assouplirait les conditions de financement pour les banques ayant des difficultés à lever des fonds sur les marchés.

Les risques inflationnistes sont inexistantes. Sans doute l'inflation, de 2,5 % en 2012, a-t-elle dépassé le seuil compatible avec la stabilité au sens retenu par la BCE (2 %), mais c'est en grande partie l'effet des hausses de TVA et des prix administrés décidées dans le cadre de programme de stabilisation budgétaire. L'incidence de telles mesures sur l'inflation disparaîtra mécaniquement en 2013. Le rôle modérateur de l'atonie de l'activité sur la rémunération s'y ajoutera pour ramener l'inflation sous les 2 % cette année.

Une baisse du taux de la facilité de dépôts est moins probable ; cela signifierait un taux négatif qui affecterait la rentabilité des banques ; la BCE ne souhaite vraisemblablement pas fragiliser les secteurs bancaires, en particulier ceux des pays du « noyau dur », de loin les principaux utilisateurs de la facilité de dépôt.

• Le Royaume-Uni

La Banque d'Angleterre a contribué, en 2012, à faire reculer les taux courts à des niveaux historiquement bas ainsi qu'à pousser les prix d'actifs, tels que les obligations privées et les actions, à la hausse. Elle a ainsi fait jouer l'effet de richesse et abaissé les coûts de financement des entreprises ayant accès au marché des capitaux. L'inflation, à 2,8 % en moyenne en 2012, a dépassé la cible des 2 %. Elle s'est toutefois inscrite en net retrait par rapport aux 4,5 % de 2011. Elle ne devrait se replier que très modérément cette année, les hausses de prix administrés contribuant pour un point à la hausse du niveau des prix. Le retour de l'objectif n'est attendu qu'en 2014.

Tout en maintenant son *bank rate* à 0,50 %, la Banque d'Angleterre a relevé à deux reprises son plafond d'achats d'actifs,

porté en juillet à 375 milliards de livres de Gilts, ce qui représente le tiers de l'ensemble des emprunts d'État ou encore 25 % du PIB. La progression de l'agrégat monétaire large (hors actifs détenus par les « autres groupes financiers ») s'est accélérée depuis fin 2011 pour atteindre 5 % en glissement annuel en novembre, rythme comparable à celui enregistré à l'été 2008.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre M. King a annoncé mi-juin deux nouveaux dispositifs destinés à soutenir le secteur bancaire et le crédit. D'une part, l'activation du guichet *Extended Collateral Term Repo* créé en décembre 2011. Dans les semaines qui ont suivi cette annonce, les adjudications mensuelles de liquidité à 6 mois ont démarré en contrepartie d'un éventail élargi de collatéraux. La taille des adjudications est annoncée la veille de chaque opération et est soumise à un minimum de 5 milliards de livres. Le taux de soumission minimum est un écart de 25 points de base par rapport au *bank rate*. D'autre part, un dispositif de financement à long terme, le *Fund for Lending Scheme* (FLS), élaboré en collaboration avec le Trésor. Il vise à encourager les crédits à l'économie en permettant aux participants d'emprunter des bons du Trésor en contrepartie de garanties éligibles à l'escompte (*discount window facility*) y compris les crédits hypothécaires, pendant une période de tirage de 18 mois allant du 1^{er} août 2012 au 31 janvier 2014. Les bons du Trésor sont prêtés pour une durée maximum de quatre ans. À l'échéance des prêts, l'opération est débouclée par l'échange des bons du Trésor contre les actifs remis en garantie. Ce *collateral swap* permet de s'assurer que le risque de crédit demeure de la responsabilité de la banque d'origine. Les banques peuvent utiliser ces bons du Trésor pour emprunter à des taux proches du taux directeur de la Banque d'Angleterre. Ce taux, majoré de la commission versée à la banque centrale, est le coût de financement pour la banque qui utilise le dispositif. La commission et le montant que les participants peuvent emprunter dépendent de la croissance de leur encours de crédit ; les banques sont autorisées à emprunter jusqu'à 5 % de l'encours global des crédits octroyés aux ménages et aux entreprises (1660 milliards de livres actuellement), à 0,25 % à condition que l'encours de crédit ne se contracte pas d'ici à fin 2013. Dans ce cas, le coût global du nouveau financement devrait être d'environ 75 points de base (taux de base 0,5 % + commission de tirage 0,25 %). Pour les banques dont les crédits diminuent, la commission augmente

linéairement de 25 points de base pour chaque baisse de 1 % de l'encours de crédit jusqu'à un maximum de 1,5 % du montant emprunté pour celles dont l'encours se contracte de 5 % ou plus. Au 3^{ème} trimestre 2012, 4,4 milliards de livres avaient été empruntés par six établissements sur les 35 participant au programme. L'encours net de prêts à l'économie s'est élevé à 600 millions de livres. L'effet du FLS sur l'offre de crédit n'est pas encore visible même si le coût du financement interbancaire a reculé: le Libor 3 mois a baissé de 50 points de base depuis juin. Les résultats sont inférieurs aux attentes du Trésor qui espérait voir l'encours de crédit accru de 80 milliards de livres, soit 5 % de l'encours global des crédits aux ménages et aux entreprises.

L'enquête de la Banque d'Angleterre sur les conditions de crédit, réalisée entre le 20 novembre et le 11 décembre, montre que les prêts garantis accordés aux ménages et aux entreprises grandes ou moyennes ont augmenté significativement au 4^{ème} trimestre 2012; leur progression devrait se poursuivre début 2013. Les *spreads* sur les crédits garantis se sont resserrés. Le crédit non garanti aux ménages et aux petites entreprises a légèrement progressé. La Banque d'Angleterre s'attendait à ce que l'encours des prêts diminue moins qu'il ne l'aurait fait sans le FLS, elle est convaincue que certaines banques ont réduit en partie leur activité de prêts pour ajuster leur modèle et faire face à la crise financière. De fait, le coût de financement des banques a augmenté dans un contexte d'incertitude accrue et d'aversion au risque; elles ont répercuté la hausse de leur coûts sur la clientèle en augmentant les taux emprunteurs et ont limité l'offre de crédit.

L'annonce du FLS a dopé la partie courte de la courbe des taux, mais la partie longue, un temps soutenue par les décisions de la Banque d'Angleterre, s'est ensuite redressée. Après avoir touché un plus bas historique en juillet, le rendement des Gilt à 10 ans est remonté de près de 40 points de base, à ses niveaux de mai dernier, proches de 1,9 %. Les obligations foncières (RMBS), les créances titrisées garanties par des crédits à la consommation, les crédits immobiliers d'entreprise (CMBS) ont vu leur *spreads* par rapport au Libor se resserrer, attestant d'un mouvement de diversification de portefeuille.

• Le Japon

En 2012, la Banque du Japon a, une fois de plus, assoupli une politique monétaire déjà très accommodante, toujours dans le souci de mettre un terme à la déflation. Le 14 février, dans une volonté de clarification de sa stratégie, elle a adopté un objectif d'inflation de 1 % à moyen terme. Avec un taux au jour le jour quasi nul, elle a de nouveau dû recourir à des mesures non conventionnelles. La plus importante est l'*Asset Purchase Program* introduit en 2010; son montant, de 35 trillions de yens fin 2011, a atteint 65 trillions de yens (dont 33,5 trillions d'obligations et de bons du Trésor), soit l'équivalent de 13 points de PIB, fin 2012. Ce montant devrait se monter à 101 trillions de yens fin 2013. Il pourrait fort bien être dépassé, le nouveau gouvernement exerçant des pressions en faveur d'une politique plus accommodante encore.

Avec l'objectif de dynamiser l'activité économique, la Banque du Japon alimente les institutions financières privées en crédit à bas taux d'intérêt; le montant des financements consentis au titre de ce programme se sont élevés à 215 milliards de yens en décembre 2012.

Enfin, la Banque du Japon a décidé en octobre de mettre en place sa *Stimulating Bank Lending Facility* destinée à fournir des fonds à long terme, à bas taux d'intérêt, sans limite quantitative, aux établissements qui accroissent leurs prêts aux agents non financiers, ménages et entreprises, un programme de même nature que le *Funding For Lending Scheme* de la Banque d'Angleterre.

Fin octobre, le gouverneur de la Banque centrale, M. Shirakawa, et le ministre des Finances, S. Maehara, ont publié un communiqué conjoint indiquant leur volonté d'enrayer la déflation. La Banque du Japon s'est engagée à promouvoir des mesures propres à renforcer la croissance potentielle. Cela souligne en tout cas que le problème de la déflation ne peut être du seul ressort de la politique monétaire.

Celle-ci a contribué au-delà de l'effet du caractère de valeur refuge des titres japonais à abaisser le rendement des *Japanese Government Bonds* (JGB) à 10 ans, passé de 1 % en

début d'année à 0,67 % mi-décembre. Pour autant elle n'est pas parvenue à écarter la déflation douce dans laquelle est plongée l'économie japonaise. Sur un an le niveau des prix hors alimentation et énergie a baissé de 0,6 %.

Pendant sa campagne électorale, S. Abe a plaidé en faveur du relèvement de la cible d'inflation à 2 ou 3 % et pour la conduite d'une politique monétaire suffisamment accommodante pour parvenir à réaliser cet objectif. C'est une orientation à laquelle s'opposait la Banque du Japon par crainte d'une part de voir les rendements augmenter avant que l'inflation et les salaires ne se redressent et, d'autre part, en raison d'un risque de fragilisation du secteur financier. Compte tenu de l'importance des montants de titres publics que celui-ci détient, il pâtirait d'une hausse des taux de marché, ce qui aurait des conséquences négatives en matière de distribution du crédit.

Les marchés financiers ont immédiatement réagi à la suite de la victoire électorale du Parti libéral-démocrate, le rendement de JGB passant de 0,67 % à 0,83 % dans la deuxième quinzaine de décembre, tandis que le yen perdait 12 % de sa valeur contre dollar.

Achévé de rédiger le 8 mars 2013.



ANNEXES

ANNEXE STATISTIQUE

Évolution du nombre des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des établissements de paiement en France et des établissements de crédit à Monaco	238
Évolution du nombre d'organismes d'assurance	239
Activité des établissements de crédit - Concours	240
Activité des établissements de crédit - Dépôts	241
Entreprises d'assurance	242
Placements et financements :	
Sociétés d'assurance et fonds de pension	243
Ménages	243
Sociétés non financières	244
Souscriptions de titres d'OPCVM	245
OPCVM monétaires	246
OPCVM monétaires (suite)	246
Titres de créances négociables	247
Systèmes de paiement de masse	248
Systèmes de paiement de montant élevé - Union européenne (moyenne quotidienne en milliards d'euros)	249
Systèmes de paiement de montant élevé - Union européenne (moyenne quotidienne en nombre d'opérations)	250

Réalisation : Banque de France.

**Évolution du nombre des établissements de crédit,
des entreprises d'investissement et des établissements de paiement
en France et des établissements de crédit à Monaco**

(en nombre)

	2011	2012	Variations (nombre)
Établissements de crédit agréés en France			
Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque	310	303	- 7
1.1 Banques	197	193	- 4
<i>dont succursales d'établissements ayant leur siège dans les pays tiers</i>	- 22	- 21	(- 1)
1.2 Banques mutualistes ou coopératives	- 95	92	(- 3)
1.3 Caisses de crédit municipal	18	18	-
Sociétés financières	277	266	- 11
Institutions financières spécialisées	3	3	-
Sous-total	590	572	- 18
Succursales établissements de crédit de l'Espace économique européen relevant du libre établissement	66	62	- 4
Total France	656	634	- 22
Établissement de crédit agréés à Monaco	24	25	1
Total France et Monaco	680	659	- 21
Entreprises d'investissement			
Entreprises d'investissement agréées par l'ACP	97	93	- 4
Succursales d'entreprises d'investissement relevant du libre établissement	52	49	- 3
Total	149	142	- 7
Établissements de paiement			
Établissements de paiement agréées par l'ACP	12	17	5
Succursales d'établissement de paiement relevant du libre établissement	4	4	-
Total	16	21	5

Évolution du nombre d'organismes d'assurance

(en nombre)

	2011	2012	Variations (nombre)
Nombre d'organismes d'assurance			
Sociétés d'assurance vie et mixtes	103	102	- 1
<i>dont mixtes</i>	40	40	0
Sociétés d'assurance non-vie	224	216	- 8
Soit total entreprises d'assurance	327	318	- 9
Sociétés de réassurance	19	16	- 3
Succursales de pays tiers	5	5	0
Code des assurances	351	339	- 12
Institutions de prévoyance	51	49	- 2
Code de la sécurité sociale	51	49	- 2
Mutuelles livre II	672	630	- 42
<i>dont mutuelles substituées</i>	219	202	- 17
Code de la mutualité	672	630	- 42
Total des organismes recensés agréés ou dispensés d'agrément	1 074	1 018	- 56

Source : Autorité de Contrôle prudentiel.

Activité des établissements de crédit (territoire métropolitain)

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel en pourcentage)

Concours à la clientèle non financière résidente

	Sociétés non financières	Entrepre- neurs individuels	Particuliers et adminis- trations privées	Assurances	Adminis- trations publiques	Total	Variation annuelle
Décembre 2009							
Investissement	319,6	40,4	-	4,4	155,1	519,5	3,8
Trésorerie	182,3	8,6	149,2	3,4	27,9	371,4	-4,7
Habitat	174,7	73,05	661,6	0,1	8,0	921,9	4,6
Autres	83,6	10,1	46,3	20,6	3,5	157,6	-0,9
Total	760,2	132,2	857,1	28,5	194,5	1 981,6	2
Décembre 2010							
Investissement	330,7	39,8	-	4,5	163,8	538,8	3,7
Trésorerie	177,6	10,0	151,6	2,6	42,4	384,2	3,4
Habitat	189,9	79,5	716,2	0,2	9,7	997,3	8,2
Autres	85,4	10,5	39,7	31,4	2,7	161,0	2,2
Total	783,6	139,8	911,2	35,8	218,6	2 089,2	5,4
Décembre 2011							
Investissement	349,5	38,3	-	4,8	170,3	562,9	4,5
Trésorerie	187,5	9,9	151,1	4,5	12,6	365,6	-4,8
Habitat	197,7	86,1	760,9	0,2	6,9	1 051,8	5,5
Autres	81,2	8,6	46,0	25,4	5,3	166,5	3,4
Total	815,9	142,9	958,0	34,9	195,1	2 146,8	2,8
Décembre 2012							
Investissement	357,6	36,9	-	4,3	175,9	574,7	2,1
Trésorerie	174,0	9,7	150,7	3,5	13,1	351,0	-4,0
Habitat	205,4	85,9	788,3	0,3	8,3	1 088,2	3,5
Autres	82,0	8,0	47,2	32,6	9,9	179,7	7,9
Total	819,0	140,5	986,2	40,7	207,2	2 193,6	2,2
Répartition par secteurs bénéficiaires	37,3	6,4	45,0	1,9	9,4	100,00	

Source : Banque de France - DSMF - SASM.

Activité des établissements de crédit (territoire métropolitain)

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel en pourcentage)

Dépôts de la clientèle non financière résidente						
	Sociétés non financières	Ménages et assimilés	Adminis- trations publiques (a)	Autres agents	Total	Variation annuelle
Décembre 2009						
Dépôts à vue	166,9	262,4	51,7	33,0	513,7	6,7
Comptes sur livret	-	501,1	-	-	501,1	3,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	55,1	30,4	0,6	45,1	131,3	-27,7
Dépôts à terme > 2 ans	22,5	241,4	0,4	98,1	362,4	38,1
Total	244,5	1 035,3	52,7	176,2	1 508,5	6,7
Décembre 2010						
Dépôts à vue	182,5	278,4	55,4	39,1	555,1	8,05
Comptes sur livret	-	518,8	-	-	518,8	3,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	63,9	24,5	0,7	44,2	133,4	1,6
Dépôts à terme > 2 ans	34,0	248,0	0,6	94,4	377,0	3,5
Total	280,4	1 069,7	56,7	177,7	1 584,3	5,0
Décembre 2011						
Dépôts à vue	203,3	284,4	58,6	39,3	585,1	5,3
Comptes sur livret	-	559,3	-	-	559,3	7,3
Dépôts à terme ≤ 2 ans	75,5	31,7	1,0	42,7	150,9	10,9
Dépôts à terme > 2 ans	46,6	259,0	1,1	177,0	483,7	18,8
Total	325,4	1 134,4	60,7	259,0	1 779,0	12,3
Décembre 2012						
Dépôts à vue	214,7	279,2	62,0	42,5	598,0	2,8
Comptes sur livret	-	611,7	-	-	611,7	9,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	79,9	30,9	0,9	40,7	152,5	-1,1
Dépôts à terme > 2 ans	58,1	269,4	1,4	154,7	483,5	0,3
Total	352,7	1 191,2	64,3	237,9	1 845,7	3,7
Répartition par secteurs bénéficiaires	19,1	64,5	3,5	12,9	100,00	

a) Hors administrations centrales.

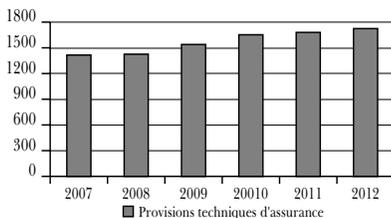
Source : Banque de France - DSMF - SASM.

Entreprises d'assurance

(encours en milliards d'euros)

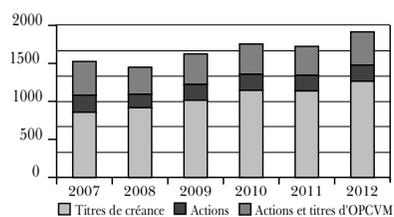
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	T4	T4	T4	T4	T4	T4
Éléments de passif						
Titres hors actions et produits financiers dérivés	6,7	6,5	6,6	6,3	8,2	9,1
Crédits	69,0	78,7	66,5	77,9	76,2	83,2
Crédits à court terme	43,9	40,9	30,4	40,3	35,8	42,0
Crédits à long terme	25,1	37,8	36,1	37,5	40,4	41,2
Actions	102,2	93,6	100,7	107,4	96,2	102,6
Actions cotées	16,4	10,7	13,3	11,6	9,2	11,4
Actions non cotées et autres participations	85,8	82,8	87,4	95,9	87,1	91,2
Provisions techniques d'assurance	1 415,9	1 425,8	1 539,0	1 652,6	1 680,0	1 724,5
Éléments d'actif						
Numéraire et dépôts	15,8	20,2	17,8	17,8	26,8	29,8
Titres hors actions et produits financiers dérivés	857,3	916,0	1 014,9	1 145,4	1 137,5	1 265,0
Crédits	34,7	37,0	32,4	33,4	34,4	35,4
Crédits à court terme	11,9	11,6	9,8	10,0	10,2	10,5
Crédits à long terme	22,8	25,4	22,6	23,4	24,2	24,9
Actions	224,7	178,1	207,7	211,7	206,2	212,5
Actions cotées	98,7	57,4	82,8	79,7	67,5	68,3
Actions non cotées et autres participations	126,0	120,7	124,9	132,0	138,7	144,2
Titres d'OPCVM	443,3	355,5	402,3	397,8	380,0	437,2
Titres d'OPCVM monétaires	54,0	62,1	58,5	50,7	64,7	80,7

Éléments de passif (a)



Éléments d'actif (a)

(encours en milliards d'euros)



Source : Banque de France - DSMF - SESOF.

Placements et financements

Sociétés d'assurance et fonds de pension

(encours en milliards d'euros)

	2007 T4	2008 T4	2009 T4	2010 T4	2011 T4	2012 T4
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	15,8	20,2	17,8	17,8	26,8	29,8
Titres de créance à court terme	22,3	22,3	11,0	17,6	36,1	27,1
Titres de créance à long terme	834,9	893,7	1 003,8	1 127,7	1 101,4	1 237,9
Crédits	34,7	37,0	32,4	33,4	34,4	35,4
Actions et autres participations	668,1	533,6	610,0	609,5	586,1	649,7
<i>dont actions cotées</i>	98,7	57,4	82,8	79,7	67,5	68,3
Actifs nets résiduels	- 2,8	2,0	0,9	2,6	3,4	4,2
Financements						
Titres de créance	6,7	6,5	6,6	6,3	8,2	9,1
Crédits	69,0	78,7	66,5	77,9	76,2	83,2
Actions et autres participations	102,2	93,6	100,7	107,5	96,2	102,5
Provisions techniques d'assurance	1 415,9	1 425,8	1 539,0	1 652,6	1 680,0	1 724,5
Assurance-vie	1 167,2	1 186,2	1 312,5	1 411,7	1 430,0	1 469,8
Assurance dommages	248,7	239,5	226,6	240,9	250,0	254,7

Ménages et ISBLSM

Placements financiers						
Numéraire et dépôts	1 049,8	1 094,0	1 109,8	1 146,7	1 216,7	1 273,7
Titres de créance à court terme	6,5	6,7	2,7	1,7	1,9	1,1
Titres de créance à long terme	54,5	58,9	68,5	60,7	58,2	65,3
Actions et autres participations	1 098,2	826,8	936,7	981,5	909,8	1 000,2
Actions cotées	212,7	113,9	142,7	164,8	136,0	149,8
Actions non cotées et autres participations	566,0	425,2	497,7	527,0	497,1	552,5
Titres d'OPCVM	319,5	287,7	296,3	289,7	276,7	297,9
<i>dont titres d'OPCVM monétaires</i>	60,7	70,1	58,9	39,0	31,7	23,4
Provisions techniques d'assurance	1 287,4	1 294,1	1 393,8	1 496,3	1 520,3	1 561,7
Actifs nets résiduels	- 16,6	18,0	22,1	28,8	44,3	49,3
Financements						
Crédits	908,6	969,7	1 019,0	1 073,2	1 127,5	1 151,9

Source : Banque de France - DSMF - SESOF.

Placements et financements

Sociétés non financières

(encours en milliards d'euros)

	2007 T4	2008 T4	2009 T4	2010 T4	2011 T4	2012 T4
Placements financiers						
Numéraire et dépôts	266,2	282,3	310,2	350,8	423,8	459,8
Titres de créance	88,4	84,0	62,4	64,3	71,0	70,6
Crédits	700,7	754,3	722,0	750,9	773,6	798,2
Actions et autres participations	3 056,3	2 104,7	2 629,7	2 739,9	2 466,0	2 767,1
Provisions techniques d'assurance	45,8	47,4	49,1	50,5	51,6	51,9
Actifs nets résiduels	75,2	11,8	3,8	2,2	-24,9	-30
Financements						
Endettement	1 776,8	1 922,1	1 934,5	1 994,4	2 075,9	2 202,0
Crédits	1 501,6	1 626,1	1 570,3	1 595,2	1 649,0	1 699,6
Titres de créance	275,2	296,0	364,3	399,2	426,9	502,5
Actions et autres participations	4 795,9	3 230,3	3 913,7	4 126,3	3 818,1	4 264,4
Actions cotées	1 499,1	890,8	1 078,8	1 141,0	988,7	1 114,2
Action non cotées et autres participations	3 296,8	2 339,5	2 835,0	2 985,3	2 829,4	3 150,2

Source : Banque de France - DSMF - SESOF.

Souscriptions de titres d'OPCVM

(en milliards d'euros)

	Actifs nets					Souscriptions nettes (a)				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Monétaires	483,3	479,2	394,3	351,1	365,8	28,4	- 8,4	- 87,1	- 47,0	12,6
Non monétaires	749,3	883,6	938,1	837,7	887,6	- 66,4	31,0	6,1	- 45,4	- 25,3

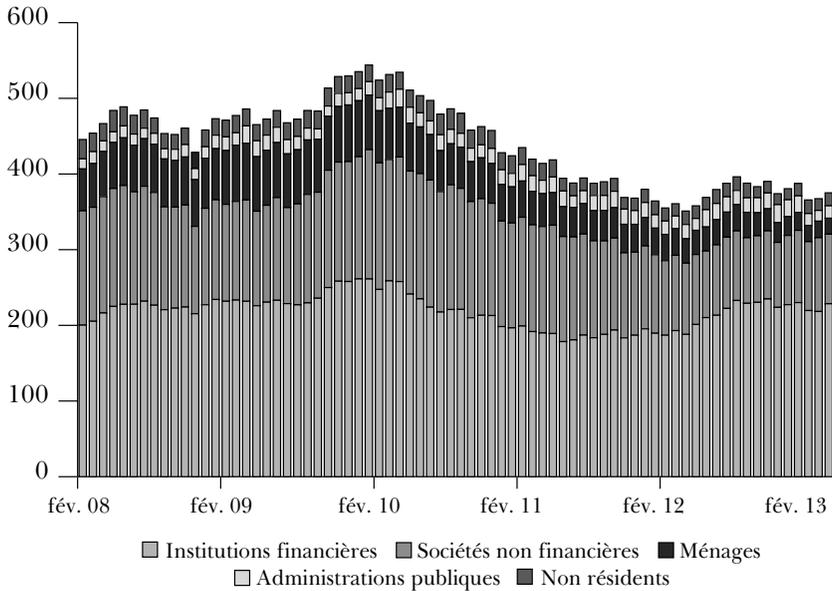
Le périmètre des OPCVM non monétaires comprend les fonds à risques et les FCPE

(a) Cumuls sur 12 mois glissants.

b) sur 11 mois.

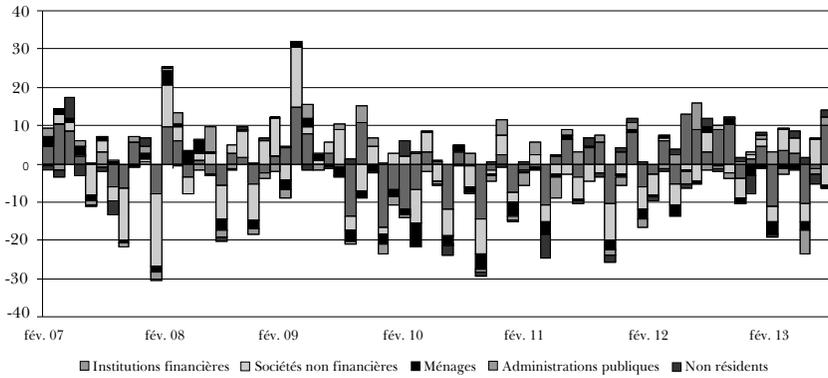
OPCVM monétaires

Encours en milliards d'euros

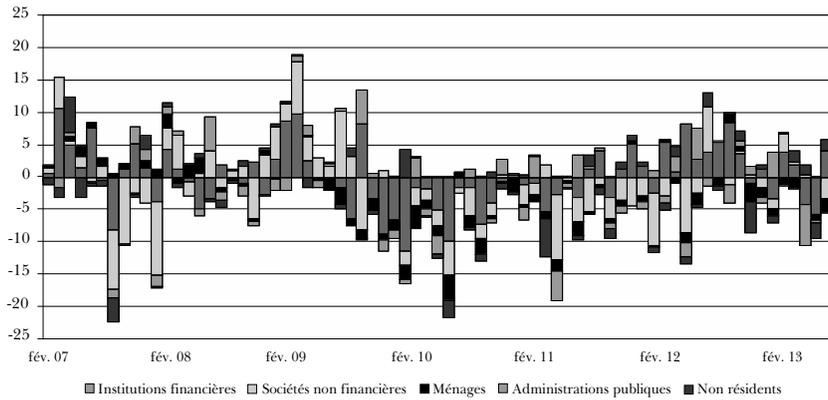


Source : Banque de France - DSMF - SAS21.

OPCVM monétaires
Flux brut en milliards d'euros



OPCVM monétaires
Flux CVS/CJO en milliards d'euros

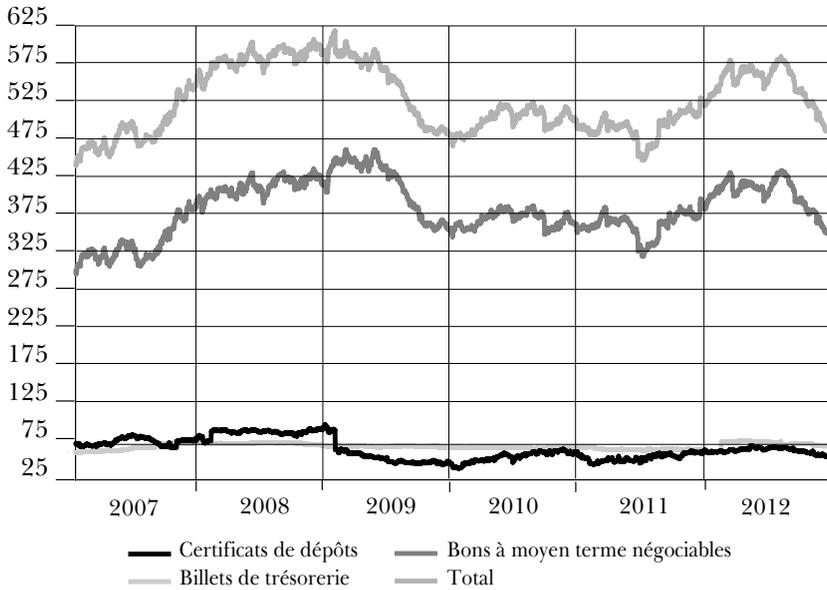


Source : Banque de France - DSMF - SAS2I.

Titres de créances négociables

Encours quotidiens des titres de créances négociables

(encours journaliers en milliards d'euros)



Source : Banque de France - DSF - STCN.

Systèmes de paiement de masse

Moyenne quotidienne en millions d'euros

	2008	2009	2010	2011	2012
Images chèques	6 533	5 700	5 590	5 478	4 947
Virements	8 383	8 378	8 182	7 091	6 037
Virements SEPA (SCT)	29	95	683	2 555	4 130
Prélèvements	1 814	1 801	1 827	1 938	2 001
Prélèvements SEPA (SDD)	-	-	1,72	0,04	2,33
TIP	147	143	133	130	131
Téléversements	1 061	1 082	1 141	1 343	1 491
LCR/BOR	1 523	1 250	1 138	1 142	1 079
Paiements par cartes	921	957	1 009	1 085	1 152
Retraits par cartes	142	143	140	145	146
Total	20 554	19 550	19 844	20 907	21 115

Moyenne quotidienne en milliers d'opérations

	2008	2009	2010	2011	2012
Images chèques	10 996	10 206	9 507	9 112	8 588
Virements	74 135	7 461	7 085	6 148	5 438
Virements SEPA (SCT)	13	39	270	1 400	2 154
Prélèvements	7 864	8 165	8 194	8 501	8 657
Prélèvements SEPA (SDD)	-	-	-	0,36	23
TIP	425	394	364	342	320
Téléversements	47	56	66	76	101
LCR/BOR	355	332	311	303	291
Paiements par cartes	19 219	20 420	21 505	22 969	24 489
Retraits par cartes	2 462	2 456	2 375	2 422	2 407
Total	48 794	49 530	49 677	51 275	52 469

Sources : GSIT (Groupement pour un Système Interbancaire de Télécompensation).
STET (Système Technologique d'Échange et de traitement).

Systèmes de paiement de montant élevé - Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros)

Volumes échangés (a)	Moyenne quotidienne en nombre d'opérations			
	2009 256 j.	2010 258 j.	2011 257 j.	2012 256 j.
TARGET				
Allemagne	174 602	173 217	172 884	175 611
Autriche	6 539	5 266	6 294	6 711
Belgique	8 517	9 454	10 265	9 955
Chypre	389	466	515	613
Estonie	-	-	329	358
Espagne	29 580	29 195	29 509	29 760
Finlande	1 652	1 589	1 571	1 611
France	29 761	31 850	34 139	33 830
Grèce	5 692	5 904	5 861	4 335
Irlande	4 824	4 961	4 376	4 012
Italie	33 824	33 649	33 643	34 837
Luxembourg	2 847	3 033	3 229	3 509
Malte	59	65	72	157
Pays-Bas (b)	36 930	33 304	32 490	33 143
Portugal	4 190	4 206	4 165	4 166
Slovaquie	606	582	730	1 090
Slovénie	3 073	3 023	3 039	2 786
EPM (BCE)	312	333	379	553
Total TARGET zone euro	343 396	340 099	343 487	347 038
Total TARGET hors zone euro	2 376	3 281	5 017	7 147
Total TARGET (c)	345 772	343 380	348 505	354 185
Autres systèmes				
Euro 1 (d)	227 674	230 124	242 499	260 135
Royaume-Uni	124 715	124 682	132 385	132 563
Chaps Sterling	124 715	124 682	132 385	132 563
États-Unis	832	857	885	911
Fedwire	495	496	506	524
Chips	337	361	379	387
Japon	76 276	76 612	78 636	87 131
FEYCS	25 574	25 939	25 853	25 377
BOJNET	50 702	50 673	52 783	61 754
Système multi-devises				
CLS	568	785	820	706

a) Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

b) Depuis le 16 mai 2008, le Royaume-Uni ne participe plus à TARGET. Les opérations du Royaume-Uni transitent par les Pays-Bas.

c) La composition de l'Union Européenne, aux différentes dates, varie en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

d) Système de compensation de l'association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne.

Systèmes de paiement de montant élevé - Union européenne

(moyenne quotidienne en milliards d'euros)

Volumes échangés (a)	Moyenne quotidienne en nombre d'opérations			
	2009	2010	2011	2012
Nombre de jours ouvrés	256 j.	258 j.	257 j.	256 j.
TARGET				
Allemagne	669	829	818	764
Autriche	28	27	27	25
Belgique	106	95	106	104
Chypre	2	2	2	3
Estonie	-	-	1	1
Espagne	356	342	367	345
Finlande	28	35	47	85
France	366	365	398	431
Grèce	29	28	23	20
Irlande	30	30	21	17
Italie	126	129	129	128
Luxembourg	40	40	57	70
Malte	-	-	-	1
Pays-Bas (b)	287	300	308	412
Portugal	17	20	22	14
Slovaquie	3	3	3	3
Slovénie	2	2	2	3
EPM (BCE)	47	37	36	35
Total TARGET zone euro	2 136	2 283	2 368	2 462
Total TARGET hors zone euro	17	16	15	15
Total TARGET (c)	2 153	2 299	2 383	2 477
Autres systèmes				
Euro 1 (d)	255	241	249	226
Royaume-Uni	283	278	276	345
Chaps Sterling	283	278	276	345
États-Unis	2 834	2 914	3 053	3 311
Fedwire	1 797	1 821	1 899	1 858
Chips	1 037	1 093	1 154	1 453
Japon	960	1 077	1 319	2 042
FEYCS	100	180	406	970
BOJNET	860	897	913	1 072
Système multi-devises				
CLS	2 431	3 114	3 424	3 654

a) Depuis janvier 2009, une nouvelle méthodologie de collecte et de reporting statistique a été mise en place sur les données TARGET2 afin d'améliorer la qualité des données. Cet élément doit être pris en considération lors des comparaisons des données 2009 avec les données antérieures.

b) Depuis le 16 mai 2008, le Royaume-Uni ne participe plus à TARGET. Les opérations du Royaume-Uni transitent par les Pays-Bas.

c) La composition de l'Union Européenne, aux différentes dates, varie en fonction des pays qui participent aux systèmes de paiement en euros.

d) Système de compensation de l'association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne.

SITES À CONSULTER

Autorités	Site internet
Autorité de contrôle des assurances et des mutualités	www.acam-france.fr
Autorité des marchés financiers	www.amf-france.org
Banque de France	www.banque-france.fr
Zone euro	http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/base-de-donnees/chiffres-cles-de-la-zone-euro.html
Observatoire de la sécurité des cartes de paiement	www.banque-france.fr/observatoire/home.htm
Commission bancaire	http://www.banque-france.fr/politique-monnaire/services/services-e-la-place-bancaire-et-financiere/autorites-de-marche/la-commission-bancaire.html
Comité consultatif de la législation et de la réglementation financière	http://www.tresor.economie.gouv.fr/CCLRF
Comité consultatif du secteur financier	www.banque-france.fr/ccsf/fr/index.htm
Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement	http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france_archipel/cecei/index.html
Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie	www.minefe.gouv.fr

Associations	Abréviation	Site internet
Association d'économie financière	AEF	www.aef.asso.fr
Association des credit managers	AFDCC	www.afdcc.com
Association des directeurs de comptabilité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement	ADICECEI	www.adicecei.com
Association française de gestion financière	AFG	www.afg.asso.fr
Association française des banques	AFB	www.afb.fr
Association française des marchés financiers	AMAFI	www.amafi.fr
Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement	AFECEI	www.afecei.asso.fr
Association française des investisseurs en capital	AFIC	www.afic.asso.fr
Association française des professionnels des titres	AFTI	www.afti.asso.fr
Association française des sociétés financières	ASF	www.asf-france.com
Association française des trésoriers d'entreprise	AFTE	www.afte.com
Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de gestion	DFCG	www.dfeg.com

Associations	Abréviation	Site internet
Association nationale des juristes de banque	ANJB	www.anjb.net
Association pour le management des risques et des assurances de l'entreprise	AMRAE	www.amrae.fr
Centre d'analyse et de prospective de l'assurance	CAPA	www.capaweb.com
Centre de formation de la profession bancaire	CFPB	www.cfpb.fr
Centre des Professions Financières	CPF	www.professionsfinancieres.com
Communauté économique et financière méditerranéenne	CEFIM	www.cefim.org
École nationale d'assurances	ENASS	www.ifpass.fr
Fédération bancaire française	FBF	www.fbf.fr
Fédération française des sociétés d'assurances	FFSA	www.ffa.fr
Fédération nationale de la mutualité française	FNMF	www.mutualite.fr
Groupement des entreprises mutuelles d'assurance	GEMA	www.gema.fr
Institut des actuaires		www.institutdesactuaires.com
Institut Europlace de finance		www.institut-europlace.com
Institut français de l'audit et du contrôle internes	IFACI	www.ifaci.com
Lille place financière		www.lilleplacefinanciere.com
Lyon place financière et tertiaire		www.lyon-finance.org
Nantes Atlantique place financière pour le Grand Ouest		www.nantes-financiere.com
Observatoire de l'évolution des métiers de l'assurance		www.metiers-assurance.org
Office de coordination bancaire et financière	OCBF	www.ocbf.com
Paris Europlace		www.paris-europlace.net
Strasbourg place financière		www.strasbourg-place-financiere.com

Autres sources	Abréviation	Site internet
Agence France Trésor		www.aft.gouv.fr
Banque centrale européenne	ECB	www.ecb.int
Euroclear France		www.euroclear.com/site/public/EF
Euronext Nyse		www.euronext.com
Fédération européenne des bourses de valeurs	FESE	http://www.fese.be
Fédération internationale des bourses de valeurs	FIBV	www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp
Groupement pour un système interbancaire de télécompensation	GSIT	www.gsit.fr
Institut national de la statistique et des études économiques	INSEE	www.insee.fr
Organisation de coopération et de développement économiques	OCDE	www.oecd.org
Observatoire de l'épargne européenne		www.oee.fr/index.htm
Office statistique des communautés européennes	Eurostat	http://epp.eurostat.ec.europa.eu

NOTRE MISSION

Créé en 1957 et actuellement présidé par Edmond Alphandéry, ancien Ministre de l'Économie, le Centre des Professions Financières a une mission principale d'intérêt général :

**« Comprendre et faire comprendre
les professions financières ».**

Aujourd'hui, il s'impose comme un acteur incontournable du mouvement des professions financières.

Il joue un rôle moteur pour :

- 1** développer une vraie pédagogie des professions financières tant en leur sein que vers l'extérieur, et assurer ainsi leur promotion,
- 2** formuler des idées et des propositions, émanant des « professionnels de la finance » à l'intention soit de la profession elle-même, soit des pouvoirs publics, soit enfin du monde de l'université et de la recherche,
- 3** encourager et favoriser le professionnalisme des individus,
- 4** créer un espace de convivialité et d'échange qui participe à l'animation de notre place financière. Des groupes de travail et des ateliers, créés en octobre 2008, se réunissent régulièrement sur des sujets relatifs à la crise financière. Ils sont ouverts à toute personne qui souhaite y participer.

Le Centre des Professions Financières, c'est :

- 1 Concours International des Mémoires de l'Économie et de la Finance (CIMEF)
- 4 publications
- 7 principaux Clubs
- Plus de 50 manifestations
- Plus de 900 membres
- Plus de 5 000 personnes mobilisées tout au long de l'année

Etre membre du Centre des Professions Financières, c'est ...

- Participer à la valorisation de nos professions
- Rejoindre un vaste réseau
- Enrichir ses compétences
- Confronter ses expériences et convictions
- Développer des projets
- Faire connaître ses expertises
- Partager un espace de convivialité
- Bénéficier d'une déduction fiscale

Bonne nouvelle !

- Toute adhésion au CPF vous donne droit à un reçu fiscal permettant la déduction de 66 % de l'IRPP et de 75 % de l'ISF dans le cadre d'une adhésion individuelle, et de 60 % de l'IS pour une adhésion collective.



Centre des Professions Financières

20 rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél. 01 44 94 02 55 - Fax 01 44 94 02 62

contact@professionsfinancieres.com

www.professionsfinancieres.com

SOMMAIRE ÉDITION 2006

(Volume n° 1)

Pourquoi l'Année des Professions Financières ?

Edmond Alphandéry

Les territoires des professions financières

Robert Raymond

Banques : une contribution active à la croissance

Ariane Obolensky

Les enjeux économiques et sociaux de l'industrie bancaire

Olivier Pastré

Établissements spécialisés et restructurations bancaires

François Lemasson

Les activités de l'assurance en France

Annick Lefèvre

Pôle de compétitivité mondiale, la gestion française confirme son dynamisme

Pierre Bollon

Les nouvelles professions financières

François Delavenne, Philippe Maupas

L'actualité des marchés financiers : les taux d'intérêt en 2005

Philippe d'Aroisenet

La bourse et le financement des PME

Jean-François Théodore

Comment faciliter l'accès des PME aux marchés financiers ?

Michel de Raismes

La gestion de trésorerie

Olivier Bornecque

Les autorités françaises de régulation

Pierre-Henri Cassou

Le cadre européen de la régulation

Danièle Nouy

L'impact des nouvelles normes comptables

Groupe de recherche dirigé par Edouard Salustro

Les associations professionnelles du secteur financier

Pierre-Henri Cassou, Caroline Mauran

Les effectifs des professions financières

Arnaud de Bresson

La formation aux métiers de la finance

Lionel Perez, Philippe Lacroix

LA RECHERCHE DANS LE DOMAINE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

**La Fondation de la Banque de France pour la recherche en économie
monétaire, financière et bancaire**

Denise Flouzat-Osmont d'Amilly

**L'Institut Europlace de Finance : Une fondation reconnue d'utilité
publique au service de la recherche en finance**

Elyès Jouini

Annexe statistique

Sites à consulter

SOMMAIRE ÉDITION 2007

(Volume n° 2)

Avant-propos

Edmond Alphandéry

ACTUALITÉ DES PRINCIPAUX SECTEURS

Cartographie du système bancaire et financier français

Pierre-Henri Cassou

Activité des marchés financiers

Philippe d'Arvisenet

Évolution de la banque d'investissement

Jacques-Henri David

La marche performante des établissements financiers spécialisés

François Lemasson

L'industrie française de la gestion d'actifs confirme sa position de leader international

Pierre Bollon

Les activités de l'assurance en France

Gérard de La Martinière

La gestion de trésorerie

Olivier Bornecque

La recherche dans le domaine financier

André Lévy-Lang

ASPECTS EUROPÉENS

L'intégration financière en Europe

Michèle Saint Marc

Les infrastructures de marché : conditions compétitives pour l'Europe face au défi mondial ?

Édouard-François de Lencquesaing

Évolution récente des infrastructures post-marché en Europe

Denis Beau

Les systèmes de paiements de montant élevé et Target

Yvon Lucas

Le SEPA : vers des moyens de paiements européens

Didier Bruneel

MODES DE FINANCEMENT

Relations banques-clients : une démarche d'engagement

Ariane Obolensky

Le financement des PME : une offre adaptée aux besoins des entrepreneurs ?

Henry Savajol et Laurence Tassonne

Capital investissement : profession actionnaire

Dominique Nicolas

L'actualité des LBO

Arnaud Deppen

Le capital risque américain : une stratégie brillante de financement de l'innovation

Jérôme Chevalier

Le crédit à la consommation

François Villeroy de Galhau et Catherine Sainz

Le financement du logement sous le choc de la demande

François Drouin

Les acteurs de l'immobilier d'investissement : les Français face à la mondialisation

Benoît Faure-Jarrosson

Le microcrédit : un marché nouveau pour la banque de détail ?

Maria Nowak

Financement public : rompre avec la dette

Michel Pébereau

ENVIRONNEMENT

La contribution des professions financières au PIB et à l'emploi

Article collectif sous la direction de Pierre-Henri Cassou

Nouvelles réglementations pour les activités de banque et d'assurance

Gilles Vaysses

Fonctions de contrôle des établissements bancaires et financiers

Marie-Agnès Nicolet

Bancassurance et Solvency 2

Antoine Lissowski

Le processus d'adoption des normes IFRS

Sylvie Bourguignon

Le pôle de compétitivité financier de l'Ile de France

Arnaud de Bresson

Critique de livre financiers

Jean-Marc Daniel

Annexe statistique

Sites à consulter

SOMMAIRE ÉDITION 2008

(Volume n° 3)

Avant-propos

Jacques-Henri David

Les ambitions de la France en matière financière

Christine Lagarde

LIBRES PROPOS

Une crise salutaire

Olivier Pastré

Comment la « finance globale » va-t-elle se reconstruire ?

Sylvain de Forges

Quand la finance américaine boit, la finance européenne doit-elle toujours trinquer ?

Pierre-Henri Cassou

DANS LA BOURRASQUE...

Le marché de la dette américain soutenu par les ménages et la titrisation

Mathilde Lemoine

L'évolution des marchés de taux et de change en 2007

Philippe d'Arvisenet

L'année boursière 2007

Jean-Jacques Perquel

La gestion de trésorerie des entreprises dans la crise financière

Olivier Bornecque

Crise des marchés financiers et juste valeur

Sylvie Bourguignon

Les banques françaises résistent dans un contexte tourmenté

Ariane Obolensky

L'évolution des établissements financiers spécialisés : ralentissement domestique et internationalisation croissante

François Lemasson

L'industrie française de la gestion aborde avec confiance la cruciale et difficile année 2008

Alain Leclair, Pierre Bollon

Les activités des assurances en France

Gérard de La Martinière

Les leçons de la crise financières pour une banque centrale

Michèle Saint Marc

... LES ADAPTATIONS TIENNENT LE CAP

Eléments de cartographie de l'industrie bancaire européenne

Pierre-Henri Cassou

La présence des banques étrangères en France

Jean-François Pons

Le long chemin de l'intégration européenne du marché des services financiers

Dominique Graber

Le marché de taux euro : 10 ans de défis et de succès

Jean-François Boulier

La Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF) et ses conséquences

Gérard Rameix

La transposition de la directive MIF et de la directive abus de marché : évolutions de la réglementation AMF et impacts pour les établissements financiers

Marie-Agnès Nicolet

Les enjeux de la création de l'ANC : unité ou éclatement de la doctrine comptable française ?

Edouard Salustro

L'information financière : les questions après les réformes

Dominique Leblanc

Fonds souverains : les leurs... et les nôtres ?

Jean-Paul Betbèze

Target 2 et l'intégration financière européenne

Yvon Lucas

Les nouvelles réglementations de l'année 2007 pour les activités de banque et d'assurance

Gilles Vayssset

LES NOUVEAUX TERRITOIRES DE LA FINANCE

Le pôle de compétitivité finance innovation

Arnaud de Bresson

La recherche dans le domaine financier

André Lévy-Lang

La dynamique d'innovation au sein des professions financières

Céline Viala

La Décentralisation : une évidence politique et économique encore mal reconnue en France

Pierre Richard

Qualité et transparence de l'information immobilière : une profonde mutation à poursuivre

Christian de Kerangal

Financer la transition énergétique

Fabrizio Donini Ferretti

L'expansion des marchés du carbone

Christian de Perthuis

Des choix de lecture financière

Jean-Marc Daniel

ANNEXES

Données statistiques de la Banque de France

Sites à consulter



SOMMAIRE ÉDITION 2009

(Volume n° 4)

Introduction

Edmond Alphandéry

Crise financière, banques centrales et régulation

Christian Noyer

LA CRISE FINANCIERE

Une autre crise ou une crise « autre »?

André Icard

BRETTON WOODS et le système monétaire international

Michèle Saint Marc

Le mauvais procès fait à Alain Greenspan

Jean-Paul Pollin

Quel est le rôle des élus européens dans la reconstruction du système financier ?

Pervenche Berès

L'Amérique peut-elle desserrer l'étau financier ?

Jacques Mistral

Le marché des titres américain porté par l'activisme des autorités monétaires et gouvernementales

Mathilde Lemoine

Hedge Funds et procyclicité de la finance : le cas de la crise des subprime

André Cartapanis

Les enseignements de la crise financière japonaise

Denise Flouzat-Osmont d'Amilly

Qu'est-ce qu'une banque ?

Pierre-Henri Cassou

LES RÉPONSES DES AUTORITÉS

Quelle réforme pour le fonds monétaire international ?

Michel Camdessus

Les propositions du Rapport RICOL sur la crise financière mondiale

René Ricol, avec la collaboration de Michel Laffitte

Leçons de la crise pour la régulation bancaire et financière

Christian de Boissieu

La structure de la surveillance financière

Une étude du Groupe des Trente

Pierre-Henri Cassou

La banque de demain

Jean-Paul Betbèze

L'assurance française face à la crise. Les vecteurs de transmission de la crise financière au secteur de l'assurance

Philippe Jurgensen

Les normes comptables dans la crise

Jean-François Lepetit

STRATÉGIES DES ACTEURS FACE A LA CRISE

**Crise financière. Quelles pistes de solutions ?
Quelle nouvelle stratégie pour la Place de Paris ?**

Arnaud de Bresson

Les banques françaises

Ariane Obolensky

Le crédit à la consommation. Croissance, endettement et surendettement

François Lemasson

Les mutuelles d'assurances

Jean-Claude Seys

Les sociétés mutuelles d'assurance : un statut à l'épreuve du développement

Michel Roux

« Pour une épargne utile aux investisseurs et au financement de l'économie »

L'AFG se fixe dix priorités pour 2009

Alain Leclair, Pierre Bollon

Les trésoreries d'entreprises et les tourmentes actuelles

Olivier Bornecque

Les fonds souverains, nouveaux acteurs de la finance

Augustin de Romanet

Comment les établissements gèrent le risque de Fraude

Marie-Agnès Nicolet

CHRONIQUES

Année financière 2008

Philippe d'Arvisenet

Krach boursier 2007-2008 et perspectives des marchés financiers de la zone euro en 2009

Bertrand Jacquillat, Catherine Meyer

L'impact de la crise financière sur les systèmes d'échange

Yvon Lucas

Le sauvetage du Crédit Foncier de France, une référence particulière face à la crise financière actuelle?

Régis de Laroullière

**Quelles contributions la recherche peut-elle apporter
à la stabilité financière ?**

André Lévy-Lang

Mais que fait la recherche en finance ?

Elyès Jouini

Les livres de l'année

Jean-Marc Daniel

ANNEXES

Données statistiques Banque de France

Sites à consulter

Biographies des auteurs

Présentation du Centre des Professions Financières

Bulletin de souscription APF 2009

Sommaires des éditions 2006, 2007 et 2008 de l'APF

Présentation du Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde

Sommaire de la Revue d'Economie Financière

Bon de commande de la Revue d'Economie Financière



SOMMAIRE ÉDITION 2010

(Volume N° 5 : les mutations de la planète finance)

Introduction : les mutations de la planète finance

Daniel Deguen

LES GRANDES MUTATIONS

La « planète finance » face à « l'économie réelle »

Mathilde Lemoine

G20 : Bretton Woods II ou peau de chagrin?

Michèle Saint Marc

Dix ans de mutation des structures bancaires

Pierre-Henri Cassou

Qu'est-ce qu'un marché ?

Anne Hyvernaud

LES MUTATIONS DANS LES GRANDS PAYS

Le rebond de l'industrie financière aux USA

Jean-Jacques Perquel

La crise financière vue de Londres

Jean-Pierre Laboureix

Le système bancaire allemand saura-t-il tirer les enseignements de la crise ?

Jean-François Boittin

Comment la Russie traverse-t-elle la crise financière ?

Christian Gianella

Le système bancaire chinois face à la crise

Denise Flouzat-Osmont d'Amilly

L'ADAPTATION DES MÉTIERS

Les banques françaises à l'avant-garde

Ariane Obolensky

Les établissements financiers spécialisés face à la crise

François Lemasson

La réforme du crédit à la consommation

Emmanuel Constans

2009 : une année charnière pour le marché du LBO

Arnaud Deppen

Atouts de la bancassurance et défis de la réglementation

Jean Vecchierini de Matra

Les matières premières et la finance

Philippe Chalmin

Permanences et mutations de l'énergie : de l'après-crise à Copenhague

Jean-Michel Gauthier

Finance islamique : un exemple de finance responsable et participative

Gilles Saint Marc

LES MODIFICATIONS DES CONDITIONS D'EXERCICE

Les initiatives du G 20

Sylvie Matherat

La réforme de la surveillance des activités financières aux États-Unis

Natacha Valla

L'évolution des normes comptables internationales : l'an I après la crise

Edouard Salustro

Les moyens de paiement, interbancaire et rentabilité

Marc Carlos

Le SEPA dernière ligne droite ?

Olivier Bornecque

Année financière 2009 : Les marchés de taux

Philippe d'Arvisenet

Place financière de Paris, quelle stratégie pour l'après crise ?

Arnaud de Bresson

Heurs et malheurs de l'investissement à long terme : l'exemple de Solvency II

Jean-Hervé Lorenzi

L'évolution des fonctions de gouvernance au sein des établissements financiers

Marie-Agnès Nicolet

CHRONIQUES

Les développements récents en matière de recherche en finance

André Lévy-Lang

Cachez-moi ce risque que je ne saurais voir, cachez-moi ce modèle que je ne saurais voir

Elyès Jouini

Une année de publications

Jean-Marc Daniel

ANNEXES

Données Statistiques Banque de France

Sites à consulter

Biographies des auteurs

Présentation du Centre des Professions Financières

Bulletin de souscription APF 2010

Sommaires des éditions 2006, 2007, 2008 et 2009 de l'APF

Présentation du Rapport Moral

Sommaire de la Revue d'Économie Financière

Bon de commande de la Revue d'Économie Financière



SOMMAIRE ÉDITION 2011

(Volume N° 6 :
crise de la dette et financement de la nouvelle croissance)

Introduction :

Un entretien entre Edmond Alphandéry et Jean-Marc Daniel

LA CROISSANCE SOUS LA CONTRAINTE D'UNE NOUVELLE SITUATION BUDGÉTAIRE

Pour une agence de financement de la dette et de la croissance

Jean-Hervé Lorenzi et Henri Elbaz

Crise de la dette et financement de la croissance

Pierre Jaillet

L'endettement public : un obstacle à la croissance ?

Mathilde Lemoine

Politique monétaire et marchés de taux en 2010

Philippe d'Arvisenet

Les conséquences boursières aux USA des mesures prises par les autorités politiques et financières

Jean-Jacques Perquel

La réponse britannique à la crise

Ludovic de Montille et Jérémie Pellet

RÉPONSES D'ACTEURS

A nouvelle croissance, finance autrement, ou comment gérer les paradoxes ?

Michel Roux

Parlons des banques et parlons-en vraiment

Ariane Obolensky

Modèles bancaires : les choix implicites de Bâle III et leurs limites

Georges Pauget

OSEO jouera un rôle décisif dans le financement de la nouvelle croissance

François Drouin

Quel avenir pour le crédit à la consommation ?

« d'abord, restaurer la confiance... »

Bruno Salmon

Le rôle des fonds souverains dans la nouvelle croissance

Augustin de Romanet

Les gérants face à l'évolution technique et réglementaire des marchés

Philippe Delienne

**Entreprise de marché et chambres de compensation :
quel avenir pour la place financière française ?**

Marie-Agnès Nicolet

LE REPOSITIONNEMENT DES AUTORITÉS

Dollar - Yuan - Euro. Une étape de l'histoire des changes

Michèle Saint Marc

Le nouvel âge des banques centrales ?

Denise Flouzat

**Initiatives du G20 en matière de régulation financière
et leur mise en œuvre**

Sylvie Mathérat

Les autorités face à la crise

Pierre-Henri Cassou

Protection des consommateurs dans le secteur financier

Fabrice Pesin

**Faut-il poursuivre la convergence des normes comptables
entre l'Europe et l'Amérique ?**

Edouard Salustro

LIBRES PROPOS

La finance ne peut pas s'autoréguler

Olivier Pastré

CHRONIQUES

La crise, toujours la crise

Jean-Marc Daniel

L'adaptation de la recherche à la nouvelle donne

André Lévy-Lang

Rapport 2009 de l'Observatoire de la Microfinance

Banque de France

ANNEXES

Données statistiques Banque de France

Sites à consulter

Biographies des auteurs

Présentation du Centre des Professions Financières

Bulletin de souscription APF 2011

Sommaires des éditions 2006, 2007, 2008, 2009 et 2010 de l'APF

Présentation du Rapport Moral

Sommaire de la Revue d'Économie Financière

Bon de commande de la Revue d'Économie Financière

SOMMAIRE ÉDITION 2012

(Volume N° 7 :
nouvelles responsabilités, nouvelles menaces)

Préface :

Edmond Alphandéry

Introduction :

Gilles Vaysses

NOUVELLES RESPONSABILITÉS

Nouvel âge des banques centrales ?

Christian Noyer

Le nouveau rôle du Fonds monétaire international depuis la crise : vers une réforme du système monétaire international

André Icard

Vues de la Directrice en charge des actions de communication de la Commission européenne

Sixtine Bouygues

L'émergence du Parlement européen dans la définition de la régulation financière

Jean-Paul Gauzès

Le Japon face à la crise

Denise Flouzat-Osmont d'Amilly

À la croisée des mondes : les pays du Golfe

Fadi Halout

Mise en œuvre du Dodd-Frank Act et conséquences sur le système bancaire américain

Taryk Bennani

Les banques britanniques à l'épreuve de la crise

Laurence Dubois Destrizais et Yann Pouëzat

Les fonds souverains - Nouvelle puissance, nouvelle menace

Augustin de Romanet

Les agences de notation, puissances contestées

François Veverka

La contribution des infrastructures de marché à la stabilité financière

Yvon Lucas

NOUVELLES MENACES

Assiste-t-on à la fin de la construction européenne ?

Jean-Paul Betbèze

Les défis des banques européennes

Jacques de Larosière

L'année de l'euro

Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek

Euro or not euro : is there a question ?

Jean-Marc Daniel

Les finances publiques américaines

Jean-Jacques Perquel

Institutions systémiques : quelle réglementation ?

Sylvie Mathérat

**Le « shadow banking » : objet non identifié, activités irrégulières
ou voie alternative de financement ?**

Pierre-Henri Cassou

Nouvelles menaces ? Le point de vue d'un praticien

Hubert Rodarie

**Matières premières et commodités en 2011/2012 :
l'heure du retournement a-t-elle sonné ?**

Philippe Chalmin

CHRONIQUES

Recherche en économie

Jean-Marc Daniel

Le crédit à la consommation en France : menace ou opportunité ?

Françoise Palle-Guillabert

La politique monétaire confrontée à ses limites

Philippe d'Arvisenet

2011 : Le Grand Emprunt et la recherche en finance

André Levy-Lang

ANNEXES

Données statistiques Banque de France

Sites à consulter

Biographies des auteurs

Présentation du Centre des Professions Financières

Sommaires des éditions 2006, 2007, 2008, 2009, 2010

et 2011 de l'APF

Présentation du Rapport Moral

Sommaire de la Revue d'Économie Financière

Bon de commande de la Revue d'Économie Financière

Rapport Moral sur
l'Argent dans le Monde
2013



L'entreprise responsable
Régulation et contrôle de la finance
Religions et crise financière



Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2013

Le *Rapport moral sur l'argent dans le monde*, édité annuellement par l'Association d'économie financière, avec l'aide de la Caisse des Dépôts, fournit chaque année une large synthèse des grands débats qui ont traversé le monde de la finance au cours de l'année écoulée.

La crise financière, les scandales, le maintien de très fortes inégalités de rémunération, le lourd impact social des mutations de notre système productif ont aggravé les incompréhensions récurrentes en France entre l'entreprise et la société. Depuis une dizaine d'années, le modèle

dominant de l'entreprise fondé sur la seule maximisation de la valeur actionnariale est remis en cause, et une nouvelle approche, fondée sur la responsabilité sociétale de l'entreprise se développe, qui s'élargit aujourd'hui au domaine fiscal. Enfin, de nouvelles formes de sociétés, poursuivant un intérêt collectif, commencent à apparaître, signe précurseur d'un nouveau paradigme ?

Le nouveau *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2013*, dans sa première partie revient en profondeur sur ces évolutions. Il questionne d'abord les règles de gouvernance, de rémunération, et de représentation des salariés et, dans un deuxième temps, les tendances les plus récentes en matière de responsabilité sociétale des entreprises.

Il présente de façon plus concise, dans ses deux autres parties :

- un dossier d'actualité sur la finance, traitant en deux volets les nouvelles régulations et la lutte contre les délits financiers ;
- un recueil de témoignages de croyants des trois grandes religions monothéistes sur les origines morales de la crise financière.

BON DE COMMANDE

à retourner avec votre règlement à :

Association d'économie financière, 16 rue Berthollet - Arcueil 3 - 94113 Arcueil Cedex
Email : rapport_moral@club-internet.fr - Site Internet : www.aef.asso.fr

Organisme / Société :

Nom :

Fonction :

Adresse :

Email :

Je commande x 31 € exemplaire(s) du *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2013* ; et je règle par :

- chèque à l'ordre de AEF (pour la France uniquement) ;
- Virement (coordonnées transmises sur demande). Le port est compris.

REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE

16 rue Berthollet
Arcueil 3 - 94110 Arcueil
Tél. 01 58 50 95 10
Fax 01 58 50 05 17
Email : ref@aeef.asso.fr

Vient de paraître



Les résumés des articles présentés dans ce numéro peuvent être consultés sur le site Internet de l'Association d'économie financière :

www.aef.asso.fr

Sommaire

La finance non réglementée

Introduction
BERTRAND JACQUILLAT
JEAN-CHARLES ROCHET

Shadow banking et autres exemples de la finance non réglementée

Le *shadow banking* en Europe
LAURENT CLERC

Mesurer le système bancaire de l'ombre au sein de la zone euro : que sait la BCE ?
AXELLE ARQUIÉ
PATRICK ARTUS

La croissance du *shadow banking*
ADI SUNDERAM

Le système bancaire de l'ombre : fruit d'une régulation bancaire trop pesante ou véritable rôle économique ?
AXELLE ARQUIÉ

Ombres et lumières des ETF
JACQUES HAMON

La finance non réglementée et le négoce international des matières premières
YVES SIMON

Maîtrise et régulation de la finance non réglementée

Réforme des marchés de produits dérivés de gré à gré : la position de la Banque centrale européenne
BENOÎT CŒURÉ

Compensation par contrepartie centrale et assurance contre le risque systémique sur les marchés dérivés de gré à gré
THORSTEN V. KOEPL
CYRIL MONNET

La contrainte cachée du collatéral
VIVIEN LEVY-GARBOUA
GÉRARD MAAREK

Les risques du *shadow banking* en Europe : le point de vue du superviseur bancaire
DANIÈLE NOUY

L'Union européenne et la réglementation du système financier parallèle
JEAN-FRANÇOIS PONS

Désintermédiation, protection des consommateurs et devoir de conseil
ÉDOUARD VIEILLEFOND

Articles divers

L'interdiction du prêt à intérêt : principes et actualité
CAROLINE MARIE-JEANNE

Vers une économie des paiements électroniques ?
DAVID BOUNIE
ABEL FRANÇOIS

Bon de commande

À retourner à Association d'économie financière - 16 rue Berthollet - Arcueil 3 - 94110 Arcueil

Nom : Fonction :

Société / Institution : Adresse :

Code postal : Ville : Email :

Je commande exemplaire(s) du numéro 109 de la *Revue d'économie financière* au prix unitaire de 32,00 € soit un total de €.

Mode de paiement : par chèque à l'ordre de Association d'économie financière ou par virement sur le compte de l'AEF (nous contacter). Une facture acquittée sera jointe à votre commande.

Signature



BON DE COMMANDE

À retourner à : ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE
16 rue Berthollet - Arcueil 3 - 94113 Arcueil Cedex
Tél. 33 (0)1 58 50 95 10 - Fax 33 (0)1 58 50 05 17

Nom : _____

Société : _____

Adresse : _____

Code postal : _____ Ville : _____

Pays : _____

Mode de paiement : Chèque bancaire à l'ordre de l'AEF (pour la France uniquement),
 Virement bancaire (coordonnées bancaires sur demande)

Je commande les ouvrages suivants :

LES DERNIERS NUMÉROS DE LA *REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE* :

Qté	N°	Titre	Prix	Total
.....	109	La finance non réglementée	32,00 €	.....
.....	108	L'investissement à long terme	32,00 €	.....
.....	107	Le système financier indien	32,00 €	.....
.....	106	Système financier et création de valeur	32,00 €	.....
.....	105	La nouvelle finance américaine	30,00 €	.....
.....	104	Les relations finance et industrie	30,00 €	.....
		Capital humain et finance		
.....	103	Les politiques de sortie de crise	30,00 €	.....
.....	102	Finance chinoise - Les enjeux de la modernisation	30,00 €	.....
.....	101	Le Risque systémique - 2. Repenser la supervision	30,00 €	.....
.....	100	Le Risque systémique - 1. Repenser la finance	30,00 €	.....

LES DERNIÈRES ÉDITIONS DU *RAPPORT MORAL SUR L'ARGENT DANS LE MONDE* :

- Édition 2013 - L'entreprise responsable 31,00 €
Régulation et contrôle de la finance
Religions et crise financière
- Édition 2011-2012 - La lutte contre la criminalité et les délits financiers 31,00 €
Grands enjeux de la crise financière
- Édition 2010 - Remettre la finance au service de l'homme et de la société 30,00 €
Grands enjeux d'éthique financière

Une facture acquittée sera envoyée avec l'ouvrage.

Je souscris un accès privilégié au site de l'AEF pour accéder pendant 1 an
à tous les articles de la *Revue* et du *Rapport moral* à un tarif de :

- 80 € pour les institutions ○ 65 € pour les particuliers ○ 40 € pour les étudiants/enseignants

Directeur de la publication :
Edmond Alphandéry



LE LION
univers d'impressions

Imprimé sur papier issu de forêts gérées durablement à base d'encre végétale et d'eau de pluie.



90400 Trévenans - France



Ouvrage édité par
le Centre des Professions Financières
20, rue de l'Arcade 75008 Paris
Tél. 01 44 94 02 55 - www.professionsfinancieres.com

LES CONTRIBUTEURS :

Michel BARNIER – Denis BEAU – Anne BOSCHE-LENOIR
Christophe CAHN – Arthur CHABROL – Denis CHAMPENOIS
Raphaël CZUWAK – Jean-Marc DANIEL – Philippe d'ARVISENET
Ambroise FAYOLLE – Jacques FOURNIER – Marie-Agnès NICOLET
Georges PAUGET – Michel PÉBEREAU – Jean-François PONS
Christian RABEAU – Olivier ROBERT de MASSY
Michel ROUX – Gilles SAINT MARC – Nolwenn SIMON
Pierre SCHOEFFLER – Véronique ZOVARO

Cette 8^{ème} édition de *L'Année des Professions Financières* est consacrée aux novations dans le contexte d'une mutation profonde des activités. À travers une vingtaine de contributions, cet ouvrage présente divers aspects des évolutions en cours en matière d'approche des besoins de services financiers, de techniques de financement et de conditions d'exercice des métiers.

Comme les précédents volumes de cette série, ces sujets sont abordés selon des points de vue très variés reflétant la diversité des expériences des auteurs. La spécificité de *L'Année des Professions Financières* est en effet de donner la parole à des professionnels et à des experts appartenant à tous les secteurs de l'économie financière.