

LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 23

- Actualités -

2014 Septembre

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Rédactrice en chef

Loriane VIU

l.viu@professionsfinancieres.com

* *
*

EDITORIAL

Jean-Pierre MAUREAU

Page 1

« Les Trois « Grandes Crises » »

Jean Jacques PERQUEL.....

Page 3

« La déflation, c'est quoi ? »

Véronique RICHES-FLORES.....

Page 8

« Le cycle haussier des marchés financiers depuis 2009 : un parallèle avec 1995-2000 »

Éric GALIEGUE.....

Page 11

« Il est temps de ré-enchanter le rêve de la gestion »

Paul-Henri de LA PORTE DU THEIL

Page 14

« Investisseurs de long terme, soutiens structurels de l'économie réelle »

Sylvie MALECOT

Page 16

« L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution en 2014 »

Jean-Marie LEVAUX.....

Page 18

BILLET

« Les Assises du Financement et de l'Investissement »

Jean-Pierre MAUREAU.....

Page 22

EDITO

La croissance économique mondiale vient probablement de passer sous la barre de 3%, ce rythme est inférieur à celui de la croissance de la population. Le commerce international ralentit et la tentation du protectionnisme réapparaît derrière les discours de certains politiques. Un air de déjà vu ? Pas exactement. Jean-Jacques PERQUEL, Président de l'Académie de Comptabilité, avec le recul et l'érudition qu'on lui connaît, nous propose un article intitulé « Les Trois Grandes Crises », réflexion sur les cycles longs, sur les politiques monétaires mais aussi sur ce qui fait la suprématie d'une monnaie (p 3).



Véronique RICHES-FLORES a une approche globale de l'économie, sa recherche met dans l'actualité des thématiques qui s'appuient sur des facteurs de long terme : la démographie ... Ces éléments sont sous-jacents à ses publications. Elle nous propose ici, en contrepoint de l'article de Jean-Jacques PERQUEL, un arrêt sur image avec une définition de la déflation ainsi qu'une analyse de ses effets nocifs (p 8).



Depuis deux ans, le décalage est fort entre l'économie réelle, en faible progression, et les marchés financiers, plutôt bien portants ; en Europe les investisseurs, confiants dans la politique accommodante et pragmatique de la BCE, anticipent probablement aussi une reprise d'activités aux États Unis. Les liquidités et la forte baisse des taux sur les risques souverains les encouragent à la diversification.

Éric GALIEGUE, Président de Valquant et du Cercle des Analystes Indépendants, fait un parallèle entre le cycle haussier des marchés financiers de ces cinq dernières années et celui de 1995-2000 (p 11).



Paul-Henri de LA PORTE DU THEIL, Président de l'AFG, nous rappelle les défis auxquels doit faire face l'industrie de la gestion. En France les investisseurs de long terme, institutionnels ou particuliers se heurtent à des obstacles de toutes natures, la fiscalité n'est pas parmi les moindres. Néanmoins, les professionnels de la gestion d'actifs qui ont à faire face, eux aussi, à de nombreuses contraintes, restent une force de proposition dynamique, ils ont bien intégré les nouveaux impératifs du financement de l'économie (p 14).



Sylvie MALECOT, Président de Millenium Actuariat Conseil, nous donne des précisions sur les mesures prises récemment pour autoriser les mutuelles d'assurance et les institutions de prévoyance à bénéficier des dispositions prévues l'année dernière pour les sociétés dépendant du Code des Assurances afin de leur ouvrir de nouvelles possibilités de financer les PME et les ETI à travers des outils de dettes spécifiques (p 16).



Un article de Jean-Marie LEVAUX, Vice-Président de l'ACPR ; déjà diffusé sur une liste large, était demandé par nombre d'entre vous et nous avons le plaisir de le publier à nouveau (p 18).



Enfin, et pour clore ce numéro (dans l'actualité), j'ai pensé qu'il serait souhaitable de consacrer un billet aux « Assises du Financement et de l'Investissement » (p 20).

Bonne lecture

Jean-Pierre MAUREAU

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :

www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières
20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :

contact@professionsfinancieres.com

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

Les Trois « Grandes Crises »

On appelle « grande dépression » (1873-1897) ou « grande crise » (1929-1939) ou « période qui n'a pas encore trouvé son nom » (2007-.....) des « récessions » qui, par leur durée, n'entrent pas dans l'analyse classique de Juglar (7 ans en moyenne). On parle à leur égard de cycle de Kondratieff. Ces situations se caractérisent par une transmission internationale. Certes, certains pays peuvent se protéger grâce à la fermeture de leurs frontières (U.R.S.S ou Allemagne Nazie pendant la grande crise) à condition d'accepter une forte baisse de niveau de vie des habitants (ce qui suppose un gouvernement suffisamment fort pour imposer cette contrainte).

Ces « crises » ont un autre point commun. Elles ont une double origine. D'une part les révolutions industrielles (chemins de fer, automobiles, industrie de la communication) incitent à un développement du crédit toujours exagéré (Hyman Minsky), d'autre part l'amour du risque pousse des individus à rechercher des formes nouvelles de spéculation (ou d'escroquerie) que les Autorités Financières ont du mal à contrôler. Aussi ont-elles généralement « une guerre de retard » dans leurs décisions. Pour comprendre la « Crise actuelle » et rechercher des solutions, il nous faut étudier les deux crises précédentes et voir dans quelle mesure les solutions trouvées pourraient s'appliquer à la situation présente.

I. La Grande Dépression (1873-1897)

Ce n'est pas une dépression continue. Elle comporte trois phases de dépression : 1873-1879, 1880-1886, 1890-1906. Mais si les reprises des périodes intermédiaires sont assez fortes en matière de production, un fort chômage persiste dans toute la période.

Déjà de 1866 à 1873 les faillites se succèdent : Overland Gurney à Londres (1866), Crédit Mobilier en France (1868) mais elles ralentissent à peine une croissance brillante issue du développement des chemins de Fer (49.000 kilomètres de voies en 1860, 105.000 en 1873), de la Chimie, de l'Industrie Sidérurgique etc et cela avec une population américaine en forte croissance (2,5 millions en 1860, 3,7 en 1870 et 4,8 en 1890)

La « grande dépression » a en fait commencé en Mai 1873 en Autriche et en Allemagne, puis continué aux U.S.A avec le scandale du « Credit Mobilier » américain. En octobre, la faillite de la banque « Jay Cook & Cie » provoque un krach retentissant de la Bourse de New-York (qui reste fermée pendant 10 jours). La production en 1876 aura baissé de 33 %. De 1879 à 1882 il y a une légère reprise aux U.S.A sans que le chômage s'améliore vraiment. La France, pendant toute cette première période de la crise subit une forte déflation due au règlement de l'indemnité de la guerre de 1870. Cela l'empêche d'être compromise dans les folles spéculations qui ont accompagné les années d'euphorie 1870-1873. Par contre elle profite peu de la légère reprise de 1879

La situation s'améliore un peu de 1879 à 1880. Aux Etats-Unis, les émissions de valeurs mobilières profitent de cette accalmie (350 millions de dollars au premier semestre 1879, et 1.748 au premier semestre 1880).

La crise reprend en Amérique en 1880. 404 banques nationales sur 3.261 sont en faillite. La France est à son tour atteinte en 1882. Elle débute par la faillite de « l'Union Générale ». Un nouveau krach a lieu à New-York en 1884, la faillite de « Grant and Ward », firme mal contrôlée par l'ancien Président et la fermeture de la « Wall Street Bank » pour cause d'irrégularités dans sa gestion etc, réactivent la crise.

Après une nouvelle reprise les années 1890 sont marquées, en France, par une nouvelle crise très violente. Elle débute avec l'échec d'une tentative de Corner sur le Cuivre dont le cours en une journée s'effondre passant de 80 Livres la tonne à 30 Livres. Le « Comptoir d'Escompte » les « Bourses de Paris et de Lyon » sont en difficulté. La Banque Baring en 1890 doit être renflouée par la Banque d'Angleterre aidée (plus ou moins volontairement) par les banques de la place. En 1893, aux Etats-Unis, 600 Banques font faillite et, en 1894, 169 « rairoads » déposent leur bilan.

En fait, la longue dépression 1873-1897 a trois causes. La première est agricole, due aux mouvements climatiques très forts durant ces quelques années. Cela provoque un malaise et de forts mouvements de protestation appuyés par le parti Démocrate. Le gouvernement essaie d'améliorer la situation en

élargissant la masse monétaire. Pour cela il réintroduit partiellement la frappe monétaire de l'Argent racheté par le Trésor avec une parité fixe (le Bland Bill de février 1878 aggravé par le « Sherman Act » de 1890). En fait cela revient à fournir des fonds au public au détriment de la quantité d'or détenu par le Trésor. Ainsi le gouvernement entre 1878 et 1893 a acheté au prix « légal » 1/3 de la production mondiale.

Les deux autres causes sont financières :

- a) selon le modèle de Minsky, l'amélioration de la situation économique provoque des excès de crédit jusqu'au moment où le remboursement n'est plus possible car la confiance a disparu. Ainsi en 1883 le taux au jour le jour atteint 72% en Juin, à nouveau 72 % le 28 Juillet et encore 51 % le 4 Août;
- b) l'existence d'une masse monétaire exagérée puisqu'essentiellement réalisée par le développement du crédit, entraîne des spéculations malsaines ; C'est le domaine des « Robber Barons » qui cherchent à transformer leurs activités (pétrole, chimie, chemins de fer) en monopoles ou cherchent à faire des Corners (Or ou Cuivre) dans lequel l'initiateur, quelquefois, vend au plus haut au détriment de ses confrères qu'il encourage à continuer leurs achats (cf Jay Gould sur l'or.)

Cette crise s'accompagne d'une querelle théorique, d'une contestation politique et d'un effort non négligeable pour lutter contre les dérives financières.

- a) Bagehot au nom de la « banking school » voudrait que l'on sauve les banques en difficulté tandis que lord Overstone de la « Currency school » préférerait laisser le marché se corriger tout seul. Dans la pratique les banques centrales opèrent au cas par cas. Ainsi l'Union Générale reçoit seulement 18 millions pour « assurer sa liquidation dans de bonnes conditions » et le « Crédit Mobilier » des frères Pereire est totalement abandonné. Par contre la Banque de France intervient en faveur du « Comptoir d'Escompte » (qui devient le « Comptoir National d'escompte ») et des « Agents de Change de Paris » (prêt entièrement remboursé l'année suivante). En Allemagne, le Roi intervient pour essayer, en vain, d'aider le sauvetage de la banque A.Schaaffhausen. En Amérique du fait du non renouvellement des licences des « Première et Deuxième Banque des Etats-Unis », le Trésor joue, plus ou moins bien, le rôle de prêteur en dernier ressort (en contradiction avec la loi), et se fait aider par des « Associated Banks » pour participer à des opérations de sauvetage. Au total on voit se dessiner l'opposition entre les deux écoles du « laissez-faire » et de « l'interventionnisme » et cette lutte non structurée empêche d'avoir une politique précise pour faire face aux crises cycliques.
- b) La lutte entre « Républicains » et « Démocrates » se porte sur le plan économique. Les premiers défenseurs de l'Industrie des Etats de l'Est et de ce fait protectionnistes, obtiennent sous la Présidence d'Harrison le « Mc Kinley Tariff » forte hausse des droits de douane des produits industriels importés et ce tarif est un peu réduit lors de la Présidence de Grover Cleveland (le « Wilson-Gorman Tariff Act »)
- c) Il faut noter enfin que le Congrès s'est préoccupé de la situation malsaine de la « Monopolisation » des entreprises et a voté en 1890 le « Sherman Anti-trust Act »

Ainsi cette première grande crise mondiale se termine par un très modeste effort dans 3 domaines :

- a) Le Congrès essaie de lutter contre le mauvais usage des fonds (Sherman Anti-Trust Act)
- b) les Démocrates font des efforts pour résister à la tentation protectionniste
- c) enfin et surtout on tente de compenser par des mesures d'urgence le « Manque de Confiance » dans les monnaies de second ordre (argent –métal ou papier). Par exemple en 1873 les Banques de New York ont dû, pendant une certaine période, accepter en toute illégalité, les paiements

interbancaires sous forme d'un équivalent de chèques certifiés, pour ne pas mettre à mal leurs réserves d'or.

Au total, la « valse-hésitation » entre les politiques de « soutien des Banques » et de « benign neglect » a aggravé la situation et seule l'ampleur du développement économique (et la guerre avec l'Espagne) ont assuré la forte reprise commencée en 1896.

II. La « Grande Crise » 1929-1939

Cette Crise a été plus forte que la « grande Dépression » et si elle n'a pas été plus durable, du fait de la guerre, elle a été à peu près continue. On peut cependant distinguer plusieurs phases : La crise germano-américaine dont l'origine est essentiellement boursière (1929-1932) aux U.S.A est due en Allemagne à la très forte réduction des investissements américains dès 1928.

La crise s'internationalise en 1931 après la faillite de la « Kredit Anstalt » de Vienne et rebondit aux Etats-Unis en 1937 sous l'influence de la hausse des taux décidée par la « Federal Reserve ».

On retrouve, aux Etats-Unis au début de cette crise, les deux composantes classiques issues de l'enrichissement extraordinaire de la période précédente (1924-1929): excès de crédit (analyse Minsky) et un développement d'opérations malsaines. Ainsi les « achats à découvert » que l'on connaît approximativement par les « prêts aux brokers » qui les financent, ont augmenté dans des conditions tout à fait anormales entre 1927 et 1929 (2,2 milliards de dollars en 1924, 6,4 milliards en décembre 1928 et 8,5 milliards le 4 décembre 1929). Le développement de la « position » boursière est facilité par l'existence d'une couverture obligatoire limitée à 10 %. En outre des entreprises pratiquent des manipulations compliquées du style suivant :

- a) Une société A détient 20% d'une société B qui possède un « intérêt » dans une société C qui contrôle la société A .
- b) Une société A' a 10% d'une société B' qui elle-même détient 100% d'une toute petite société C' A' et C'étant cotés il suffit de faire monter le cours de C' pour justifier d'une hausse considérable de A'.

A) La crise germano-américaine :

La crise commence en fait en Allemagne et Autriche. Leur redressement après la guerre a été réalisé par un flux continu de fonds américains. Or dès 1928, ils menacent de se tarir (250 millions de dollars en 1928, 40 seulement en 1929).

Aussi en Octobre 1929 la « Oest-Boden Kredit Anstalt » de Vienne donne le signal des faillites de l'Europe de l'Est. Bien entendu c'est le Krach de Wall Street du 24 Octobre 1929 qui donne le vrai départ de la crise américaine.

Or, dès le milieu de 1929, les productions industrielles des Etats-Unis et d'Allemagne s'effondrent, la demande solvable n'étant pas capable de suivre le remarquable développement de la production. Sur la base d'un indice 100 en 1928 celui-ci est respectivement à 111 et 104 en Août 1929 et à 54 et 59 en Août 1932. Ainsi le chômage aux US atteint 25 % de la main d'œuvre en 1933 (12,6 millions de personnes) et à la même date 5,6 millions en Allemagne.

B) La crise dans les autres pays européens :

Elle prend de l'ampleur en 1931 avec le krach de la « Kredit Anstalt » ruinée par ses investissements en Argentine pays très atteint par la crise américaine. Or cette Banque détient 70 % de la capacité bancaire autrichienne. Cela provoque une série impressionnante de liquidations de banques dans les pays de l'Europe de l'Est. En France dès 1930 des difficultés financières apparaissent avec la faillite d'Abert Oustric qui entraîne celle de la « Banque Adam » et celle de la « Banque d'Alsace-Lorraine ». Mais c'est en 1931 qu'apparaît vraiment l'ampleur de la crise avec la faillite du « Comptoir Lyon-Allemand » et celle de la « Banque Nationale de Crédit » et un grand nombre de banques de Province. En Allemagne les dégâts ont

été beaucoup plus importants ; la «Darmstaedter und National Bank » une des trois principales banques allemandes (une des trois D) dépose son bilan avec des conséquences dramatiques pour les secteurs bancaires et industriels allemands. En 1932, dans le monde entier, les faillites s'aggravent : 70 Banques à Chicago déposent leur bilan et des groupes importants comme Kreuger ou Insull terminent leur carrière par des banqueroutes frauduleuses.

C) Dès 1932 les pays réagissent en cherchant individuellement des solutions en général protectionnistes. C'est la deuxième partie de la crise (1932-1937)

a) Les politiques protectionnistes :

Aux Etats- Unis on retrouve la lutte entre Démocrates et Républicains ; mais ce sont ces derniers qui sont favorables au protectionnisme et font voter en juin 1930 le Tarif « Hawley-Smoot » auquel le Président Hoover n'ose pas s'opposer malgré les appels d'Henry Ford, du Président de J.P.Morgan et de 1028 économistes. Ce tarif qui porte sur 20.000 produits provoque un effondrement des importations mais aussi des exportations à cause des barrières douanières qui s'élèvent en réponse au tarif américain. Le chômage passe en 6 mois de 7,8% à 16,3 % ce qui prouve le risque que l'on prend en élevant d'importantes barrières douanières.

Aussi en septembre 1931 l'Angleterre abandonne l'étalon or et dévalue sa monnaie. La baisse est de 20% en Octobre et se maintient autour de 30% au moins jusqu'en 1933. Restant dans les règles traditionnelles du « protectionnisme » elle crée la « préférence impériale » pour se protéger contre les exportations de pays tiers et favoriser ses propres exportations. Cette dévaluation provoque une perte importante de pouvoir d'achat car elle provoque une « guerre des monnaies ».

L'arrivée en 1932 de Roosevelt entraîne une série de décisions sociales pour la plupart condamnées par la « Cour Suprême ». Il lance des Grands Travaux (Tennessee Valley Authority). Il abandonne l'étalon-or et dévalue le dollar en fixant la valeur à 35 dollars l'once (dévaluation de près de 60 %).

Le chômage en France reste faible mais se développe tout au long de la crise (33.000 demandeurs d'emploi en 1927, 426.000 en 1933). La France est obligée de laisser le Franc « flotter en baisse » à partir de 1936.

B) Les politiques autarciques :

L'Allemagne Nazie (à partir de 1933) et l'U.R.S.S. se séparent du reste du monde par des politiques totalement autarciques basées sur une remilitarisation forcée ou un développement rapide (plans quinquennaux russes) mesures qui abaissent considérablement le niveau de vie, mais protègent l'emploi. En résumé la crise due à un excès de crédit, en grande partie dû aux « brokers loans » a été transmise et aggravée par des mouvements de « hot money » (certains spéculateurs comme Manheimer ayant à lui tout seul les moyens de s'attaquer au « Franc ») et par des superstructures industrielles dont les bases étaient insuffisantes (Kozern allemands). Les seules solutions trouvées ont été la fermeture plus ou moins efficace des frontières. La guerre a, en fait, été la « solution » en augmentant l'activité des individus (réarmement et guerre elle-même.)

La théorie économique est toujours aussi divisée entre Lord Robbins qui défend une politique de laissez-faire tant sur le plan interne que dans les rapports internationaux et Lord Keynes qui veut une politique plus active comme celle que Roosevelt a inauguré en 1933. Même si la théorie keynésienne remporte un succès important auprès de la plupart des économistes de l'époque, c'est le réarmement et la guerre qui permettent de résoudre cette grande crise.

La conclusion de cette crise a été en fait en 1944 à Bretton Woods où les deux théories se sont affrontées. La victoire de White sur Keynes concernant un système monétaire à peine contrôlé (rôle du F.M.I et de la World Bank) et un effort vers le libéralisme (suppression progressive de la loi Glass Steagall Act qui séparait les Banques Commerciales des Banques d'Affaires) a permis toutes les difficultés de la grande crise suivante (après un long délai marqué par quelques petits krachs (1987) ou baisse en Bourse des valeurs informatiques (2001).

III. La crise actuelle.2007-... :

On distingue deux périodes : la crise des « subprimes » qui culmine avec la faillite de Lehman Brothers(2008) et le sauvetage d' A.I.G. la plus grande société d'assurance mondiale et celles des G.S.E.s dont la gestion était très laxiste et à partir de 2010 la crise de l'Euro commencée avec le sauvetage de la Grèce et continuée par les efforts demandés par Bruxelles aux pays de l'Europe du Sud (plus l'Irlande.) Leur redressement est assez impressionnant malgré un chômage d'environ 25% en Espagne ou en Grèce.

On retrouve les deux thèses habituelles:

- a) celle neo-Keynésienne de Ben Bernanke. Celui-ci a augmenté la masse monétaire (les 3 Quantitative Easing QE) pour assurer une reprise de l'Economie américaine. La masse la plus importante des fonds ainsi dégagés a certes été utilisée de façon très inefficace car très souvent détournée de son but par manque de confiance des opérateurs (carry trade, achats d'objets d'art, hausse des Bourses). Mais la part assez faible laissée à l'investissement a assuré un démarrage remarquable de l'économie (et même le retour de fonds et d'entreprises investies en pays émergents). Cette politique a été reprise avec un grand succès en Grande Bretagne et avec un résultat moins brillant au Japon et en Chine.
- b) celle des classiques imposée à la Zone Euro par l'Allemagne avec une certaine efficacité en Espagne, Italie, Irlande et même Grèce. Le cas français est plus délicat car dans cette optique il faudrait arriver à faire comprendre aux partenaires sociaux que la situation est si mauvaise qu'il faut faire des réformes pour soulager les entreprises. C'est ce qu'essaient Valls et son nouveau ministre de l'Economie Macron.

Conclusion

On pose, à l'heure actuelle, le problème des « crises » comme celui d'un manque de liquidité. On explique qu'il est malsain d'émettre de la monnaie car selon cette thèse on la fait payer au public soit par des impôts nouveaux soit par une baisse de pouvoir d'achat (inflation). Il faut dans cette optique réduire les possibilités des Banques dans la création monétaire (Bâle III). Un membre du F.M.I, à titre personnel, il est vrai, a même présenté un « Chicago Plan » qui obligerait les banques à ne prêter que sur leur fonds Propres, (idée issue d'ailleurs de la pensée de Maurice Allais,) mais idée qui réduirait considérablement les possibilités de croissance des économies.

Or la masse monétaire n'est jamais stable. On s'est heurté au début de la crise actuelle au paradoxe suivant : la masse monétaire européenne était trop abondante et il y avait en même temps une crise de liquidité. En fait les détenteurs de fonds, par peur de l'avenir, les stérilisaient en les déposant consciencieusement à la Banque Centrale. Il y avait un problème de Confiance et non de Liquidité. Or celle-ci a la possibilité d'intervenir pour réagir (« Open market » et « mesures non conventionnelles ») Pour corriger les « mouvements d'humeur » du public. Et elle l'a prouvé.

Par contre il serait plus utile de lutter contre les dérives monétaires que représentent certains produits dérivés que de chercher à réduire la liquidité des banques car il est inefficace de croire que l'on peut se passer de « prêteurs en dernier ressort ». Aussi si l'on regarde la fin des deux grandes crises précédentes on peut, raisonnablement, considérer que :

- a) une guerre n'est pas une fin de crise souhaitable
- b) des dévaluations compétitives ou de protectionnisme sont une catastrophe
- c) deux solutions ont l'air de fonctionner la solution neo-keynésienne à l'Américaine de contrôle intelligent de la masse monétaire et la solution libérale à l'Allemande de maintenir fixe le pouvoir d'achat en améliorant, par l'innovation, la compétitivité à l'égard des pays émergent.

La déflation, c'est quoi ?

Définition, nocivité et état des lieux en zone euro

Il y a en Europe une certaine insouciance à l'égard du risque de déflation. Un peu comme si cette dernière était un moindre mal en comparaison du poison absolu qu'est l'inflation. Une telle différence de traitement ne se justifie guère. Si, depuis le milieu du vingtième siècle, nos économies ont plus souvent eu maille à partir avec l'inflation, l'histoire économique est là pour nous rappeler combien les épisodes déflationnistes ont été monnaie courante dans un passé plus lointain et à quel point ceux-ci se sont révélés ravageurs sur le plan économique, social et, le plus souvent, politique. Nous revenons ici sur les raisons qui en font un véritable fléau.

Définition, origines et mesure de la déflation

La déflation exprime un processus de baisse du coût de la vie, illustré par des taux d'inflation négatifs. Elle ne s'apparente pas à un phénomène ponctuel, telle, par exemple, une chute des prix de l'énergie mais émane du processus intrinsèque de formation des prix domestiques.

Les épisodes modernes de déflation semblent, pour la plupart, avoir trouvé leur origine dans un choc de demande associé aux conséquences durablement négatives d'une chute brutale des prix des actifs. En provoquant l'appauvrissement et en forçant au désendettement, les krachs financiers ou immobiliers ont été les déclencheurs les plus fréquents des épisodes de déflation recensés depuis le début du 20ème siècle, dont les enchaînements sont les suivants : anémie prolongée de la demande, sous-utilisation durable des capacités productives, pertes importantes d'emplois, montée du chômage, pressions à la baisse des salaires, détérioration de la solvabilité, contraction du crédit... baisse des prix. Expliquer ces dysfonctionnements par le seul choc de demande est, toutefois, erroné. Une déformation du coût du capital, associée à une mauvaise allocation de celui-ci, sous la forme d'un excès d'investissement productif ou de la formation de bulles financières ou immobilières, a, en effet, systématiquement précédé les épisodes déflationnistes. **La manifestation ultime du choc, un écart négatif entre la demande et l'offre, trouve généralement ses racines dans un excès sur le front de l'offre.**

Par ailleurs, les erreurs de politique économique, généralement liées à une sous-estimation de la fragilité induite par le choc initial enregistré sur les prix des actifs, sont souvent apparues comme responsables, ou facteurs aggravants, susceptibles d'avoir précipité les enchaînements déflationnistes les plus profonds, tels le durcissement monétaire américain après la crise de 1929, ou le resserrement fiscal japonais de 1997.

Le diagnostic déflationniste est assez complexe et, généralement, plus difficile à établir que celui de l'inflation. Plusieurs raisons l'expliquent :

- La difficulté à analyser ce qui, dans les évolutions de prix souvent disparates en période de crise, relève ou non d'un processus durable, susceptible de dégénérer en déflation généralisée.
- La non-réciprocité des mécanismes d'indexation des revenus à un environnement de baisse des prix par rapport à ce qui est pratiqué dans un contexte inflationniste.
- L'insensibilité des prix des services publics à l'évolution de la demande ou les hausses de taxes à la consommation susceptibles d'interférer avec la mesure de l'évolution du coût de la vie.

Pour se prémunir des erreurs de diagnostic, les économistes utilisent le plus souvent les prix de l'ensemble des biens et services -déflateur du PIB- et privilégient les données relatives aux activités non échangeables de la sphère des services privés, plus sensibles à l'évolution de la demande domestique : hôtellerie, restauration loisirs, services à la personne, loyers. **Ces difficultés de mesures participent toutefois à un diagnostic généralement tardif, retardant d'autant l'adoption de politiques économiques adaptées.**

Nocivité de la déflation

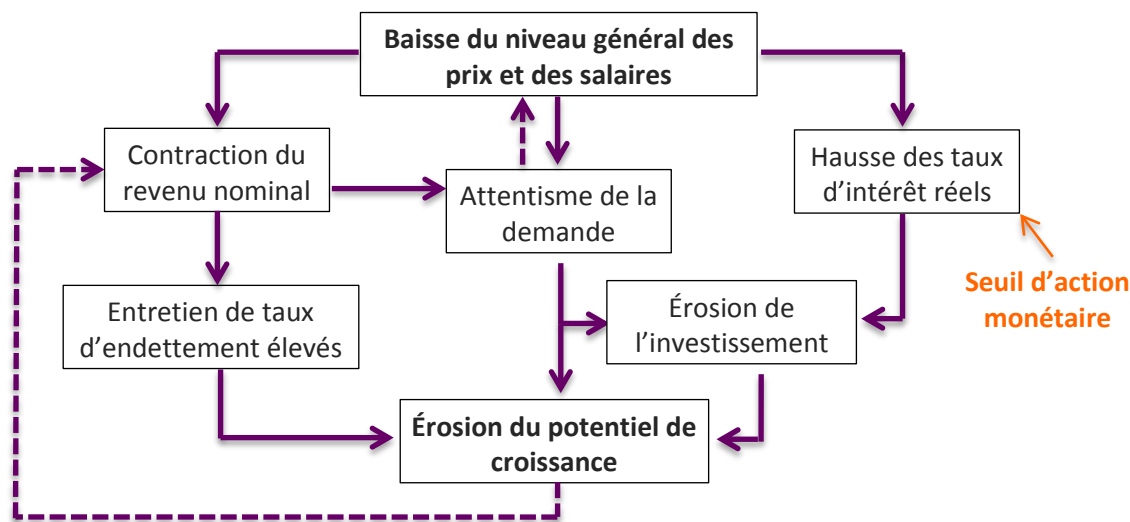
De prime abord positif, notamment par ses effets sur le pouvoir d'achat des ménages, le passage en territoire négatif des évolutions de prix induit des dysfonctionnements économiques qui en font tout le danger.

Perçues comme un moyen de compenser les effets d'un choc ou d'une défaillance économique, les baisses de prix sont souvent observées avec une certaine bienveillance en période de crise, quand, par ailleurs, les baisses de salaires peuvent être considérées comme un mal nécessaire pour retrouver, à terme, une situation assainie. **L'aboutissement de la déflation est en réalité très éloigné de ces vertus curatives supposées.** Ceci du fait principalement des mécanismes simultanés suivants :

- 1- En abaissant le niveau des rémunérations, ou celui des transferts sociaux, le rapport de la dette aux revenus se trouve mécaniquement gonflé. **L'a déflation aggrave le surendettement et ses conséquences négatives sur la demande.**
- 2- Le loyer de l'argent au secteur non financier ne pouvant être négatif, **la baisse des taux d'intérêt n'a pas la capacité d'accompagner celle des prix en période de déflation. Ceci se traduit mécaniquement par une remontée des taux d'intérêt réels** qui rend l'endettement plus coûteux et dégrade la solvabilité des agents.
- 3- L'anticipation d'une baisse prolongée du niveau des prix, tend à figer le comportement de dépense des consommateurs qui, dans l'attente de prix plus avantageux, décalent leurs achats dans le temps. **La déflation tend donc à entretenir la déprime de consommation dont elle est à provient.**
- 4- La décision d'investir par un chef d'entreprise étant fonction de la rentabilité escomptée, elle-même déterminée par : 1- les perspectives de demande, 2- celles des prix futurs et, 3- par le coût du capital, **la déflation nuit considérablement au développement de l'investissement** qui serait nécessaire pour reconstruire les bases d'une croissance future.

La déflation est donc synonyme d'appauvrissement structurel, allant de pair avec une élévation du taux d'endettement public, résultat des tendances combinées : 1- du rétrécissement nominal du produit intérieur brut lié à l'effet prix, 2- de l'érosion du socle de croissance réelle, donc des ressources fiscales 3- de la difficultés d'indexer les dépenses publiques à une baisse des prix.

Trappe déflationniste



Des efforts compétitifs vains, le cas japonais

L'idée qu'une impulsion extérieure, généralement attendue d'une meilleure compétitivité, puisse permettre d'éviter ces enchaînements dévastateurs est assez largement erronée. L'entretien d'un excédent des comptes courants provoqué par l'anémie de demande domestique, tendant à faire s'apprécier la valeur nominale de la devise, l'avantage compétitif susceptible de naître de la baisse des prix relatifs est précaire, aisément absorbé par l'appréciation du taux de change. Même dans le cas du Japon dont les exportations ont bénéficié d'un contexte international très porteur tout au long des années de déflation, la croissance des exportations n'a pu interrompre la spirale à la baisse des prix domestiques. **Après seize années de déflation, le Japon est en proie à une situation inextricable –croissance anémique, envolée de la**

dette publique (225% du PIB), entretien du surendettement des ménages (123% de leur revenu)- dont l'illustration la plus criante est peut-être celle de la trajectoire du bilan de la Banque centrale, passé de 10 % du PIB avant l'entrée en déflation début 1997, à 30 % en 2005 et aujourd'hui 53 %.

État des lieux en zone euro

La zone euro présente de nombreux risques de déflation :

- **La destruction de richesse depuis la crise immobilière et financière de 2008**, soit un déficit de croissance de 12 % par rapport à ce qu'aurait été la poursuite de la tendance d'avant crise.
- **Des politiques budgétaires d'une rare sévérité, qui ont coûté jusqu'à 3,9 % du PIB potentiel de la zone euro** entre 2010 et 2013.
- **Un accompagnement monétaire insuffisant** et systématiquement trop tardif pour compenser l'ampleur du choc budgétaire et fiscal.
- **Une imbrication particulièrement élevée des économies de l'union monétaire**, propice à la propagation et à la démultiplication des chocs à l'échelle régionale et à **l'entretien d'une spirale régionale éminemment dépressive** qu'alimentent, dans un contexte de déprime du commerce mondial, les politiques compétitives.

Les racines déflationnistes de la zone euro sont donc profondes et largement entretenues par l'orientation de la politique économique privilégiée ces dernières années. Ajoutons à ce constat, la configuration démographique d'une Europe rapidement vieillissante et, on l'aura compris, le cas de la zone euro ressemble à s'y méprendre à celui du Japon.

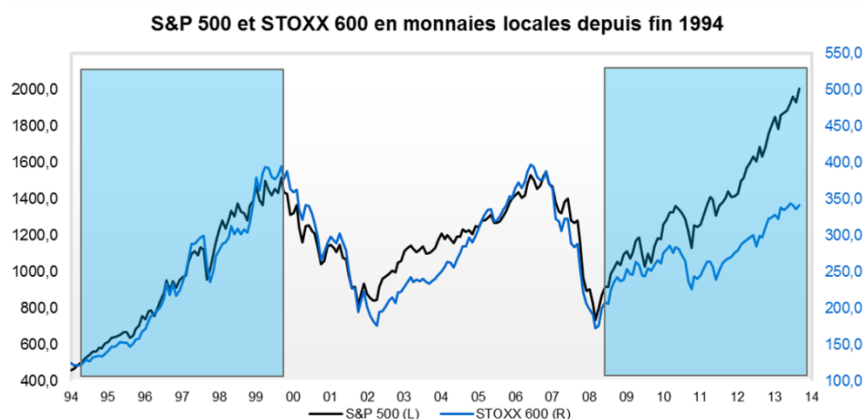
Véronique RICHES-FLORES
contact@richesflores.com

* * *

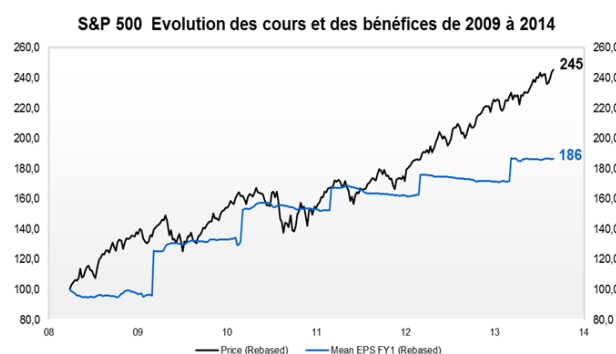
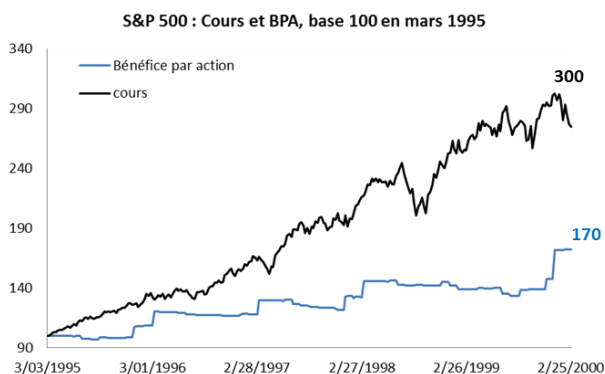
Le cycle haussier des marchés financiers depuis 2009 : un parallèle avec 1995-2000

Le « mètre étalon » des marchés d'actions, le S&P 500, vient de passer le cap des 2000. C'est un plus haut historique qui vient de tomber...

Ainsi, depuis la crise de 2008-2009 et les annonces des mesures d'exceptions prises aux USA, le cours des actions ne cesse de monter depuis 5 ans. L'ivresse des sommets ne doit pas empêcher la réflexion et l'analyse ; elle doit, au contraire, la stimuler. Ainsi, la comparaison du cycle actuel avec celui qui a marqué la période 1995 - 2000 est très tentante... A l'époque, postérieurement au « krach obligataire » qui avait marqué l'année 1994, l'indice S&P avait enchaîné les hausses, dépassé ses plus hauts historiques, et culminé à la mi 2000 dans ce que l'on avait appelé « la bulle internet ». Les deux années qui ont suivi 2000 ont été moins glorieuses... Faut-il craindre un « remake » pour 2015 et 2016 ?

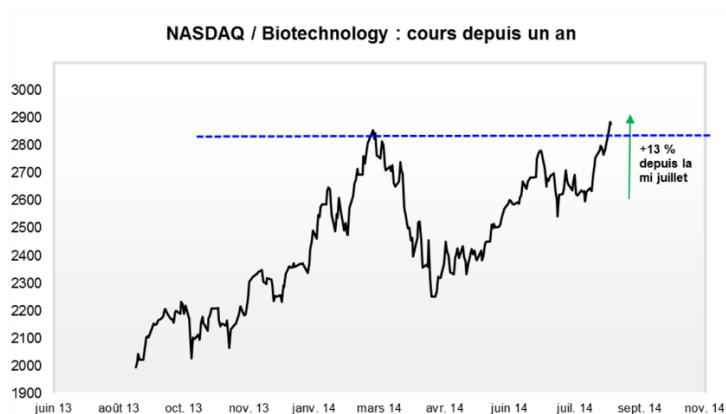
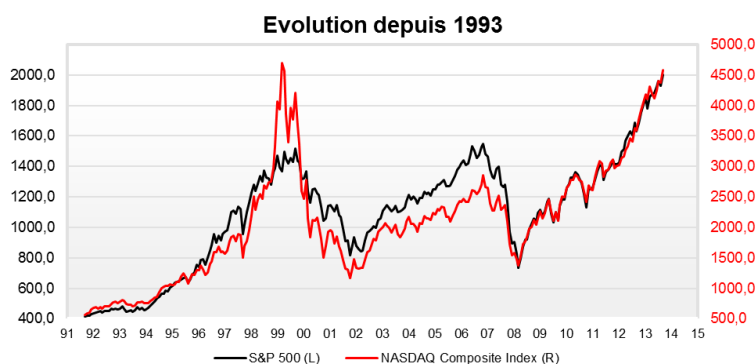


Les ressemblances entre les deux cycles existent. Comme en 1999 et 2000, les cours sont tirés vers le haut par le renchérissement des PER. Les investisseurs acceptent progressivement des ratios d'évaluation de plus en plus élevés. En d'autres termes, les cours croissent plus vite que les bénéfices. C'est vrai pour le cycle 2009-2014 : c'est une première ressemblance...



Source : VALQUANT et FACTSET

Les investisseurs ont leurs « lubies », ils transforment en plus-values virtuelles et bien réelles pour ceux qui prennent leurs bénéfices, leurs rêves les plus fous, les business models les plus incertains. Cela fut vrai bien sûr en 1995-2000, avec la « bulle internet », c'est vrai aujourd'hui, avec ce que l'on pourrait appeler « la bulle biotech »... C'est une deuxième ressemblance.

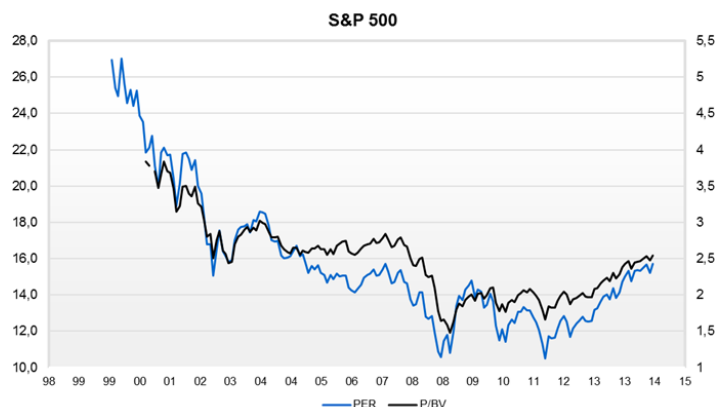


Source : VALQUANT et FACTSET

En 1995-2000 comme en 2009-2014, le leadership des USA est finalement évident. Il est critiqué, contesté, mais il est évident. Aujourd'hui, la guerre contre la déflation est menée partout dans le monde développé. Le seul pays à remporter des victoires, c'est les USA ; le Japon a perdu la bataille des Abenomics (la hausse de la TVA d'avril a tué la croissance) ; en Europe continentale, la BCE fourbit ses armes, mais la bataille promet d'être très rude... et incertaine. En 1995-2000, la croissance américaine avait déjà tiré celle de l'Europe et du monde. Au tournant du siècle et du millénaire, le Congressional Budget Office avait planifié la disparition de la dette publique américaine, en raison des excédents budgétaires importants de l'époque Clinton 2. Aujourd'hui, la triple reconquête américaine (énergétique, industrielle et de la construction immobilière) fait rêver le monde entier. Le Nouveau Monde, aux yeux des investisseurs, est toujours la référence. C'est une troisième ressemblance dans les deux cycles.

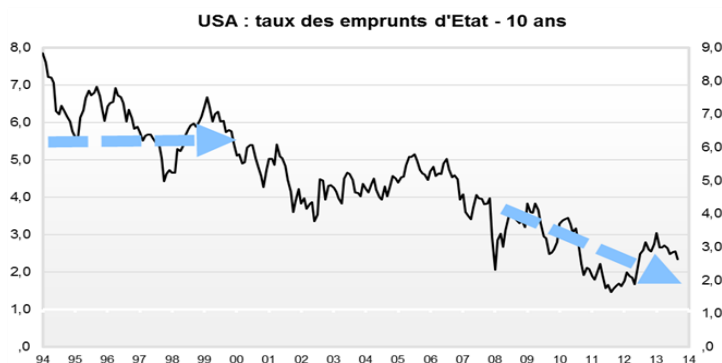
Si les ressemblances existent, les différences sont plus fondamentales, à notre avis...

Même si les ratios d'évaluation se sont tendus significativement au cours des 18 derniers mois de chaque cycle, il est évident que le **niveau** de l'évaluation est beaucoup plus faible aujourd'hui, en 2014, qu'en 2000 ; les multiples de capitalisation des bénéfices anticipés, comme des fonds propres, sont au moins un tiers inférieurs aujourd'hui...



Source : VALQUANT et FACTSET

Dans le cycle actuel, les niveaux Les taux d'intérêt sont aussi très sensiblement inférieurs, nominaux comme réels, et surtout ils ont tendance à baisser en fin de cycle, ce qui démontre la différence majeure de contexte entre les deux périodes. En 2000, des relents de risque inflationniste avaient affecté les rentabilités obligataires. Aujourd'hui, le risque déflationniste rode et fait chuter les taux obligataires malgré l'amélioration progressive de la conjoncture... C'est une immense différence entre les deux cycles...



Source : VALQUANT et FACTSET

Au total, si les deux cycles peuvent être comparés, nous considérons que nous avons à faire actuellement à une phase haussière très différente. La guerre mondiale contre la déflation va vivre une bataille décisive en Europe. Même si son issue est incertaine, nous pensons qu'elle sera gagnée avec le renfort notamment des « Draghinomics » (politique monétaire offensive, associée à une relance budgétaire européenne) ; ainsi les années 2015 et 2016 ne devraient pas ressembler aux années 2011 et 2012, de sinistre mémoire...

Eric GALIEGUE,
3 septembre 2014

* * *

Il est temps de ré-enchanter le rêve de la gestion

Dans la tradition biblique, à 7 années de difficultés devraient succéder 7 années d'abondance !

Pour les 7 années de vaches maigres, nous avons été servis : une collecte française en berne, une fiscalité de l'épargne toujours plus lourde et assortie d'un ensemble d'exemptions ou d'incitations illogique et donc incompréhensible et inefficace, des régulateurs et législateurs, en particulier européens, animés d'un zèle qui leur a fait confondre la nécessaire réorganisation d'une collection de règles dont la crise avait montré les failles, avec un concours visant à faire adopter le maximum de directives ou de règlements dans le minimum de temps sans prendre la précaution d'en vérifier la cohérence, l'efficacité, et la pertinence au regard des intérêts de l'industrie de notre continent.

L'AFG du coup a passé une grande partie de son temps et de son énergie à « défendre », texte de loi par texte de loi, décret par décret, directive par directive. C'est globalement peu exaltant d'autant que les victoires obtenues ne sont que des « encore pires » qui ont pu être évités et, par construction, ne sont ni visibles ni valorisantes.

Cette situation est par ailleurs accentuée en France dont les spécificités en matière de fiscalité de l'épargne ou d'atonie de la collecte de produits longs et risqués ne se retrouvent nulle part dans le reste de l'Europe.

En 2013 nous avons été le seul pays dont les fonds ont décollecté, quelle que soit la classe d'actifs sur laquelle ils étaient investis. Le résultat est une perte de part de marché de la France qui n'a plus, dans la gestion de fonds, la primauté qu'elle avait.

Se lamenter ne faisant pas partie du vocabulaire des sociétés de gestion, elles ont été chercher à l'international les encours qu'elles ne trouvaient plus sur leur marché domestique. De nombreux succès ont récompensé cette démarche et ont permis de renforcer et compléter leur image de professionnalisme. Elles ont également mesuré l'âpreté de la lutte concurrentielle qui se livre sur les marchés du grand large et mieux intégré l'impératif d'excellence et la nécessité d'innovation qui s'imposent si l'on veut être reçu, écouté et sélectionné.

Dès lors, la période qui s'ouvre maintenant peut être regardée avec davantage de confiance.

D'abord en cherchant à tirer le meilleur parti des réglementations nouvelles, que ce soit les directives AIFM, qui conforte l'architecture gestionnaire/dépositaire en vigueur depuis longtemps en France et ouvre de nouvelles perspectives grâce à un paysage mieux codifié, ou même Mif, qui va obliger les sociétés de gestion et leurs distributeurs à repenser la logique de leurs relations avec leurs clients et le marketing de leurs produits, pour mieux les relancer.

Ensuite, en investissant le champ laissé par les banques dont la part dans le financement de l'économie et d'entreprises va progressivement baisser dans toute l'Europe continentale sous la contrainte des nouveaux ratios de liquidité auxquels elles vont être soumises.

Cela passe par la mise en place de nouveaux instruments techniques et de nouveaux produits d'épargne qui permettront une adéquation plus directe entre les projets à financer et les souhaits des investisseurs : que ce soit dans le coté ou dans le non coté, de nombreuses initiatives ou évolutions sont intervenues depuis un an qui vont permettre au marché de mieux jouer son rôle d'intermédiaire.

Enfin, en saisissant chaque occasion de redire que la solution au financement des retraites ne peut passer en France, comme ailleurs, que par la mise en place de produits d'épargne de de long terme collectifs aussi bien qu'individuels, seuls à même de constituer le troisième étage capable de garantir la pérennité du système. Dans les autres pays d'Europe, les incitations fiscales à l'épargne, quand il y en a, sont réservées à ce seul type de produits.

Les encours ainsi constitués permettront à l'industrie de la gestion de travailler davantage et de mieux démontrer son utilité dans un monde de plus en plus complexe et globalisé, où les choix d'allocation d'actifs demandent l'aide de professionnels.

Si telles sont les perspectives qui s'ouvrent à la gestion, alors, sans aller jusqu'à parler de rêve ou d'enchantement, il sera au moins possible de parler de croissance et de développement, au service des épargnants et du bon financement de notre économie.

Paul-Henri de LA PORTE DU THEIL
Président de l'Association Française de la Gestion financière

* * *

Investisseurs de long terme, soutiens structurels de l'économie réelle

Septembre 2014 a vu s'ouvrir aux institutions de prévoyance et aux mutuelles d'assurances les dispositions de la Loi du 8 août 2013, initialement prévues pour les sociétés relevant du Code des Assurances.

Désormais, tous ces investisseurs ont la possibilité de consacrer jusqu'à 5% de leurs actifs à des portefeuilles de prêts aux PME et ETI. Cette disposition a pour ambition de lancer véritablement le marché des instruments de dettes des entreprises non cotées. Il s'agit de tirer parti du dynamisme économique des petites et moyennes entreprises, et de leur permettre de trouver de nouvelles sources de financement, à une période où les évolutions réglementaires de Bâle restreignent l'accès aux prêts bancaires.

Le calcul initial est simple. Orienter 5% des 2 000 milliards d'euros d'actifs des assureurs, c'est offrir aux entreprises jusqu'à 100 milliards de capacités d'emprunts supplémentaires. Si les grandes entreprises ont l'assise pour faire appel public à l'épargne, via le marché obligataire, c'est une véritable manne pour les ETI, qui peinent à financer leur développement.

Mais les obstacles sont nombreux à la mise en œuvre opérationnelle de cet ambitieux programme de contribution des investisseurs de long terme au financement du tissu industriel français.

Les premières limites sont réglementaires, même si on peut considérer que le traitement de cette nature d'actifs par la Directive Solvabilité II est relativement favorable. Simplement, la Loi du 8 août 2013 fixe un cadre strict pour les assureurs qui souhaitent investir en direct sur des prêts à l'économie. C'est légitime en termes d'analyse et de contrôle des risques, mais contraignant et coûteux : de fait, seuls des assureurs de taille significative se sont déjà positionnés sur la classe d'actifs.

Si certaines sociétés de gestion d'actifs proposent des produits collectifs, le choix du véhicule d'investissement est majeur, et la délégation de gestion n'affranchit pas l'institution d'un contrôle rigoureux des sous-jacents.

Le second obstacle est lié à l'activité même des compagnies d'assurance. Les actifs sont investis en représentation des engagements réglementés. Dans le domaine de l'assurance-vie, l'allocation d'actifs doit dégager le rendement nécessaire pour servir aux assurés ce qui leur est contractuellement promis, avec, en outre, la nécessité de faire face à l'option gratuite de rachat à tout moment données aux détenteurs des contrats en Euros.

C'est le différentiel entre le rendement des actifs obligataires et le taux à servir au passif qui donne l'opportunité aux assureurs de se diversifier sur des actifs risqués.

Or, de manière presque paradoxale, les prêts à l'économie relèvent des actifs risqués : certes, il s'agit d'un produit de taux, au même titre qu'une obligation non cotée. Mais ni le taux de rémunération futur, ni l'échéance finale ne sont certains à l'origination du prêt, l'engagement contractuel initial faisant très souvent l'objet de renégociations, en fonction de l'évolution de la situation de l'entreprise. Le Code des Assurances a intégré cet élément en classant les prêts à l'économie en R 332-20, et non pas en R 332-19, comme les actifs amortissables.

Ainsi, les prêts à l'économie sont-ils complexes à intégrer dans une modélisation actif-passif.

Le dernier obstacle est technique. Le suivi opérationnel, dans les bases de données financières et comptables, nécessite un traitement spécifique.

Mais le problème majeur concerne le sourcing. Les assureurs qui ont déjà initié des opérations de prêts à l'économie ont mis en place un processus très strict de sélection des dossiers. Investir, c'est certes participer au financement des entreprises, mais c'est surtout espérer un retour sur investissement, et tenter d'éviter le risque de défaut. L'analyse crédit des dossiers en amont de l'investissement est donc très

rigoureuse. Il est peu probable qu'une société qui n'aurait pas obtenu de prêts bancaires puisse bénéficier d'un crédit plus facile chez un assureur.

En conséquence, les montants levés sur cette classe d'actifs sont encore très faibles. Et la montée en charge sera lente.

La Loi du 8 août 2013, et son extension de septembre 2014 ont surtout rappelé combien les assureurs, institutions de prévoyance et mutuelles sont structurellement des investisseurs de long terme et des acteurs de toujours au soutien de l'économie réelle.

Parce qu'ils sont détenteurs d'un poids important d'emprunts d'Etat, les investisseurs institutionnels concourent à la gestion de la dette de l'Etat français. Les flux acheteurs qu'ils drainent contribuent à maintenir des taux bas, attractifs pour l'émetteur qu'est l'Etat.

Parce qu'ils sont des actionnaires de référence de nombreuses sociétés du CAC 40, ou de l'Eurostoxx, les investisseurs institutionnels sont les garants d'un actionnariat stable pour ces grandes entreprises, qui se savent soutenues dans leur plan de développement.

Les nouvelles orientations visent à permettre au tissu national de PME et d'ETI de trouver plus facilement des financements : sous forme de crédits, via les prêts à l'économie, et sous forme de capital, via le capital-investissement.

Les investisseurs de long terme sont à l'écoute et sont prêts à répondre à ces attentes.

Mais cela ne se fera pas au détriment du contrôle des risques financiers. Le cadre strict que chaque institutionnel s'impose depuis de nombreuses années sur le processus d'investissement ne sera pas assoupli pour faciliter les souscriptions de prêts à l'économie. Ce d'autant moins que la Directive Solvabilité II exige de tous un calcul des fonds propres nécessaires à la couverture des risques gérés par les assureurs.

Sylvie MALECOT

Achévé de rédiger le 18 septembre 2014

* * *

L'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution en 2014

« Avant de vous parler de 2014, quelques mots sur l'année 2013 qui a été celle du retour à une « normalisation » progressive de l'environnement économique et financier, notamment en zone euro. Des progrès importants ont été réalisés pour renforcer la stabilité et la cohérence de l'union économique et monétaire — en particulier les avancées vers l'union bancaire — sur lesquelles je vais revenir.

Pour l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), 2013 aura été l'année du changement de deux principaux responsables du Secrétariat général avec Édouard Fernandez-Bollo, nommé secrétaire général, et Sandrine Lemery premier secrétaire général adjoint.

Pour vos entreprises, 2013 aura aussi permis de poursuivre les efforts engagés pour préparer l'entrée en vigueur des nouvelles réglementations — bancaires et assurancielles — tout en restant compétitifs dans un monde qui ne cesse d'évoluer.

À l'ACPR, 2014 sera l'année de la confirmation de ces avancées et de l'affirmation d'un système financier français robuste, capable de soutenir une croissance plus dynamique. Le financement adéquat de la reprise économique sera en effet absolument clé en 2014. Et j'espère d'ailleurs que les réformes annoncées — qui sont cruciales pour notre économie et pour l'emploi — pourront être mises en œuvre rapidement et commencer à porter leurs fruits dès cette année.

Quelles vont être les principales priorités de l'ACPR en 2014 ?

Réussir la transition vers l'union bancaire européenne

La grande avancée de la fin de l'année 2013, c'est la concrétisation du projet d'union bancaire européenne. Les mots et les idées se sont désormais transformés en actes avec la supervision de toutes les banques par la Banque centrale européenne. Et c'est une performance qui mérite d'être soulignée. Dans moins d'un an maintenant, le Mécanisme de supervision unique, avec Danièle Nouy à sa tête, ce dont je me félicite, sera en place à Francfort et treize groupes bancaires français seront directement sous sa supervision, en coopération étroite avec l'ACPR.

D'ici là, un challenge terriblement ambitieux devra avoir été relevé : celui de la revue préalable, en moins de six mois, de l'ensemble des actifs bancaires. Vous connaissez l'idée sous-jacente : il s'agit de faire démarrer la supervision unique sur des bases transparentes et robustes et de restaurer ainsi la confiance des investisseurs et des marchés dans le système bancaire européen. C'est un chantier sans précédent qui requiert un engagement total de la part, à la fois, des régulateurs et des entreprises ; pour l'ACPR, le premier semestre sera entièrement consacré au *balance sheet assessment* et mobilisera toutes les équipes de contrôle bancaire, appuyées sur des consultants externes, qui relèveront ensuite, en novembre 2014, de la supervision européenne. C'est un exercice important qui doit permettre de clarifier les doutes éventuels sur la stabilité des banques européennes.

Adapter l'environnement réglementaire et économique des banques et des assurances

Pour les banques, une nouvelle ère s'est ouverte le 1^{er} janvier 2014 avec l'entrée en vigueur officielle du *package CRD 4 (capital requirements directive)*. Les établissements bancaires se sont largement préparés en amont, en termes de solvabilité et de liquidité notamment. Mais ces adaptations doivent, bien entendu, être poursuivies cette année et tout au long du calendrier prévu.

Le travail normatif ne s'arrête pas avec CRD 4 et de nombreux chantiers sont encore en cours. Au total, les efforts d'adaptation sont encore considérables. Les régulateurs veilleront autant que possible à ce que les réglementations nouvelles remplissent bien leur objectif premier, qui est de trouver le bon équilibre entre la robustesse du secteur financier et sa capacité à financer efficacement l'économie. Les ajustements actés à Bâle, qui concernent non seulement le ratio de levier, mais également les ratios de liquidité et de transformation témoignent, je crois, de cette préoccupation.

Pour le secteur de l'assurance, l'accord du trilogue sur Solvabilité 2 en novembre dernier a permis de clarifier les choses. Les mois qui viennent devraient être marqués par la finalisation des mesures dites « de niveau 2 », la publication de la directive Omnibus 2, puis sa transposition en droit français.

La priorité pour 2014 est donc évidente : il faut poursuivre votre préparation. L'ACPR y veillera d'ailleurs très concrètement :

- dans le prolongement de ce qui a été fait en 2013, l'ensemble des organismes soumis au futur régime prudentiel seront sollicités à nouveau pour participer à un exercice de collecte des états de *reporting* Solvabilité 2 (au format XBRL (*extensible business reporting language*) à partir de cette année) ;
- un exercice préparatoire à Solvabilité 2 sera également mené, au cours duquel sera évaluée votre conformité au regard des exigences de la norme, à l'horizon de son entrée en application (2016). Serez-vous globalement proches de 100 % ?
- En matière de gouvernance, la remise à l'ACPR d'un ORSA (*own risk and solvency assessment*) préparatoire en 2014 vous permettra de mettre en place un processus d'analyse des risques conforme aux recommandations de l'EIOPA (European insurance and occupational pensions Authority). Mais le plus important est devant nous avec la révision du *corpus* de règles régissant la gouvernance des établissements, point sur lequel la France est très décalée par rapport aux exigences de Solvabilité 2 et très en retard par rapport aux autres pays ;
- de même, les travaux sur les modèles internes doivent se poursuivre même si les validations ne seront prononcées qu'en 2015 ;
- enfin, tous ces dispositifs seront complétés par des tests de résistance orchestrés par l'EIOPA au printemps 2014.

Au-delà de ces aspects réglementaires, l'environnement de taux durablement bas et de risques persistants, liés notamment au niveau de la reprise dans les principales économies, restera exigeant pour les banques et les assurances en 2014. Dans ce contexte, il convient donc de rester vigilant. En particulier, les établissements bancaires doivent poursuivre leurs efforts d'optimisation de leurs bases de coûts et les assureurs doivent rester attentifs à la maîtrise de leur rentabilité technique à travers une tarification prudente, notamment sur certaines branches d'assurance de particulier (automobile, habitation) affectées par une dérive de la sinistralité ou par des modifications législatives.

Accompagner les opportunités de croissance par le financement de l'économie

D'abord, le financement adéquat de la reprise économique sera absolument clé en 2014.

J'observe comme vous avec satisfaction que, en 2013, la France a été le seul grand pays d'Europe où le crédit bancaire s'est maintenu, notamment en faveur des petites et moyennes entreprises (PME). Il faut d'ailleurs mentionner l'action de la Banque publique d'investissement qui a contribué efficacement à ce résultat.

Cela étant, le niveau reste bas et certains secteurs attirent régulièrement l'attention, de même que celui des crédits de trésorerie aux PME et aux entreprises de taille intermédiaire (ETI) dont l'évolution au dernier trimestre 2013 est préoccupante, avec une hausse significative des refus de nouveaux crédits. Il est très important que les trois millions de très petites entreprises disposent d'un accès approprié au crédit. Elles représentent 20 % des effectifs salariés et de la valeur ajoutée en France.

À cet égard, la Banque de France a activement contribué aux travaux de la place qui se sont déroulés en 2013 pour favoriser le développement des ETI, en facilitant leur accès aux marchés de capitaux, aussi bien pour leurs besoins de court terme, à travers les billets de trésorerie, que pour leurs besoins de long terme, avec les placements privés (une charte, élaborée avec l'ensemble des parties prenantes, devrait très prochainement faciliter leur développement). Je rappelle également, pour mémoire, les nouvelles possibilités de financement des entreprises par les assureurs qui devraient se concrétiser rapidement.

Mettre en place la nouvelle mission de l'ACPR : la résolution

L'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) est devenue, depuis le 28 juillet 2013, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Elle dispose désormais de nouvelles missions relatives à la prévention et à la résolution des crises bancaires.

Ainsi, les établissements de crédit et les entreprises d'investissement (à l'exception des sociétés de gestion de portefeuille) dépassant un seuil de bilan fixé par décret, devront élaborer et communiquer à l'ACPR un **plan préventif de rétablissement** prévoyant, en cas de détérioration significative de leur situation

financière, les mesures envisagées pour leur rétablissement. Ce plan préventif devra donc être actualisé au moins une fois par an, ainsi qu'à chaque modification significative de son organisation ou de ses activités. L'ACPR établira, de son côté, un **plan préventif de résolution** prévoyant les modalités d'application des mesures de résolution spécifiques à un établissement.

Afin d'assurer ses nouvelles missions, l'ACPR a été dotée d'un collège de résolution de six membres :

- le président du collège, Christian Noyer,
- le sous-gouverneur désigné, Robert Ophèle
- le président de l'Autorité des marchés financiers, Gérard Rameix,
- le directeur général du Trésor ou son représentant, Delphine d'Amarzit,
- le président du Fonds de garantie des dépôts, Thierry Dissaux et
- le président de la chambre commerciale de la Cour de cassation.

La loi précise les mesures de résolution qui pourront être prises par le collège. Toutefois, le texte renvoie à des mesures réglementaires d'application sur plusieurs points qui conditionnent l'entrée en vigueur effective du dispositif.

La loi a également créé une direction très particulière au sein du secrétariat général de l'ACPR : le directeur de la Résolution, actuellement Dominique Laboureix, est nommé par le ministre de l'Économie et des Finances sur proposition du gouverneur et il rapporte directement au Collège de résolution, en lieu et place du Secrétaire général (qui reste, bien entendu pour les collèges de supervision). La construction juridique de la loi de 2013 vise ainsi à assurer la séparation des deux activités (supervision et résolution) tout en conférant aux équipes de l'ACPR une capacité opérationnelle à travailler conjointement.

Enfin, pour mémoire, le 10 juillet 2013, la Commission européenne a rendu public un projet de règlement relatif à la mise en place d'un mécanisme de résolution unique, dans le cadre de la construction de l'union bancaire européenne. Celui-ci fait encore actuellement l'objet de négociations entre États avec, pour objectif, un accord pour la mi-2014.

Poursuivre les autres missions de l'ACPR

Pour éviter toute ambiguïté, je voudrais rappeler que demeurent de la responsabilité de l'ACPR la totalité des missions d'assurance et certaines missions bancaires non transférées à Francfort, comme la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (LCB-FT), le contrôle des pratiques commerciales, la résolution bancaire (jusqu'à nouvel ordre), les sanctions, le respect des règles de séparation des activités bancaires (loi de juillet 2013) et les règles d'Emir (*European market infrastructure regulation*).

En matière de **blanchiment**, notre effort portera sur les nouvelles dispositions de la loi bancaire visant à faciliter le contrôle, dans un contexte international et sur une base consolidée, des dispositifs mis en œuvre au sein des groupes pour leurs activités à l'étranger.

Le **contrôle des pratiques commerciales** se poursuivra en privilégiant les contrôles relatifs à la commercialisation des crédits, aux frais bancaires et taux des découverts dans le secteur bancaire et, pour le secteur des assurances, le devoir de conseil, les contrats d'assurance-vie non réclamés et l'assurance-emprunteur.

Le **pôle commun ACPR-AMF**, pour sa part, vérifiera que le marché prend bien en compte nos recommandations et positions et étudiera en particulier les conséquences des techniques de rémunération des commerciaux sur les pratiques commerciales.

La **participation à l'évolution du cadre réglementaire** sera encore soutenue, notamment dans le cadre des travaux de transposition de CRD 4 et de Solvabilité 2, de l'adaptation du cadre juridique sur le financement participatif et de la loi Hamon en matière de pratiques commerciales.

C'est donc une année encore très chargée et très motivante qui nous attend. Elle sera, je l'espère, l'occasion d'échanges fructueux avec le marché pour renforcer une bonne discipline tout en continuant à privilégier en même temps la prévention dans le contrôle prudentiel.

Je vous remercie pour votre attention. »

(Intervention de Jean-Marie LEVAUX - Petit-déjeuner organisé par le Centre des Professions Financières)
12 février 2014

* * *

Billet

« Les Assises du Financement et de l'Investissement »

L'Investissement et le Financement de l'économie sont bien en « cour », il y a une bonne finance.

Le 15 septembre, les bruits de l'intervention militaire en Irak ont laissé très peu de place, dans la presse, à cette réunion tenue au Palais de l'Élysée, en présence d'entrepreneurs et de représentants de la communauté financière.

Domage, cela a pourtant été une belle occasion de remettre en perspective, entre autres, quelques axiomes de base :

- L'Entreprise est le pivot de la création de l'emploi.
- L'allocation de l'épargne domestique est un enjeu majeur.
- Les investisseurs institutionnels (caisses de retraite incluses) et les particuliers peuvent être des financeurs stables sur le long terme.

Suivant de peu le « Comité de Place » réinstauré par Michel Sapin, au début de l'été, il a permis de faire passer des messages. Il n'y a pas que des problèmes de financement des entreprises :

La question du coût de l'emploi, des taux de marge, de la nature de la demande, de l'exportation est aussi importante que celle de la bonne compréhension du rôle des différents maillons de la chaîne : épargnants, intermédiaires, analystes indépendants, gérants d'actifs, émetteurs.

Dans ce contexte budgétaire tendu, l'évolution de notre « modèle » social et le poids de la Fonction Publique ne peuvent être repensés sans des études d'impact approfondies et une mise en perspective des transitions numériques, énergétiques mais aussi démographiques.

Parmi les nombreux sujets évoqués, ces « Assises » ont permis de dégager des priorités concrètes :

Remettre à l'endroit la fiscalité de l'épargne et notamment recalibrer celle de l'épargne salariale.

Rendre lisibles aux yeux des épargnants les très nombreux produits existants, (expliquer le niveau de subvention de l'épargne court terme des ménages n'aurait pas été inutile).

Relancer une titrisation mieux maîtrisée : transparente et sécurisée dont les règles de surveillance ne peuvent se concevoir que coordonnées au niveau européen et international,

Mais aussi... aider au financement de logements intermédiaires...

L'objectif sous-jacent est bien de rééquilibrer les règles du jeu, c'est à dire :

Trouver des conditions suffisantes au maintien, en France, des sièges sociaux des grands groupes français ainsi que des filiales des groupes étrangers.

Libérer banques et intermédiaires financiers de l'hypothèque posée par le projet européen de T.T.F., celui-ci détournerait certains investisseurs étrangers de produits financiers émis ou gérés en France.

Veiller à renforcer la compétitivité de nos acteurs économiques en évitant déjà, qu'elle ne soit trop entravée par une accumulation de règles prudentielles ou fiscales, pas toujours cohérentes entre elles et qui ne font que le bonheur des grands pays concurrents.

« Assises » signifie également « fondation ». Dans le bâtiment, des fondations solides, souvent immédiatement plus coûteuses, permettent d'espérer construire pour le long terme. L'investissement financier, en général, vise lui aussi par nature, le long terme. Il a besoin de règles du jeu lisibles et stables concernant les champs de l'investissement public, européen (« Plan Junker Europe 2020) et national y compris celui de ses bras armés que sont la Caisse des Dépôts et la BPI et celui de l'investissement privé, ce dernier devant, *in fine*, prendre les risques entre autres :

- Du développement de champions de la nouvelle économie.
- Du financement des infrastructures et des mutations énergétiques

- De l'irrigation en capital et en crédits des PME et des ETI.

Pour relancer la croissance de court terme, stimuler la croissance à long terme, et favoriser la transition énergétique, cette démarche des « Assises » ne peut, par principe, que viser à restaurer la confiance et à rappeler l'importance vitale du maintien en capacité d'investissement des entreprises, des particuliers, des banques, des sociétés de gestion, des institutionnels qui ont des engagements de passifs longs, il en existe encore !

Belle occasion d'en appeler à Antoine de Saint Exupéry : « L'avenir n'est jamais que le présent à mettre en ordre, tu n'as pas à le prévoir mais à le permettre. »

Jean-Pierre MAUREAU
Président du Club des Investisseurs du Long Terme du CPF
24/09/2014