



LE FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Août 2015

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

RAPPORTEURS ADJOINTS

Laurent Guerin

Alban Hautier

Le financement de l'investissement des entreprises

Rapport d'étape

INTRODUCTION

Au milieu de tous les débats controversés de politique économique, le soutien à l'investissement s'impose singulièrement comme une priorité partagée. Il réunit en effet les diverses écoles économiques - des théoriciens de l'offre jusqu'aux keynésiens -, la quasi-totalité des forces politiques, et désormais l'ensemble des pays développés, y compris l'Allemagne autour du travail de la "commission Fratzscher" remis fin avril. L'investissement apparaît comme la condition pour transformer l'actuelle reprise conjoncturelle en croissance forte et durable. Il est une clé de la création d'emplois et du recul du chômage. Il contribuera à dépasser enfin les graves séquelles de la crise financière, et sortir de la crise économique et de la crise sociale qu'elle a entraînées.

La mission que m'a confiée le Premier ministre par lettre du 29 avril¹ s'inscrit dans cet impératif collectif, après que le Gouvernement ait annoncé un ensemble de mesures pour soutenir l'investissement, dont l'amortissement fiscal accéléré. Cette mission se concentre sur l'investissement des **entreprises**, par différence avec l'investissement des ménages - le logement, essentiellement - ou l'investissement public. Et parmi les divers obstacles ou leviers de cet investissement productif, le présent rapport est consacré au **financement**. Ce sujet est souvent vu comme très complexe - avec les négociations sur les nouvelles règles prudentielles comme Bâle 3 pour les banques ou Solvabilité 2 pour les assurances ; il a par ailleurs légitimement provoqué des discussions passionnées depuis la crise financière, y compris sur le positionnement des banques.

Beaucoup de rapports ont été écrits, sur chacun de ces dossiers pris séparément "en silo". La mission a utilisé ces documents, mais une des originalités de notre approche est de viser **une mise en perspective**, aussi simple et pédagogique que possible y compris pour des non-spécialistes² : il est en effet utile d'esquisser un « plan d'architecture », en partant des fondations que sont les besoins de l'investissement et des entreprises. La démarche allie d'abord la micro- et la macro-économie, le terrain des entrepreneurs et les travaux des économistes, puis éclaire la finance à partir de l'économie. A cette fin, la mission a mené une concertation large et pluridisciplinaire : près de cent-vingt rencontres³, avec des dirigeants d'entreprises de toutes tailles, des économistes, des décideurs et régulateurs publics, des professionnels du secteur financier, des responsables syndicaux. Ces différents acteurs ne sont pas toujours habitués à se parler entre eux, ce qui peut nourrir la défiance qui est un de nos maux collectifs. Leurs enseignements croisés, leurs convergences possibles, sont d'autant plus remarquables : que tous soient remerciés ici, y compris des contributions écrites que nombre d'entre eux ont remis à la mission. Celle-ci s'est déroulée en France et en Europe, pour permettre la comparaison avec nos voisins - notamment en Allemagne, Italie et Royaume-Uni -, et la

¹ Cf. lettre de mission en annexe 1.

² Nous mentionnons notamment les anglicismes, courants en matière financière, mais nous avons essayé au maximum d'utiliser leur équivalent français. Symétriquement, une traduction en anglais de la synthèse et des orientations, ainsi que de la table des matières, figurent aux pp 7 à 10 de ce rapport.

³ Cf. liste des personnes rencontrées en annexe 2.

discussion de nos enjeux européens communs, dont le projet "d'Union des marchés de capitaux" mis en avant depuis février par la Commission européenne.

De ces travaux ressortent un défi et une conviction. Le défi pour la France et l'Europe est d'assurer la bonne compatibilité du « **triangle de financement** », entre des attentes également légitimes mais en tension potentielle: des investissements plus innovants et donc plus risqués ; une épargne abondante mais prudente ; un système financier mieux sécurisé après la crise. La conviction est qu'une Union de financement et d'investissement efficace en Europe est porteuse de solutions, **si nous lui donnons bien trois ambitions** : diversifier les possibilités de financement des entreprises ; mieux mutualiser l'épargne en zone euro ; orienter davantage les épargnants européens vers le long terme.

Le présent rapport d'étape comporte en conséquence dix **orientations** pour l'action. Le rapport définitif qui sera remis à l'automne les précisera en recommandations. La mission a traité un champ déjà large, sur les différents types de financements dont les fonds propres, et sur la France comme sur l'Europe. Nous avons à l'inverse retenu deux frontières : d'abord ne pas faire de propositions en matière de fiscalité. Ce sujet est essentiel, mais pour cette raison même il requiert une approche dédiée. Il a déjà fait l'objet de plusieurs rapports notamment parlementaires, dont le travail important de Karine Berger et Dominique Lefebvre en 2013 sur la fiscalité de l'épargne. Et la priorité à court terme nous semble être à la stabilisation des règles. Par ailleurs, la mission a visé d'éviter toute création de procédures, guichets ou obligations nouveaux : ils sont déjà très nombreux.

Je tiens à remercier chaleureusement Laurent Guérin et Alban Hautier, rapporteurs très actifs de la mission. Nous avons été appuyés efficacement par les services de Bercy – Trésor, Insee, Services économiques à l'étranger -, comme par ceux de la Banque de France ; la qualité de nos administrations publiques reste un atout fort de notre pays. J'ai conduit personnellement cette mission en utilisant mon expérience professionnelle, d'engagement de vingt ans au service de l'État, puis d'années de banquier de détail, ainsi que d'enseignement de l'économie. Pour autant, ce rapport est marqué par la liberté qui est la mienne aujourd'hui, vis-à-vis tant d'un secteur financier auquel je n'appartiens plus, que des autorités publiques que je ne peux prétendre engager.

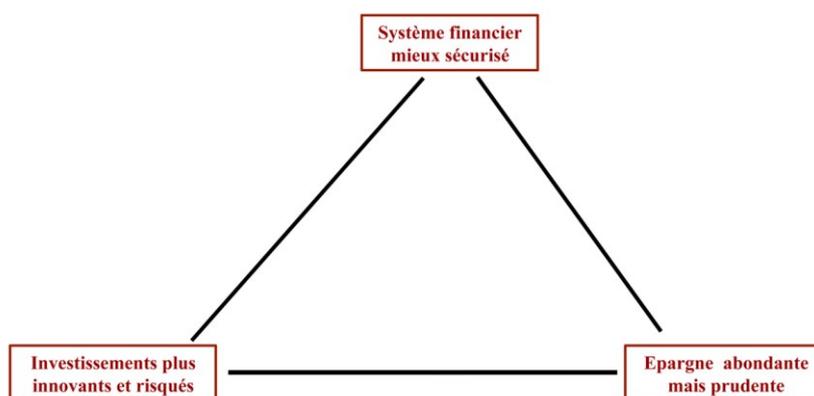
SYNTHESE D'ENSEMBLE ET ORIENTATIONS DU RAPPORT

1. Ce rapport rappelle d'abord une bonne nouvelle : **l'investissement des entreprises a mieux résisté à la crise en France qu'ailleurs en Europe**, et y reste plus élevé. Cet atout pour la croissance et l'emploi est pourtant peu perçu, car dans la reprise en cours, l'investissement français repart plus lentement qu'en Allemagne. Plus structurellement, notre investissement est **moins satisfaisant en qualité et en productivité** : beaucoup de construction, pas assez de machines-équipement - les mesures fiscales d'avril ont été ici bien ciblées -, pas assez d'innovation. Ce diagnostic appelle à poursuivre la mobilisation pour l'investissement, avec plusieurs leviers :

- En France comme partout ailleurs, ces leviers sont d'abord **économiques** plus que financiers. Les enseignements des économistes "macro" convergent fortement avec les motivations "de terrain". L'investissement ne se décrète pas, bien entendu ; il dépend non de la multiplication de guichets de financement, mais de très nombreuses décisions d'entreprises. Sont essentielles toutes les mesures d'abord augmentant la croissance attendue ou potentielle par des réformes structurelles, puis diminuant l'incertitude des entrepreneurs- dont la simplification et la stabilisation des règles-, et accroissant leurs perspectives de rentabilité. L'investissement des entreprises en France devrait ainsi connaître un mieux prudent d'ici fin 2015, de + 1 à 2 % en glissement annuel.

- Les taux d'intérêt bas sont bien répercutés dans les crédits aux entreprises, mais jouent donc un rôle surtout indirect, en favorisant la demande globale. Il faut cependant souligner qu'aux Etats-Unis en particulier, le maintien de "*costs of equity*" élevés - souvent à plus de 10 % - peut inciter aux rachats d'actions et dividendes, au détriment de l'investissement.

- **Les financements doivent avant tout évoluer dans leur nature**, face à des investissements qui doivent devenir plus "schumpeteriens" : l'immatériel, les entreprises en création ou en croissance rapide, ont besoin de prêts moins garantis, et de fonds propres. Une économie à la frontière technologique se finance moins par crédit classique qu'une économie en rattrapage. Cette dynamique éclaire **le défi central: la France et l'Europe ont à gérer trois attentes en tension potentielle**, entre (i) des investissements de plus en plus innovants et donc risqués (ii) une épargne abondante mais prudente (iii) un système financier mieux sécurisé après les crises graves de 2007-2011. Ce « triangle du financement » doit devenir un triangle de compatibilité.



2. L'examen de ce défi général du financement doit se faire aujourd'hui concrètement selon trois cercles géographiques :

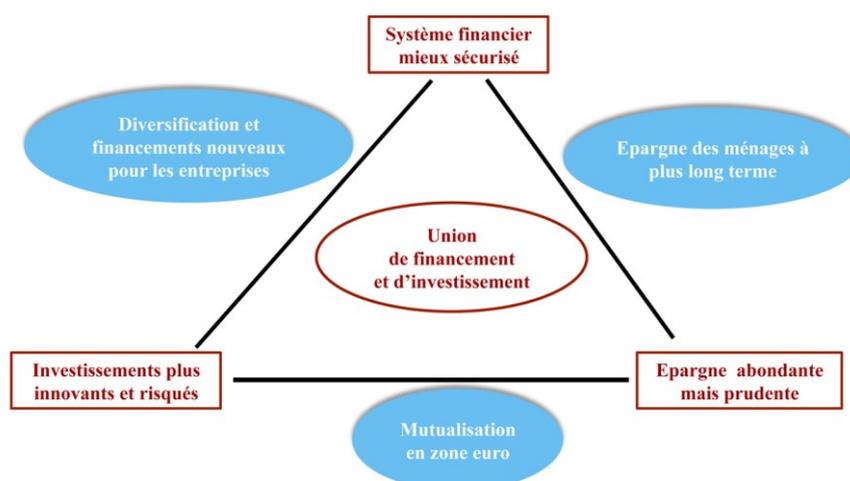
- D'abord bien entendu **en France**. Les chiffres du crédit bancaire y sont globalement bons : + 7 % de croissance cumulée depuis fin 2008 et + 28 % avec les financements de marché ; des taux parmi les plus bas d'Europe. Pour autant, des critiques s'expriment toujours de la part de beaucoup d'entreprises. Les banques doivent les prendre au sérieux, et agir résolument pour sortir de ce

malentendu persistant selon deux orientations proposées : sur les crédits de trésorerie aux TPE, et en innovant sur le financement long du BFR. Le développement des offres alternatives, autour de la finance solidaire et du *crowdfunding*, est un autre stimulant bienvenu. Quant aux fonds propres, ils ne semblent pas manquer globalement aujourd'hui- y compris grâce à l'action de Bpifrance sur le capital-risque ; mais la priorité pour demain est de réorienter une part croissante des 1600 Md€ de l'assurance-vie vers les actions, et donc de favoriser le nouveau contrat Euro-croissance.

- **La zone euro** ensuite peut s'appuyer en épargne sur un excédent courant dépassant 200 Md€ par an, soit plus de 2 % de son PIB. Mais cette ressource est mal allouée : l'épargne allemande, mal rémunérée, ne circule pas vers les besoins italiens ou espagnols, mal financés, plus encore depuis 2009-2011. Cette fragmentation financière entraîne un manque à croître, et surtout une grande fragilité pour la zone euro : les "chocs" nationaux n'y sont amortis, ni par des transferts budgétaires, ni par des flux privés durables. Les symptômes s'imposent crise après crise ; mais la thérapie tarde.

- Enfin, alors que le **G20** et l'Europe ont adopté un ensemble impressionnant de **régulations renforçant la sécurité financière**, la question de leurs effets économiques revient souvent. Aujourd'hui, contrairement aux craintes affichées des banques, ces règles ne pèsent pas sur le crédit et la croissance, notamment en raison des effets favorables de la politique monétaire. Pour l'avenir, le sujet est plus complexe, et mérite d'être éclairé par tous les travaux menés depuis le "MAG" de Bâle en 2010 : la "re-création" d'une instance internationale d'évaluation nous paraît souhaitable.

3. Face à ce défi du financement, le projet pour 2019 d'"**Union des marchés de capitaux**" de la Commission est porteur de solutions. Mais il faudrait le renommer "**Union de financement et d'investissement**", pour mieux le situer : il s'agit de permettre aux entreprises une **diversification** réelle - et souhaitée - de leurs possibilités de financement. Et non d'imposer d'en haut une désintermédiation forcée : vouloir passer, fût-ce à long terme, des 20 % de financements de marchés européens aux 75 % américains n'aurait guère de sens. Cette Union est un progrès significatif pour les 28 Etats-membres ; mais c'est un impératif pour les 19 de la **zone euro**, où l'épargne doit être mieux mutualisée. Ils devront donc pouvoir au besoin avancer davantage sur une partie de l'agenda. Enfin, l'Union de financement et d'investissement doit mieux orienter l'épargne des Européens, plutôt que vers une prise directe de risque à laquelle ils restent réticents, vers le **long terme** correspondant à leurs besoins croissants de retraite. A ces trois conditions, l'Union peut réaliser la compatibilité du « triangle du financement ».



Concrètement, **l'agenda du projet doit être rapproché**, vers 2016-2017 pour partie, et **priorisé selon deux attentes des entreprises**. La première est de leur offrir selon leur taille un **continuum d'instruments de dette**, des banques aux marchés : ceci passe par le développement des placements privés et de plateformes de prêts directs, et d'une titrisation bien sécurisée. Le second axe vise les **investissements plus à risque et à long terme** : les "désincitations" de Solvabilité 2 pour

les assureurs doivent d'abord être révisées. L'articulation avec le plan Juncker doit être beaucoup mieux jouée, en faveur des fonds propres transfrontières - dont un vrai capital-risque européen pour conserver le contrôle de nos meilleures entreprises de croissance - et des infrastructures.

Parallèlement, des taskforces innovantes devraient être mandatées sur trois chantiers de convergence plus lourds : le droit des faillites, l'information économique sur les PME, et la protection des consommateurs.

Le succès exige de **veiller à la stabilité financière**, face aux risques des marchés qui sont différents mais pas moindres que les risques bancaires. Le "*shadow banking*" est une notion encore un peu floue, mais une régulation proportionnée des gestionnaires d'actifs est la priorité. La supervision des acteurs désintermédiés en Europe doit être renforcée, pour construire la confiance des épargnants et investisseurs dans l'Union de financement : le *statu quo* autour de l'ESMA⁴, plaidé par beaucoup de nos partenaires, n'est donc pas une option. En "poutre faîtière" des différents risques et secteurs, le Conseil de Stabilité Financière à Bâle joue un rôle essentiel pour le G20 ; l'échelon européen devrait mieux s'organiser en ce sens.

La mission propose en conséquence dix orientations d'application française ou européenne, qui sont détaillées chacune dans le corps du rapport par des encadrés spécifiques⁵.

LISTE DES 10 ORIENTATIONS DU RAPPORT

Orientations d'application française

1. Améliorer l'accès des TPE au crédit, notamment de trésorerie.
2. Développer le financement long du BFR.
3. Favoriser l'investissement en actions de l'assurance-vie, par le succès d'Euro-croissance.

Orientations d'application européenne ou internationale

4. Recréer une instance internationale d'évaluation des effets des règles prudentielles bancaires.
5. Assurer aux entreprises un continuum des instruments de dette, avec une titrisation sécurisée, les placements privés et les plateformes de prêts directs.
6. Réviser Solvabilité 2 en faveur des investissements « à risque ».
7. Développer l'investissement en fonds propres transfrontières, par des mécanismes innovants.
8. Soutenir des actifs européens en faveur des infrastructures de long terme et de la transition énergétique.
9. Mandater trois task-forces dédiées à trois chantiers structurels de convergence : droit des faillites ; informations sur les PME et *scoring* de crédit ; protection des consommateurs.
10. Renforcer la supervision européenne des marchés financiers.

⁴ Cf. glossaire en annexe 5. L'ESMA est l'autorité de marché européenne.

⁵ et aisément repérables en couleur verte.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION.....	1
SYNTHESE D'ENSEMBLE ET ORIENTATIONS DU RAPPORT.....	3
REPORT OVERVIEW AND GUIDELINES	7
1 Mieux investir : une priorité pour tous les pays avancés, avec des leviers d'abord économiques	11
1.1 Un retard global plus que spécifiquement français	11
1.1.1 Une préoccupation de toutes les économies avancées	11
1.1.2 En France, un « mal-investissement » à mieux qualifier	12
1.2 Des leviers d'abord économiques	19
1.3 A investissements innovants, financements nouveaux	23
1.3.1 Le renouvellement du vieux débat épargne-investissement	23
1.3.2 Un effet favorable des taux bas, freiné notamment par un « <i>cost of equity</i> » qui reste élevé	27
2 Traiter les trois défis du financement	33
2.1 En France, un malentendu persistant sur le crédit	33
2.1.1 Sortir du malentendu sur le crédit.....	33
2.1.2 Un financement par fonds propres en développement.....	42
2.2 En zone euro, excédent d'épargne et fragmentation financière	47
2.2.1 Une épargne abondante mais mal allouée entre pays.....	47
2.2.2 Des conséquences économiques graves	49
2.3 A l'échelle internationale, une interrogation sur l'effet des règles prudentielles	52
3 Construire pour demain une Union de financement et d'investissement efficace	57
3.1 Expliciter les motivations	58
3.1.1 Une diversification selon la demande, plutôt qu'une désintermédiation forcée	58
3.1.2 Un renforcement de la zone euro, et pas seulement un marché unique	60
3.1.3 Une épargne orientée vers le long terme, plus encore que vers la prise de risque directe.....	62
3.2 Prioriser le contenu de l'Union de financement et d'investissement.....	65
3.2.1 Assurer un continuum des instruments de dette pour toutes les tailles d'entreprise	65
3.2.2 Orienter l'épargne européenne vers l'investissement « à risque » et de long terme	70
3.2.3 Initier trois chantiers de convergence structurelle	78
3.3 Veiller à la stabilité	82
3.3.1 Face aux craintes de « <i>shadow banking</i> », une régulation proportionnée de la gestion d'actifs.....	82
3.3.2 Renforcer la supervision	85
3.3.3 Consolider la surveillance des risques "systémiques", entre Europe et Bâle.....	86
Conclusion: éclairer le débat collectif	88
LISTE DES ANNEXES	89

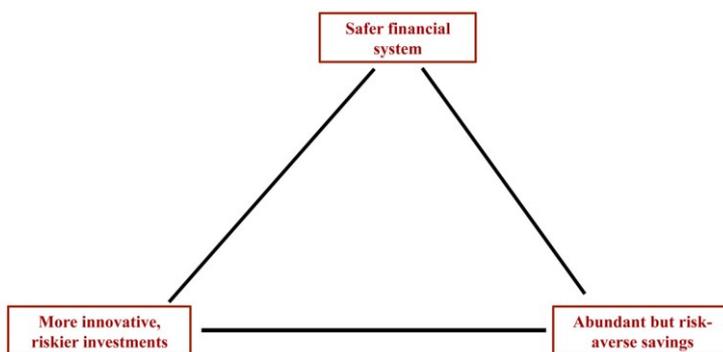
REPORT OVERVIEW AND GUIDELINES

1. This report begins on a positive note, with a reminder that **business investment in France proved more resilient to the crisis than elsewhere in Europe**, and has remained higher since. This key factor for growth and jobs has received little attention, however, because investment has been slower to pick up in France than in Germany during the current recovery. From a more structural viewpoint, French investment is **less satisfactory in terms of quality and productivity**, with a large portion devoted to the construction sector while machinery and equipment lag behind—the April tax measures were well targeted in this respect—as innovation is neglected. This calls for continuing efforts to encourage investment, with several levers:

- In France, as elsewhere, these levers are more **economic** than financial. There is a strong convergence between macroeconomic theory and the motives observed "in the field". Investment cannot be ordered by decree, of course. It does not depend on the proliferation of financing sources, but on a very large number of decisions by businesses. Key factors behind investment decisions include any measure that raises expected or potential growth through structural reforms while reducing entrepreneurial uncertainty—including the streamlining and stabilising of rules—and that raises the outlook for profitability. Business investment in France should see a cautious 1-2% year-on-year increase between now and the end of 2015.

- Low interest rates have indeed been passed on in lending to businesses, but their main role has been indirect, in promoting aggregate demand. It should be noted, however, that the persistent high cost of equity—often above 10%—can encourage equity buybacks and dividend payouts at the expense of investment. This is particularly true in the United States.

- Most importantly, the **funding options available must be overhauled**, as investment becomes more Schumpeterian. Intangible assets, start-ups and fast-growing companies need equity and loans with lower collateral requirements. An economy on the technology frontier is funded less by conventional credit than a catch-up economy. This provides some insight into the central challenge faced: **France and Europe must manage three potentially conflicting expectations:** (i) investments that are increasingly innovative and therefore risky; (ii) abundant but risk-averse savings; and (iii) a safer financial system following the severe 2007-2011 crises. This "financing triangle" must become a "compatibility triangle".



2. In concrete terms, the general challenge of financing can today be examined in terms of three geographical circles:

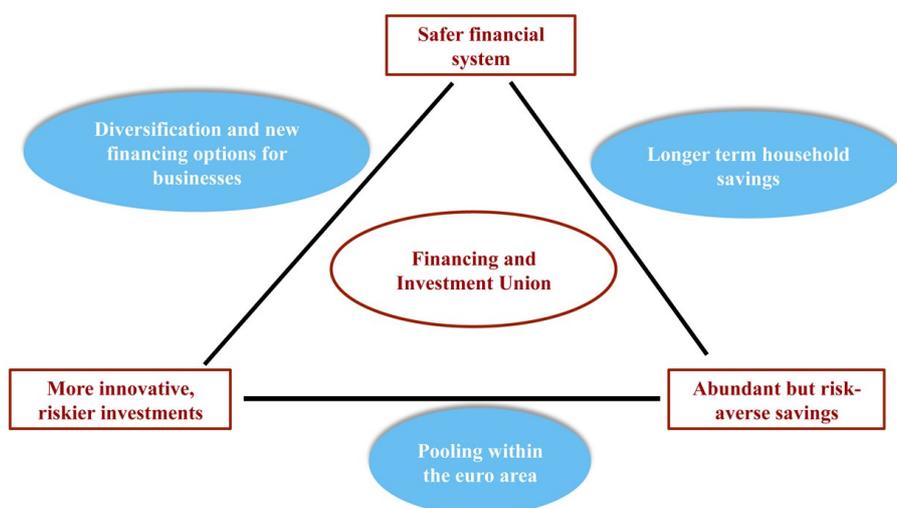
- Starting with **France**: the overall figures for credit are satisfactory; bank lending to nonfinancial corporations has risen by 7% since the end of 2008, with total credit including market financing up 28%; interest rates are among the lowest in Europe. Still, many companies remain vocal in their criticism. Banks should address this seriously and overcome the persistent misunderstanding by taking the bold steps recommended here in the areas of cash loans to very

small businesses and innovation in long-term working capital financing. Developing alternative offers, around solidarity financing and crowdfunding, would provide another welcome stimulus. As for equity capital, there seems to be no overall shortage of it today, and the steps taken by Bpifrance in venture capital have contributed to this. However, the future priority is to redirect a larger portion of the €1.6 trillion in life insurance into equity, and therefore to promote the new "Euro-croissance" life insurance contract.

- Next, the **euro area** can count on support from a savings surplus of more than €200bn a year, or over 2% of GDP. But these funds are poorly allocated: German savings, which earn a poor return, are not channelled to satisfy demand in Italy or Spain, which face funding issues, and the problem has deteriorated since 2009-2011. This financial fragmentation acts as a break on growth, and most importantly, leads to a tremendous fragility for the euro area, as national shocks are dampened neither by fiscal transfers nor by long-term private flows. The symptoms arise after each crisis, but a cure is still to be found.

- Finally, while the **G20** and Europe have adopted an impressive **set of regulations to strengthen financial security**, the economic impact of those regulations is a recurrent question. Today, contrary to fears expressed by banks, these rules are not weighing on credit and growth, notably due to the favourable impact of monetary policy. Going forward, the issue is more complex and deserves to be examined in light of all the work done since the 2010 report of the Basel-based Macroeconomic Assessment Group (MAG). We believe it would be desirable to re-establish an international assessment body.

3. Faced with this financing challenge, the Commission's project for a **Capital Markets Union** by 2019 offers solutions. A more accurate name would be "**Financing and Investment Union**". The aim is to allow businesses a genuine, wished-for **diversification** of their financing options—and not to impose forced disintermediation. A commitment to move, even over the long run, from Europe's 20% credit disintermediation to the 75% in the United States would be pointless. This Union is a major step forward for the 28 Member States, but it is essential for the 19 **euro area** members, where the pooling of savings must be improved. They must therefore be able, if need be, to make further progress on part of the agenda. Finally, the Financing and Investment Union must better channel Europeans' savings—not towards direct risk-taking, to which they continue to show reluctance—but rather towards the **long-term** horizon that corresponds to their growing need for retirement savings. If these three conditions are fulfilled, the Union will have created a compatible "financing triangle".



Part of the **project agenda should be brought forward** to 2016-2017, and **priorities should be assigned in keeping with two expectations by businesses**. The first is to offer businesses a **range of debt instruments** commensurate with their size provided by banks through to capital markets. This

involves the expansion of private placements and direct lending platforms, as well as appropriately safer securitisation. The second line of approach involves **riskier, longer-term investments**; the Solvency 2 disincentives for the insurance sector must first be reviewed. There must be much closer ties with the Juncker plan in order to favour cross-border investment—including truly European venture capital to retain control over our best growth companies and over infrastructure.

At the same time, innovation-oriented task forces should be established on three more complicated convergence projects: insolvency law, economic information on SMEs, and consumer protection.

Success demands ensuring **financial stability**, in the face of market risks, which differ from but are no less significant than banking risks. "Shadow banking" remains a somewhat hazy notion but the priority must be given to introducing appropriate regulations for asset managers. Supervision of disintermediated players in Europe must be strengthened to build confidence among savers and investors in the Financing Union. The status quo surrounding ESMA⁶, which many of our partners argue for, is therefore not an option. As the keystone supporting all risks and sectors, the Financial Stability Board based in Basel plays a crucial role for the G20. Europe should be better equipped in this area.

The Mission's report therefore suggests ten courses of actions for implementation in France or Europe. Each recommendation is outlined in a separate box within the main body of the report.

LIST OF 10 PROPOSED GUIDELINES

Proposed guidelines for French action

1. Improve access to credit for very small businesses, especially cash loans.
2. Expand long-term working capital financing.
3. Promote investment by life insurance funds in equities through the success of the "Euro-croissance" contract.

Proposed guidelines for European and international action

4. Re-establish an international body to assess the impact of prudential banking rules.
5. Provide firms with an extensive range of debt instruments, including safer securitisation, private placements and direct lending platforms.
6. Revise Solvency 2 in favour of "riskier" investments.
7. Expand cross-border equity investment through innovative mechanisms.
8. Support European investments for long-term infrastructure and the energy transition.
9. Establish three task forces assigned to three structural convergence projects: insolvency law; information on SMEs and credit scoring; and consumer protection.
10. Strengthen European supervision of financial markets.

⁶ See glossary, appendix 5. ESMA is the European Securities and Markets Authority.

TABLE OF CONTENTS

INTRODUCTION.....	1
REPORT OVERVIEW AND GUIDELINES	3
1 Better targeting of investment: a priority for all advanced countries, primarily through economic levers.....	11
1.1 A global rather than specifically French lag.....	11
1.1.1 A concern in every advanced economy.....	11
1.1.2 In France, "malinvestment" must be defined more clearly	12
1.2 Economic levers come before financial levers	19
1.3 Innovative investments call for new financing.....	23
1.3.1 Re-emergence of the long-standing savings-investment nexus.....	23
1.3.2 Favourable impact of low interest rates, held back notably by continued high cost of equity <i>cost of equity</i>	27
2 Dealing with the three financing challenges	33
2.1 In France, a persistent misunderstanding regarding credit	33
2.1.1 Moving beyond the credit misunderstanding.....	33
2.1.2 Expanding equity financing	42
2.2 Euro area: surplus savings and financial fragmentation.....	47
2.2.1 Abundant savings, but poorly allocated between countries	47
2.2.2 Severe economic consequences.....	49
2.3 International assessment of the impact of prudential rules.....	52
3 Building an efficient Financing and Investment Union for tomorrow	57
3.1 Explanation of motivations	58
3.1.1 Diversification in light of demand, rather than forced disintermediation.....	58
3.1.2 Strengthening the euro area, and not only the single market.....	60
3.1.3 Savings oriented towards the long term, more than towards direct risk-taking.....	62
3.2 Priority to the content of the Financing Union	65
3.2.1 Providing an extensive range of debt instruments for companies of all sizes	65
3.2.2 Directing European savings towards "riskier" and long-term investment.....	70
3.2.3 Launching three structural convergence projects.....	78
3.3 Ensuring stability.....	82
3.3.1 To meet fears about shadow banking, appropriate regulation of asset management	82
3.3.2 Strengthen supervision.....	85
3.3.3 Consolidate monitoring of systemic risks, between Europe and Basel.....	86
CONCLUSION.....	88
APPENDICES	89

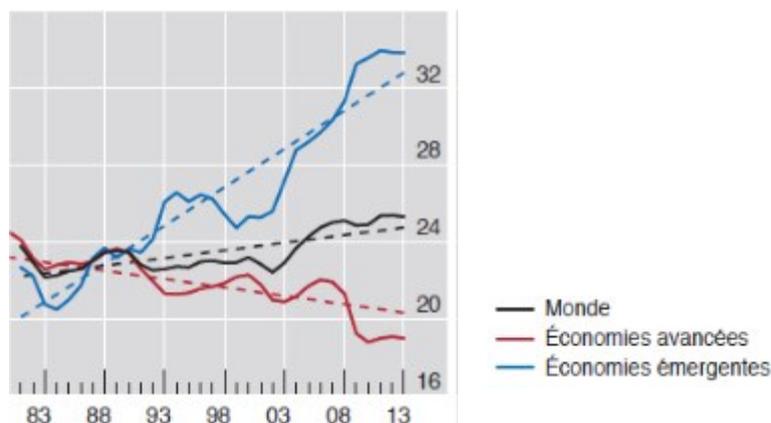
1 Mieux investir : une priorité pour tous les pays avancés, avec des leviers d'abord économiques

1.1 Un retard global plus que spécifiquement français

1.1.1 Une préoccupation de toutes les économies avancées

La préoccupation sur le retard d'investissement n'est ni nouvelle, ni propre à la France. Sur la longue durée, le taux d'investissement des économies avancées⁷ décroît tendanciellement ; mais la montée des pays émergents permet symétriquement de maintenir le taux d'investissement mondial⁸.

Graphique 1 : Formation brute de capital fixe (FBCF) sur l'ensemble de l'économie (en % du PIB)



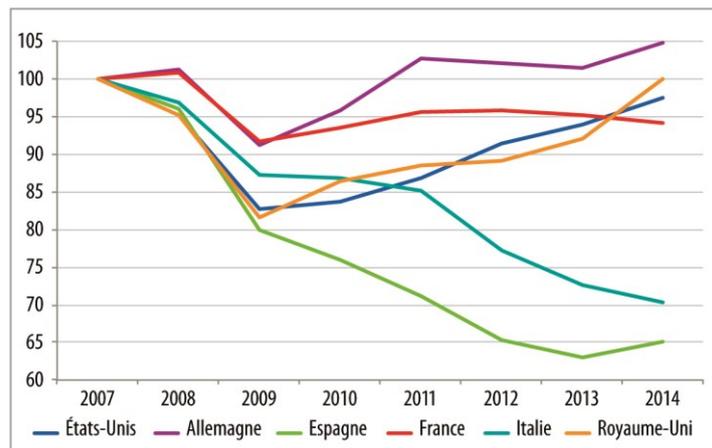
Source : Banque des règlements internationaux, 84^{ème} rapport annuel.

Mais c'est bien sûr depuis la « Grande Récession » de 2008-2009 que le problème s'est amplifié. Partout, l'investissement a fortement chuté ; dans beaucoup de pays, il n'a pas encore retrouvé son point haut d'alors. La baisse du taux d'investissement a conduit à un déficit d'investissement accumulé pendant les années 2009-2012 qui n'a pas été comblé.

⁷ Dans ce paragraphe, le débat porte sur l'ensemble de l'économie : taux d'investissement agrégé des entreprises, des ménages et des administrations publiques. On se focalisera ensuite, sauf exception précisée, sur le seul taux d'investissement des entreprises.

⁸ Banque des règlements internationaux, 84^{ème} rapport annuel, p. 62 et suivantes, juin 2014.

Graphique 2 : FBCF sur l'ensemble de l'économie (en volume, base 100 en 2007)



Source : OCDE.

Le chiffrage de ce déficit d'investissement (« *investment gap* ») donne lieu à discussions, notamment pour s'interroger sur le niveau « normal » dans le passé. Plus encore, les comparaisons de niveau entre pays sont délicates : ainsi, les niveaux américains et britanniques sont durablement plus bas que les taux d'investissement européens, mais leur dynamique récente est meilleure. A l'inverse, le taux d'investissement de l'Espagne en 2006-2007, à plus de 30 % du PIB, apparaît très excessif, dopé par la bulle immobilière. A titre d'exemple, le chiffrage du « plan Juncker » a retenu pour l'Union européenne un déficit annuel autour de 300 Md€, en comparant le taux d'investissement de 2013 – 19,2 % du PIB – à une moyenne « soutenable » de moyen terme définie entre 21 % et 22 % du PIB (cf. annexe 3.1). Selon les services de la Commission, ce déficit par pays concernerait cependant peu la France, mais bien davantage l'Europe du Sud et l'Allemagne. Un chiffrage réalisé par la mission (cf. annexe 3.2), à partir d'une méthode analogue à celle retenue par le centre européen Bruegel⁹, tend de même à relativiser nettement le déficit global d'investissement des entreprises en France.

1.1.2 En France, un « mal-investissement » à mieux qualifier

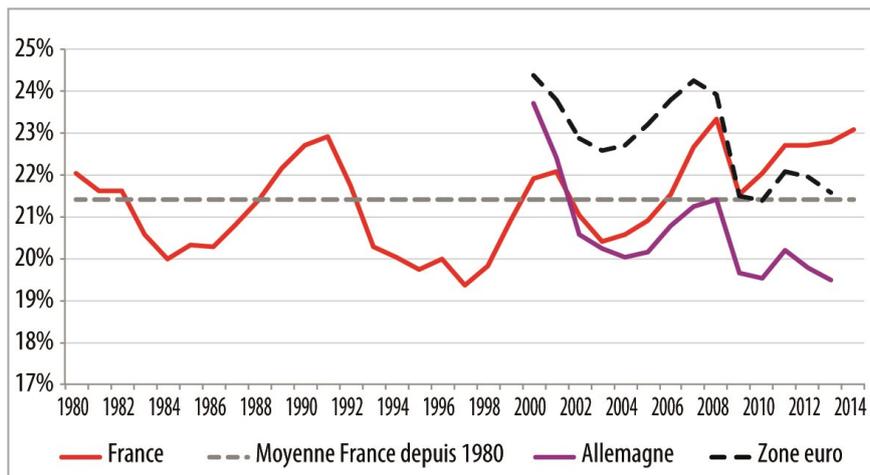
Appréciée selon le taux d'investissement des entreprises¹⁰, la situation de la France se caractérise par **deux évolutions positives** :

- le taux d'investissement des entreprises apparaît en 2014 (23,1 %) plutôt bon par rapport à sa moyenne de long terme depuis 1980 (21,4 %) ;
- par rapport au point haut de 2007-2008, l'investissement des entreprises a mieux résisté qu'en Allemagne pendant la crise, et que chez nos autres voisins européens.

⁹ « Measuring Europe's investment problem - a long-term view of investment growth in Europe », de G. Claeys, P. Hüttl, A. Sapir and G. B. Wolff, 24 novembre 2014.

¹⁰ Soit le rapport entre la formation brute de capital fixe (FBCF) des sociétés non financières (SNF) et la valeur ajoutée (VA).

Graphique 3 : Taux d'investissement des sociétés non financières (SNF)

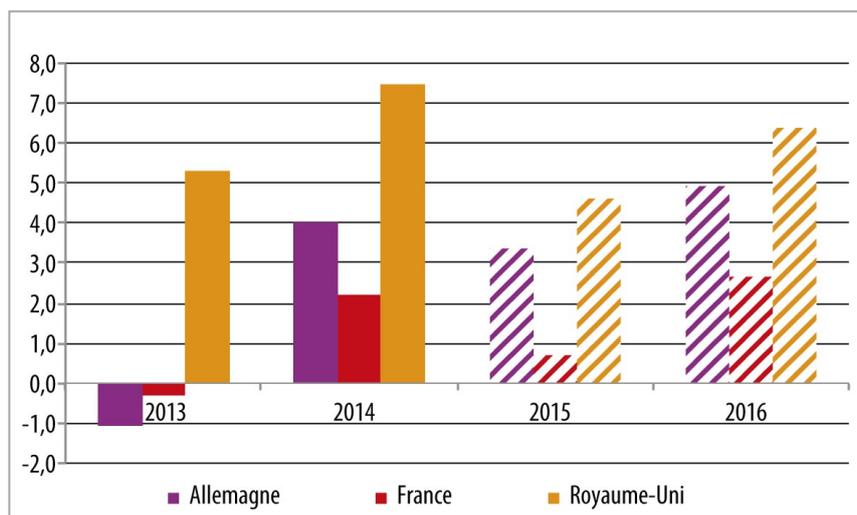


Source : INSEE et OCDE.

Ces atouts quantitatifs sont incontestables. Pour autant, ils sont peu connus et ont surpris nombre de nos interlocuteurs français. La vue majoritairement plus pessimiste se fonde en effet sur deux autres perceptions :

➤ conjoncturellement, l'investissement français tarde à repartir dans la reprise actuelle. Par rapport à nos voisins européens, l'investissement en France part de plus haut, mais est aujourd'hui plus « mou ».

Graphique 4 : Variation de la FBCF du secteur privé, hors résidentiel, en volume (en % par rapport à l'année précédente)



Source : Perspectives économiques de l'OCDE N° 97, juin 2015.

➤ plus structurellement, la crainte d'une **moindre efficacité de l'investissement français** nourrit l'hypothèse du « **mal-investissement** »¹¹. Encore faut-il qualifier ce terme.

La limite la plus fréquemment mentionnée est la part croissante des investissements motivés par un simple objectif de « renouvellement » par opposition à l'extension de capacités ou à la modernisation. Leur part, qui est élevée (29 % en 2015), a augmenté de près de 7 points depuis 2000 et s'avère

¹¹ Cf. France Stratégie, F. Dell *et al.*, « Y a-t-il un retard d'investissement en France et en Europe depuis 2007 ? », septembre 2014 et S. Guillou, « Le problème de l'investissement français n'est pas quantitatif », OFCE *Les Notes*, n°51, avril 2015.

légèrement supérieure à celle de l'Allemagne (28 %, + 4 points depuis 2000). Cependant, cette évolution des motifs de l'investissement est à relativiser : nombre de nos interlocuteurs d'entreprise nous ont dit mal faire la distinction entre ces catégories dans leurs réponses aux enquêtes et les comparaisons entre pays apparaissent encore plus fragiles.

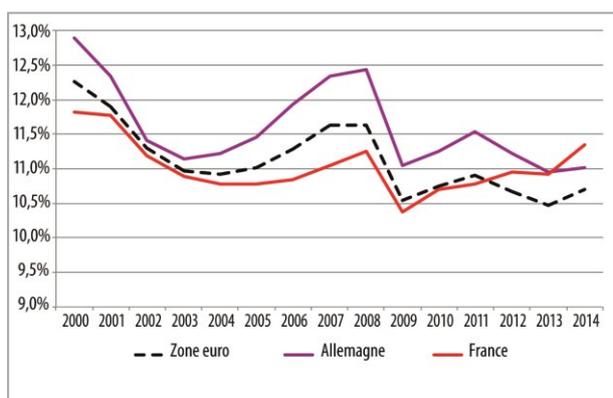
Pour préciser le mal-investissement, la mission s'est davantage attachée à trois axes, selon la nature des investissements, la taille des entreprises et, *in fine*, la productivité de l'investissement. L'approche par secteurs d'activité a été explorée par la mission pour éclairer une éventuelle concentration de l'investissement en France dans le secteur « abrité »¹². Elle n'a cependant pas permis de mettre en avant un tel phénomène. En particulier, le taux d'investissement dans l'industrie apparaît favorable en France par rapport à l'Allemagne, aussi surprenant que cela soit.

La nature des investissements réalisés

L'investissement peut s'analyser selon **trois grandes catégories** : (i) la construction hors logement¹³, (ii) les machines et équipements qui incluent notamment les robots et les équipements en technologies de l'information et de la communication (TIC) (iii) la « propriété intellectuelle », qui inclut heureusement depuis le nouveau cadre comptable (SEC 2010) la recherche-développement des entreprises et les investissements immatériels / intangibles.

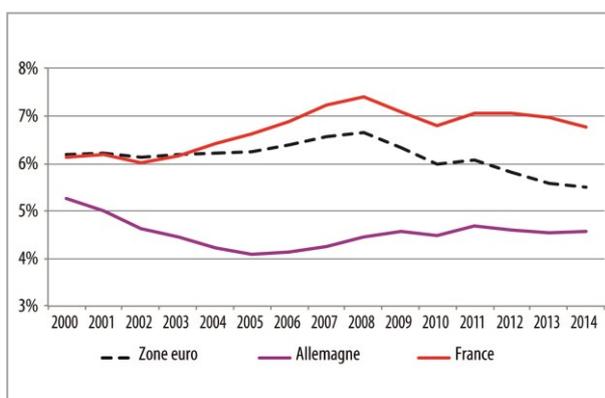
L'investissement « productif » recouvre les dépenses en machines et équipements et en droits de propriété intellectuelle, hors construction. Sur l'ensemble de l'économie, le taux d'investissement productif a longtemps été inférieur en France à ce qu'il était en Allemagne, voire dans la zone euro depuis 2000. Symétriquement, le taux d'investissement en construction a été nettement plus élevé en France qu'en Allemagne depuis 2001 et le demeure encore. Dans une moindre mesure, ce phénomène s'observe également vis-à-vis de la zone euro.

Graphique 5 : Taux d'investissement productif sur l'ensemble de l'économie (FBCF en machines et équipements et en droits de propriété intellectuelle / VA, en valeur)



Source : Eurostat.

Graphique 6 : Taux d'investissement en construction hors logement sur l'ensemble de l'économie (FBCF en bâtiments non résidentiels et ouvrages de génie civil / VA, en valeur)



Source : Eurostat.

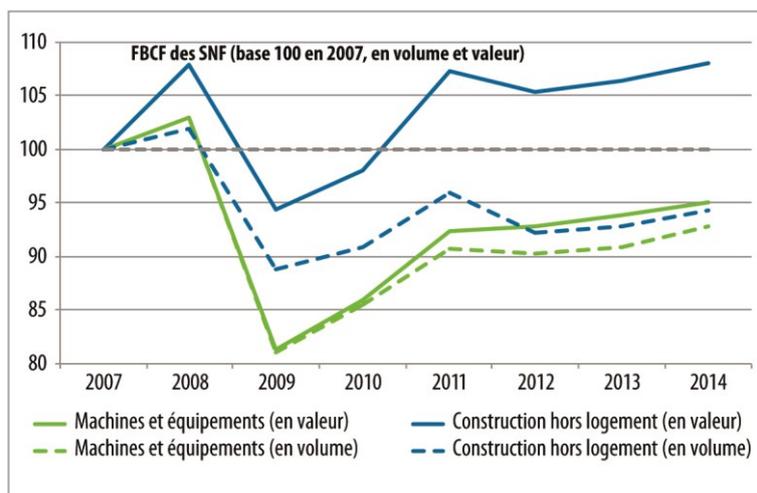
¹² Cf. Commission européenne, note de la DG ECFIN, "Investment In The Eu: Trends, Framework Conditions And Regulatory Bottlenecks" : « In France, Belgium and Finland, investment has been increasingly oriented towards the non-tradable sector and has decreased in tradable sectors », mars 2015.

¹³ L'investissement en construction hors logement des SNF recouvre les bâtiments non résidentiels (bureaux, commerces, entrepôts, usines...), les ouvrages de génie civil et les améliorations de terrains.

Un investissement corporel « dual »

Depuis 2007, l'investissement en actifs corporels des entreprises en France a connu de ce fait une évolution contrastée. En 2014, les dépenses de construction hors logement ont dépassé en valeur leur niveau d'avant la crise (+ 8 % par rapport à 2007) alors que l'investissement en machines et équipements y demeure nettement inférieur (- 5 %).

Graphique 7 : Investissement corporel des SNF en France (en volume et en valeur, base 100 en 2007)



Source : INSEE, variation des comptes de patrimoine.

Par rapport à la moyenne des années 2000 à 2007, les dépenses de **construction hors logement** des entreprises ont augmenté plus encore, de + 46 %, tirées par une progression en volume (+ 13 %) et plus encore par l'augmentation de la composante prix (+ 29 %). L'immobilier d'exploitation n'est pas nécessairement un investissement « de rente » ou « improductif ». Pour autant, son poids croissant traduit l'insuffisance de l'investissement d'innovation. La hausse de son prix reflète la rente foncière et aussi, selon nombre d'entreprises, l'alourdissement des normes règlementaires et environnementales¹⁴.

A l'inverse, les dépenses de **machines et biens d'équipements** ont connu une baisse particulièrement forte (- 21 % entre 2008 et 2009). En volume comme en valeur, compte tenu d'une relative stabilité du prix, l'investissement des entreprises en machines et biens d'équipements n'a pas retrouvé son niveau de 2007. L'Inspection générale des finances (IGF) et le Conseil général de l'économie, de l'industrie, de l'énergie et des technologies (CGEJET) ont conduit au printemps 2015 une **mission spécifique sur l'investissement productif innovant dans l'industrie manufacturière**. Son constat, étayé par des rencontres avec une cinquantaine d'entreprises sur le terrain, renforce cette préoccupation. En réaction à l'étiage français, il est judicieux que les récentes mesures de suramortissement fiscal soient centrées sur les machines-équipement dans le secteur manufacturier¹⁵.

Au sein de l'investissement en machines-équipements des entreprises, deux singularités apparaissent :

➤ la France accuse un déficit de robotisation dans certains secteurs de l'industrie manufacturière comme la fabrication de produits électroniques ou l'industrie chimique¹⁶ ;

¹⁴ Le test réalisé par l'INSEE pour tenter d'isoler les investissements de mise aux normes dans ses enquêtes industrie n'a cependant pas été concluant.

¹⁵ Pour une première évaluation de l'effet positif attendu de cette mesure sur l'investissement productif, voir la note de conjoncture de l'INSEE de juin 2015, p. 90.

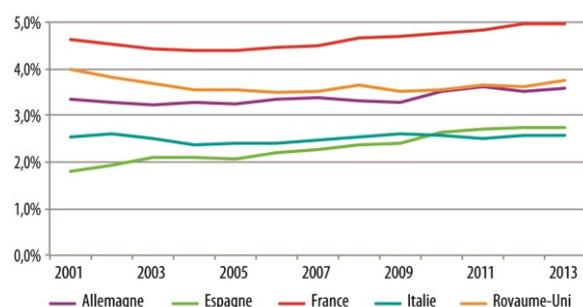
¹⁶ L'étude prospective relative à l'adaptation de l'appareil productif réalisée par le cabinet Roland-Berger à la demande de la direction générale des entreprises (DGE) et des associations professionnelles des fabricants de machines technologies de production (Symop) et de l'équipement électrique (Gimélec), met en avant un déficit

➤ l'intensité de l'investissement en équipements en technologies de l'information et de la communication (TIC) est également plus faible en France que dans le reste de la zone euro. Le taux d'investissement en équipements TIC (FBCF en équipements TIC / VA) sur l'ensemble de l'économie a atteint 0,52 % en 2014 en France, contre 0,73 % pour la zone euro, et il n'a pas retrouvé son niveau antérieur à la crise. Ceci se double d'un retard plus général de la zone euro par rapport aux États-Unis en termes de diffusion des TIC comme facteur de production¹⁷.

Un investissement immatériel dynamique

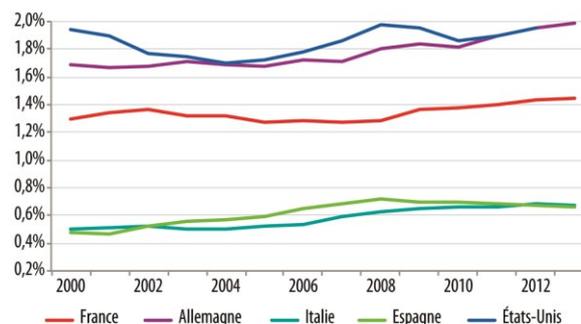
Les investissements en **droits de propriété intellectuelle** des entreprises, qui recouvrent les dépenses de R&D et les dépenses en logiciels et bases de données, progressent continument, y compris depuis la crise (+ 18 % en volume par rapport à 2007). Comparée à celle de ses voisins européens, l'intensité de l'investissement dans l'immatériel est plus forte en France : le taux d'investissement atteint 5 % de la valeur ajoutée, contre 3,8 % en Allemagne ou 3,6 % au Royaume-Uni, moins encore en Europe du sud.

Graphique 8 : Taux d'investissement en droits de propriété intellectuelle sur l'ensemble de l'économie (FBCF en DPI / VA en valeur)



Source : OCDE.

Graphique 9 : Dépenses de R&D des sociétés non financières (en % du PIB)



Source : Eurostat, BEA, calculs DG Trésor.

Ce préjugé favorable doit cependant être relativisé :

- les dépenses de **recherche-développement des entreprises** – les plus favorables à l'innovation – restent significativement inférieures à celle de l'Allemagne ou des États-Unis.
- l'écart positif en matière d'investissement immatériel se concentre donc sur les dépenses de logiciels et bases de données. Le poids supérieur des services en France en explique une partie, mais une partie seulement¹⁸.

de robotisation en France par rapport à l'Allemagne allant de 8 % dans l'industrie automobile à 69 % dans la fabrication de produits électriques et électroniques. Il est estimé à partir du nombre de robots pour 10 000 employés.

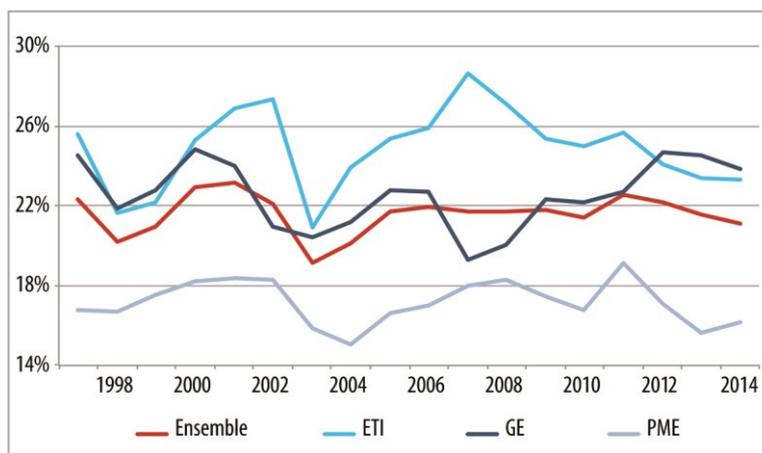
¹⁷ G. Cette, C. Clerc et L. Bresson, « Diffusion et contribution des TIC à la croissance aux États-Unis, dans la Zone Euro et au Royaume-Uni », septembre 2014.

¹⁸ Une autre pourrait l'être par des différences dans la comptabilisation statistique de l'investissement en logiciels et de base de données entre pays. Une large part de ces dépenses est notamment constituée par de la production pour emploi final propre, particulièrement difficile à évaluer. En outre, la comptabilité nationale doit surmonter la porosité qui peut exister dans les données entre les logiciels et les machines qui les utilisent (notamment les équipements TIC).

La taille et l'âge des entreprises

La France se caractérise, comme ses voisins de la zone euro, par un poids important des PME¹⁹ : celles-ci représentent selon les sources environ la moitié de la valeur ajoutée des entreprises. Or, les analyses de la Banque de France montrent une tendance préoccupante ces dernières années à la baisse du taux d'investissement des PME, voire à celui des ETI.

Graphique 10 : Taux d'investissement en France par taille d'entreprise (FBCF en % de la VA)



Source : Banque de France, base FIBEN, août 2014. Champ : entreprises non financières au sens de la LME. Les données pour l'année 2014 ne sont pas encore stabilisées (collecte en cours).

L'investissement français résiste donc d'abord grâce aux **grandes entreprises**. Positivement, ce constat relativise le soupçon d'un certain désintérêt de celles-ci pour l'investissement en France. Mais la mission est revenue avec nombre de ses interlocuteurs sur les causes de cette dégradation pour les PME. Elles nous semblent être de trois ordres :

- la baisse des marges, alors que les PME sont beaucoup plus sensibles que les grandes entreprises au niveau de leur autofinancement ;
- une moindre envie de risquer l'investissement et l'innovation chez certains patrons de PME, y compris du fait de leur âge plus élevé²⁰ ;
- la difficulté connue de la France à **faire naître, et plus encore à faire croître, des entreprises nouvelles et innovantes**. Cette maladie est celle de l'Europe continentale dans son ensemble²¹. Elle paraît toutefois plus marquée en France : selon une enquête de l'Union Européenne sur l'innovation, 37 % des entreprises sont technologiquement innovantes en France, contre 55 % en Allemagne et 42 % en Italie²².

Une moindre productivité globale de l'investissement

Ce dernier facteur, de nature plus transversale pointe le ralentissement très sensible des gains de productivité du travail et l'arrêt du processus de rattrapage de la France par rapport à la productivité américaine. Sur la période récente, l'écart négatif avec les Etats-Unis ne s'explique pas par le moindre

¹⁹ Définies au sens de la loi de modernisation de l'économie (LME) comme les entreprises de moins de 250 employés et moins de 50 M€ de chiffres d'affaires ou 43 M€ de bilan.

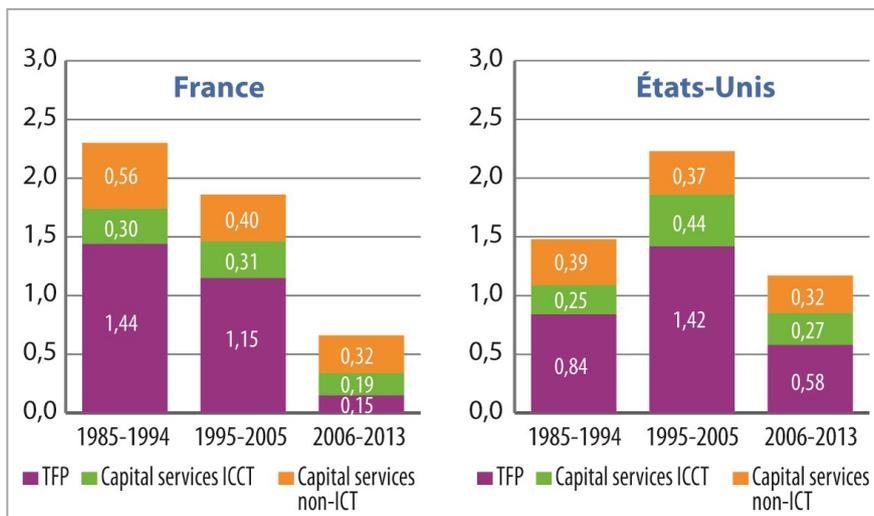
²⁰ Ce défi du vieillissement entrepreneurial mentionné aussi en Italie et en Allemagne ne fait pas l'objet toutefois de chiffres fiables.

²¹ T. Philippon et N. Véron, « Financing Europe's Fast Movers », janvier 2008, Bruegel.

²² Part d'entreprises innovantes en matière de produits et/ou de procédés en 2010-2012 d'après l'enquête communautaire sur l'innovation (ECI) de 2015.

investissement mais par une croissance beaucoup plus faible de la productivité totale des facteurs (TFP dans le graphique ci-dessous).

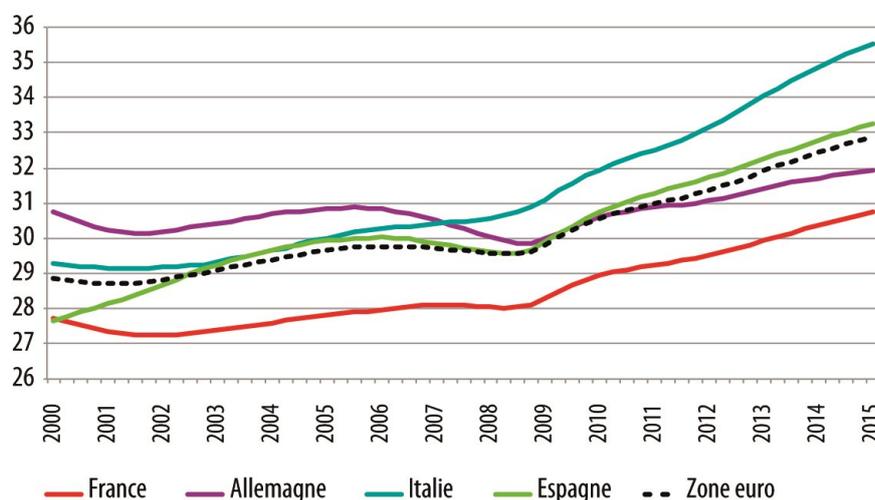
Graphique 11 : Contributions à la croissance de la productivité du travail en France et aux États-Unis



Source : OCDE, tiré de « Productivity in France: Issues and policies » de Jean Pisani-Ferry, OECD global dialogue on the future of productivity (ICT : information and communications technology ; TFP : total factor productivity).

Il est souvent mis en regard d'un critère privilégié : le **vieillessement de l'âge moyen du capital**. Les valeurs absolues sont à prendre avec précaution : les amortissements retenus par les statisticiens peuvent être restés un peu faibles, face à l'accélération de l'obsolescence technologique et conjoncturelle. Néanmoins, l'évolution dans le temps est claire en zone euro : depuis la crise de 2008, le vieillissement moyen est d'un an en Espagne et en Italie, de six mois en France et en Allemagne.

Graphique 12 : Âge moyen du capital en machines et équipements (en trimestres)



Source : Banque de France. Âge moyen du capital en machines et équipements estimé à partir des flux d'investissement en volume actualisés au taux unique constant de 4 %.

Au-delà de l'âge du capital, plusieurs travaux²³ mettent cependant en évidence un problème plus global de productivité de l'investissement français : parce que la France a plus de réglementations que les autres pays, notamment sur le marché du travail, elle tend à la fois à investir plus, et moins bien. Le

²³ Cf. notamment G. Cette et al., *Upstream product market regulations, ICT, R&D and Productivity*, NBER Working Paper, octobre 2013.

poids relatif des réglementations apparaît en effet, en France comme ailleurs, corrélé au sous-investissement en TIC et en R&D (cf. annexe 3.3 à 3.5).

On ne peut que reprendre ici le message résumé du rapport Pisani-Ferry et Enderlein de novembre 2014. L'Allemagne fait face à un défi quantitatif d'investissement, qu'elle reconnaît mieux désormais ; la France a un défi plus global de compétitivité.

Le « mal-investissement » n'est qu'une des facettes de ce défi. Mais le diagnostic résumé est convergent : une France avec une bonne résilience quantitative qui investit dans la construction, et pas assez dans la recherche-développement et les machines industrielles ; une force des grandes entreprises et une insuffisance des PME de croissance ; une difficulté à combiner de façon assez productive l'équipement innovant et les dépenses immatérielles de formation et d'organisation qui l'accompagnent nécessairement. **L'investissement n'est ainsi pas assez « schumpeterien »** : ce mal vaut pour toute l'Europe face aux Etats-Unis, mais il vaut en particulier pour la France.

1.2 Des leviers d'abord économiques

Pour passer du diagnostic à la thérapie, la mission est allée à la rencontre de deux catégories d'acteurs qui échangent rarement, les entrepreneurs et les macro-économistes des organisations internationales. Ils ne parlent pas la même langue, entre des intuitions en français et des équations en anglais. Mais leur prescription est remarquablement convergente. « L'énigme » du retard de l'investissement a mobilisé ces derniers mois le FMI²⁴, l'OCDE²⁵, la Banque des règlements internationaux²⁶, et de façon récurrente, l'INSEE.

La croissance attendue, premier des leviers

Aujourd'hui, **les trois déterminants premiers de l'investissement ne sont pas financiers, ils sont économiques**. Et un facteur domine les autres : les carnets de commande, soit **la demande ou le PIB attendus**. Interrogés par Bpifrance tous les semestres sur les obstacles à l'investissement, les patrons de PME citent en premier lieu la demande, à 68 %²⁷. Ceci se retrouve dans les analyses économétriques des organisations internationales : pour le FMI, le niveau de l'investissement en 2014, en baisse de 20% de l'investissement par rapport à 2007, s'explique totalement par la baisse de la production et la mollesse de la reprise (cf. annexe 3.7).

La réalité est donc aujourd'hui celle d'un **investissement « accompagnateur »** de la reprise : il n'est pas « freineur », car on ne bute pas encore aujourd'hui sur les capacités de production - le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière, à 82,2 % en juillet 2015, demeure inférieur à sa moyenne de 1994-2007²⁸. Mais l'investissement est moins « accélérateur » que ne l'enseignait le modèle keynésien traditionnel. **L'ampleur de la reprise actuelle est donc clé pour l'investissement. Le sont tout autant l'ensemble des réformes qui contribuent à accroître la croissance potentielle**, à l'exemple de la récente loi Macron. Le succès de beaucoup de nos voisins d'Europe du Nord doit en la matière nous inspirer et nous encourager.

Les deux autres facteurs économiques peuvent jouer un rôle plus important encore en France qu'ailleurs : **l'incertitude et la rentabilité**.

²⁴ FMI, *World Economic Outlook* (chap. 4), « Private Investment : What's the Holdup ? », avril 2015.

²⁵ OCDE, « Corporate investment and the stagnation puzzle », *Business and Finance Outlook*, juin 2015.

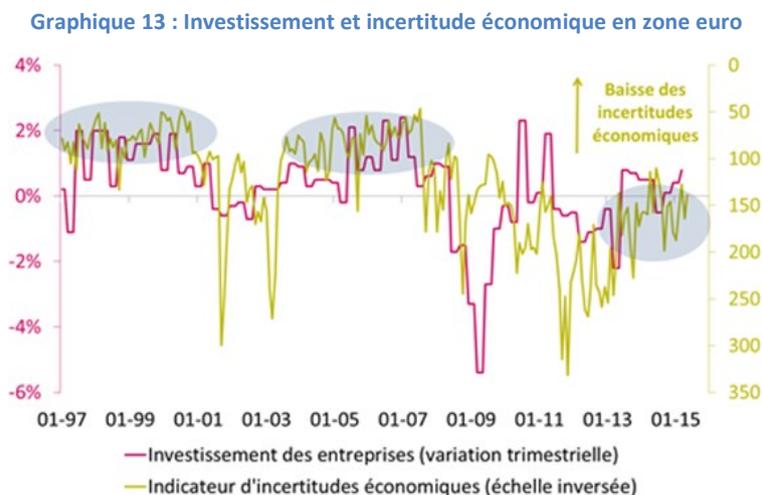
²⁶ R. N. Banerjee, J. Kearns and M. J. Lombardi, BRI, «(Why) Is investment weak?», mars 2015. L'étude conclut notamment, s'agissant des déterminants de l'investissement, à la prédominance des anticipations sur la croissance future plutôt qu'à la disponibilité des financements.

²⁷ 61^{ème} enquête de conjoncture PME de Bpifrance, juillet 2015 (cf. annexe 3.6).

²⁸ INSEE, *Information rapides*, 22 juillet 2015 - n° 175.

Réduire l'incertitude pour favoriser la confiance

Les économistes travaillent désormais sur des « indices d'incertitude » ; le niveau d'investissement y apparaît fortement corrélé.



Source : Groupama Asset Management.

Tout ne dépend pas ici du niveau national. Mais pour la France, le rapport Gallois avait visé juste en 2012 en souhaitant un « choc de confiance ». Moins remarqué que son fameux « choc de compétitivité », il reposait sur un triptyque qui reste de grande actualité : reconnaissance, stabilité, visibilité. **Reconnaissance** des complexités qui pèsent sur la vie des entrepreneurs : le « **choc de simplification** », voulu par le Président de la République en 2013, et le travail efficace de Thierry Mandon et Guillaume Poitral, doivent être résolument poursuivis après leur départ à tous deux. La simplification, y compris de certains aspects du droit du travail, et y compris sur les lois nouvelles, est un levier austère mais réel de l'investissement. **Stabilité** des règles fiscales et des normes, dans un pays où leur changement incessant pèse sur la crédibilité vis-à-vis des investisseurs étrangers et la confiance des entrepreneurs. Une vraie pause fiscale et réglementaire, affichée les deux prochaines années, ne coûte rien et peut aider beaucoup l'investissement. La **visibilité** enfin : la mission a été frappée par le « récit » qui entoure les réformes économiques de Matteo Renzi en Italie. Celles-ci ne diffèrent pas tant des réformes françaises par leur fond – proche – que par leur déclinaison systématique, répétée, assumée, auprès des investisseurs internationaux comme domestiques.

Un bon objectif pour la France serait d'améliorer à nouveau son classement dans le « *Doing business* », publié chaque année par la Banque mondiale (31^{ème} place en 2015²⁹). La perception compte, au moins autant que la réalité ; ce devrait être une bonne nouvelle pour la politique économique française qui a jusqu'à présent trop négligé ce levier plus « micro », auprès tant de ses propres entrepreneurs que de l'étranger.

La rentabilité et le niveau des marges : des effets directs et indirects

L'effet de la richesse financière des entreprises sur leur investissement a fait l'objet de diverses formulations, dont le q de Tobin³⁰. La plus connue reste le « théorème de Schmidt », qu'il faut ici actualiser. Si « *les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-*

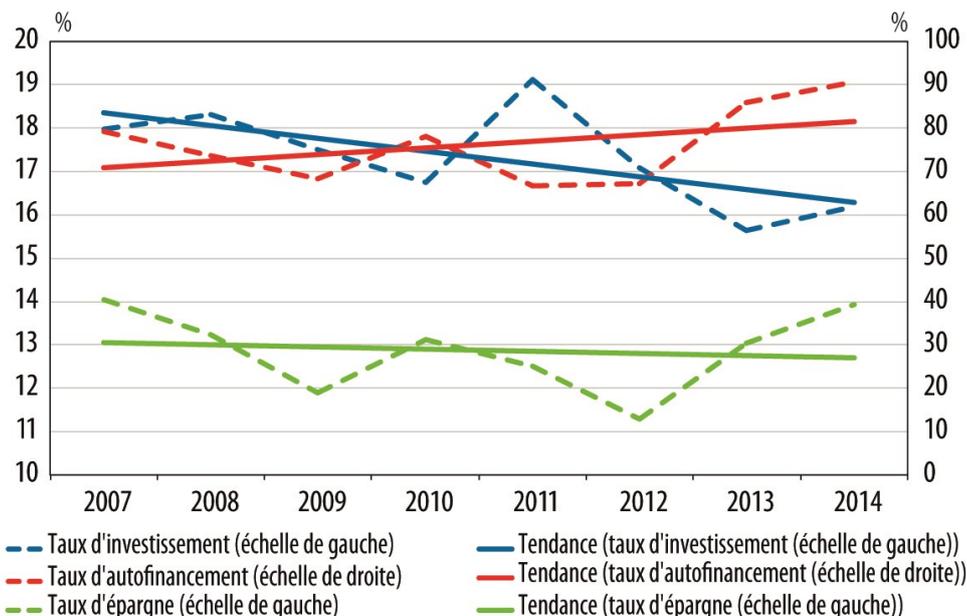
²⁹ La France a ainsi progressé de deux places par rapport à 2014 mais reste dans le classement nettement derrière le Danemark (4^{ème}), le Royaume-Uni (8^{ème}), la Finlande (9^{ème}), la Suède (11^{ème}), l'Irlande (12^{ème}) ou l'Allemagne (14^{ème}).

³⁰ Le q de Tobin – du nom de l'économiste américain – est le rapport entre la valeur de marché des entreprises, et le coût du renouvellement de leur stock de capital physique. Quand q augmente, ceci facilite le financement et encourage l'investissement.

demain », l'enchaînement n'est que partiel, compte tenu du poids des leviers précédents, et il est de nature différente selon la taille des entreprises :

➤ Il joue directement et « mécaniquement » pour beaucoup de PME, sensibles au volume de leur autofinancement. Celles rencontrées par l'IGF et le CGEJET dans l'industrie manufacturière ont rappelé une règle de « réassurance » : leurs investissements doivent être financés d'abord par l'autofinancement, même quand l'endettement est disponible. Et de fait, face à la stagnation de leur taux d'épargne, **les PME françaises ont eu tendance à réduire leurs investissements**, et à augmenter leur taux d'autofinancement.

Graphique 14 : Taux d'autofinancement, de marge et d'investissement des PME



Source : Banque de France, données FIBEN.

➤ Pour les entreprises de plus grande taille, l'enchaînement est de motivation entrepreneuriale : le risque de l'investissement ne vaut d'être pris qu'avec une perspective suffisante de retour.

A cet égard, la baisse récente des marges des entreprises françaises³¹ est un sujet d'alerte, bien identifié et traité heureusement par le crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) et le pacte de responsabilité et de solidarité. L'INSEE, dans son modèle prédictif de l'investissement, attache d'ailleurs une importance plus grande que les organisations internationales au taux d'épargne des entreprises.

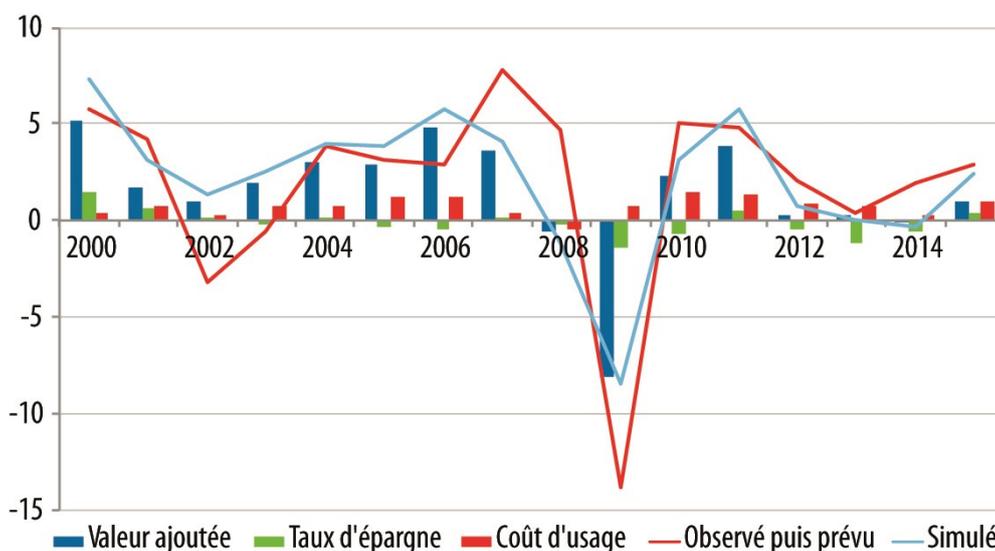
Son augmentation en 2015 contribuerait, avec la reprise de la demande et la baisse du coût d'usage du capital, à la **croissance espérée de l'investissement des entreprises. Celui-ci devrait atteindre entre + 1 et + 2 % en glissement annuel de fin d'année, selon l'Insee**. Les premiers résultats des comptes nationaux au 2^e trimestre, publiés en août, sont compatibles avec cette tendance. Les récentes enquêtes³² auprès des ETI et PME, montrent la même indication d'un mieux toujours prudent, à l'exception du secteur du BTP fragilisé.

³¹ L'évolution du taux d'épargne des entreprises est cependant moins défavorable que celle des marges, compte tenu notamment de la baisse des frais financiers.

³² Cf. 61^{ème} enquête de conjoncture PME de Bpifrance de juillet 2015, et baromètre Euler-Hermès « Investissement et trésorerie des entreprises » de juin 2015.

Les déterminants de l'investissement français selon l'INSEE

Graphique 15 : Contributions (en %) à l'investissement en actifs productifs (FBCF en machines-équipements et en droits de propriété intellectuelle)



Source : INSEE

L'équation en actifs productifs de l'INSEE illustre que le principal déterminant de la FBCF en machines-équipements et en droits de propriété intellectuelle est la demande. Depuis 2000, elle représente les deux tiers des évolutions des déterminants de l'investissement³³. Elle explique les augmentations de l'investissement sur la période 2000-2007 et son ralentissement à compter de la crise de 2008.

Sur la période courte (2012), deux phénomènes apparaissent :

- l'investissement est globalement plus élevé que ce qu'impliquent ses déterminants ;
- et la part des différents déterminants de l'investissement est plus équilibrée : la demande ne pèse que pour 24 % du total des contributions, contre 34 % pour le taux d'épargne et 42 % pour le coût d'usage du capital. L'INSEE donne un poids plus important que d'autres au coût d'usage du capital, alors même que ce dernier déterminant est rarement cité par les entrepreneurs. Sur la durée, la contribution de ce facteur reste cependant modeste.

Globalement, dans les économies avancées, le financement et sa disponibilité ne sont pas aujourd'hui un facteur bloquant de l'investissement. Les PME interrogées par Bpifrance ne citent d'ailleurs, parmi les obstacles à l'investissement, que très minoritairement les contraintes financières : endettement (24 %) et moins encore coût du crédit (10 %). Ceci ne signifie pas pour autant l'absence de sujet financier pour favoriser l'investissement.

³³ Approchée par la part d'un facteur dans la somme des contributions des trois déterminants en valeur absolue.

1.3 A investissements innovants, financements nouveaux

1.3.1 Le renouvellement du vieux débat épargne-investissement

Le débat sur l'équilibre épargne-investissement est vieux comme l'économie politique. Dans les célèbres courbes "IS"³⁴, les volumes de *I(nvestment)* et *S(avings)* s'ajustent à un taux d'intérêt d'équilibre, qui ne réalise pas nécessairement le plein emploi. Mais aujourd'hui le débat se déplace du quantitatif vers le qualitatif.

Des volumes d'épargne abondants

Le sujet n'est plus en effet globalement ni les volumes, ni les prix de l'épargne disponible. Celle-ci est aujourd'hui **abondante** en Europe - qui est en excédent courant - et plus globalement dans le monde, grâce à l'épargne asiatique élevée. Ben Bernanke, qui n'était pas encore président de la FED, avait introduit en 2005 l'expression de "*global savings glut*"³⁵, le « surplus d'épargne » lié aux pays émergents, dans un discours resté célèbre³⁶.

Le scénario central est aujourd'hui celui d'une prolongation des taux d'intérêt réels bas³⁷, poursuivant une tendance forte : 5 % de taux réels au pic de 1986 ; 2 % avant la crise financière ; 0 % aujourd'hui. Et dans la réalité de court-moyen terme, les politiques monétaires des banques centrales garantissent une liquidité abondante.

Des taux bas mais un investissement qui y est peu sensible

Logiquement, cette épargne est **peu chère**. Les taux d'intérêt bas des banques centrales sont correctement répercutés vers les entreprises qui investissent (cf. partie 2.1 sur le cas français). Les entreprises rencontrées ont souvent exprimé des interrogations sur l'engagement des banques, mais aucune d'elles n'a dénoncé le coût du crédit trop élevé. Certains économistes vont au demeurant plus loin³⁸ : l'investissement des entreprises serait de toute façon peu sensible au niveau des taux d'intérêt³⁹. Une enquête réalisée par la FED américaine⁴⁰ auprès des directeurs financiers établit que plus de deux tiers (68 %) d'entre eux disent ne pas modifier leurs plans d'investissement dans l'hypothèse d'une baisse des taux d'intérêt pouvant aller même jusqu'à trois points. Un tel résultat n'est pas incohérent avec l'importance des leviers non financiers de l'investissement mise en évidence précédemment, dont la demande. Le cycle de l'investissement pourrait même être positivement

³⁴ IS-LM dans le modèle complet de Hicks et Hansen, où LM désigne en outre l'offre et la demande de monnaie.

³⁵ "The global saving glut and the US current account deficit", Virginia Association Economics, mars 2005.

³⁶ En 2010, un rapport remarqué, mais non avéré depuis, du McKinsey Global Institute avait mis en doute la pérennité de ce surplus d'épargne.

³⁷ O. Blanchard, D. Purceri et A. Pescatori, FMI, "A prolonged period of low interest rates?", dans l'e-book du CEPR sur la Secular stagnation, été 2014.

³⁸ Cf. l'article de référence de B. Bernanke et M. Gertler, « Inside the black box : the credit channel and monetary policy transmission », *NBER Working paper*, 1995. Les auteurs y notaient déjà que l'investissement résidentiel des ménages, et leurs achats de biens durables, réagissaient beaucoup plus vite aux mouvements de taux d'intérêt que l'investissement des entreprises. Celui-ci était plus sensible à des effets de bilan, faisant écho au *q* de Tobin (cf. note 28).

³⁹ A. Brender, F. Pisani et E. Gagna, *Monnaie, finance et économie réelle*, la Découverte, 2015.

⁴⁰ S. Sharpe et G. Suarez, FED, "The insensitivity of Investment to Interest rates, Evidence from a survey of CFOs", 2014.

corrélé à celui des taux d'intérêt : dès lors que les entreprises investissent au plus haut de la conjoncture, elles tendent aussi à investir au plus haut des taux d'intérêt.

Reste que dans la vision habituelle, l'investissement est un des canaux de transmission de la politique monétaire. Il faudrait accepter l'idée que cette transmission joue moins directement - par le prix bas des financements - qu'indirectement : en soutenant la demande - d'abord interne, notamment celle des ménages, voire externe via le taux de change -, la politique monétaire améliore les perspectives économiques des entreprises, et ainsi leur désir d'investissement.

Constats pratiques et analyses théoriques convergent en tout état de cause : dans le monde développé, le volume des financements est aujourd'hui abondant, leurs prix bas, et cette situation devrait perdurer au moins à moyen terme. Pour autant, **la question de l'équilibre épargne-investissement se pose selon un axe renouvelé, et qualitatif : celle de l'intensité en risque.**

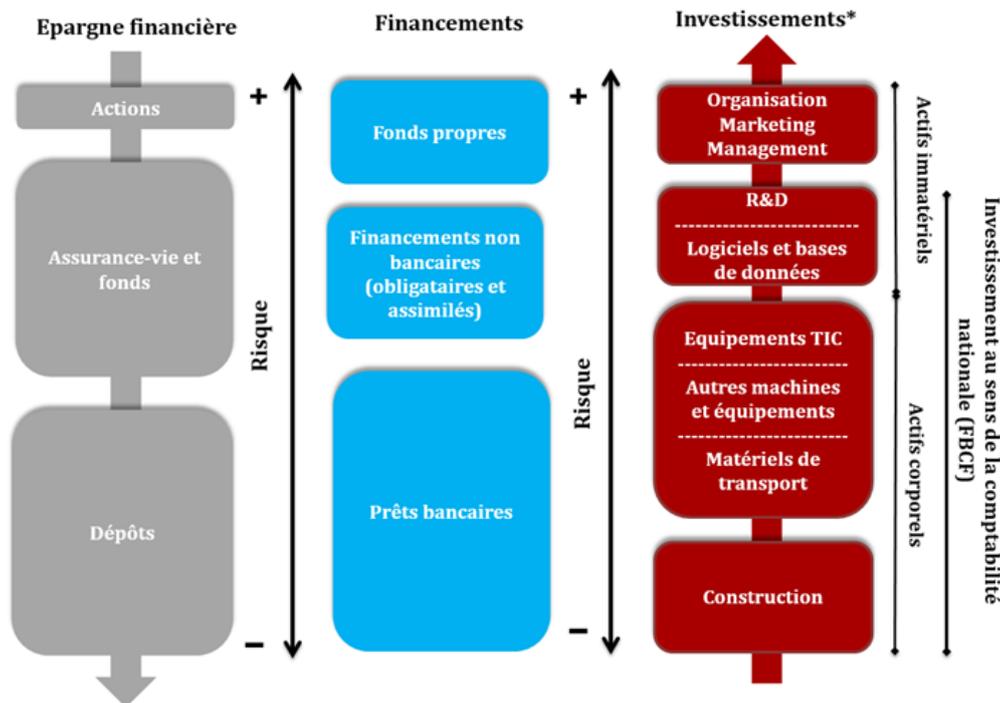
Un nouveau défi qualitatif

L'économie aujourd'hui met en effet face à face des investissements de plus en plus « de rupture » et à risque, des financements qui restent traditionnels, et une épargne « prudente ».

Les investissements changent de nature ; nous l'avons vu plus haut avec l'analyse d'un certain "mal-investissement" français. Ils doivent être **de plus en plus tournés vers l'innovation et la rupture**, notamment dans la révolution numérique, davantage "schumpeteriens" : les investissements de demain ne seront pas dans les mêmes actifs qu'hier - moins corporels -, dans les mêmes entreprises - moins établies -, ni tout à fait dans les mêmes pays. L'investissement désormais le plus décisif n'est au demeurant pas comptabilisé dans la FBCF traditionnelle : c'est celui **dans la compétence des hommes et des femmes**, dans la formation professionnelle initiale comme continue. La France y est en retard par rapport aux meilleurs pays européens dont l'Allemagne. Pour ne citer qu'un exemple, il n'est sans doute pas d'"investissement" plus prioritaire aujourd'hui qu'une mobilisation de tous - y compris les entreprises - pour l'apprentissage des jeunes, pouvant inclure une mobilité européenne.

Parallèlement, le monde avancé doit réussir une transition énergétique vers une économie à moindre carbone ; les pays émergents ont de gigantesques besoins d'infrastructures. Il faut trouver les véhicules de financement de ces investissements longs et avec un aléa collectif.

Graphique 16 : L'équilibre épargne-investissement : un défi qualitatif selon l'intensité en risque



* On retient dans ce schéma une définition élargie de l'investissement selon les catégories utilisées par le « rapport Fratzscher » en Allemagne. Elle dépasse la FBCF mesurée puisqu'elle inclut des dépenses courantes (organisation, management, marketing).

Source : Mission⁴¹.

Face à ces investissements plus risqués, **les financements tendent au contraire à rester traditionnels**. Les banques et les institutions financières ne développent guère les financements des investissements en rupture : pour partie parce que les règles prudentielles favorisent les actifs sûrs, à commencer par les obligations souveraines des États ou les crédits immobiliers (cf. *infra*) ; pour partie aussi car elles n'innovent pas suffisamment dans leurs instruments. Ainsi, le financement bancaire de l'investissement reste massivement celui de crédits à moyen terme ou crédits-bails, garanti par un actif physique. Plus largement, les entreprises en création ou en croissance ont besoin de fonds propres plus encore que de crédits, et les banques ne peuvent directement répondre à cette attente. **Face à des besoins plus larges, les entreprises doivent pouvoir diversifier leurs instruments de financements.**

Philippe Aghion, spécialiste incontesté de l'innovation, a parmi les premiers mis en avant le lien entre la maturité d'une économie et sa structure de financement. Une économie en rattrapage - comme l'Europe de l'après-guerre, ou beaucoup de pays émergents aujourd'hui - peut se financer essentiellement par dette, car le processus est assez sûr. **Une économie "à la frontière technologique"**, qui doit innover et donc davantage risquer, **devrait se financer davantage par fonds propres** : le créateur doit disposer de fonds durables, et l'investisseur financier doit symétriquement avoir un "*upside*", un fort potentiel d'appréciation face à son risque. Dans un registre plus critique, l'Américain S. Cecchetti ⁴² relève que les banques tendent encore trop naturellement à favoriser des projets à fort collatéral - garanties physiques - et à faible productivité.

Aujourd'hui cependant, la préférence pour la dette plutôt que les fonds propres continue à s'observer largement : presque partout, un "biais fiscal" fait que les intérêts de la dette sont pleinement

⁴¹ La taille des différentes composantes n'a qu'un caractère indicatif.

⁴² S. Cecchetti et E. Kharroubi, "Why does financial sector growth crowd out real economic growth?", BRI, février 2015.

déductibles de l'impôt sur les bénéfices alors que les dividendes ne le sont pas⁴³. On constate le maintien dans tout le monde développé de ratios d'endettement élevés : le fameux "*deleveraging*", si souvent invoqué après la crise, ne s'est pas produit. La dette publique comme privée est restée élevée, la seule baisse significative étant pour les institutions financières. Beaucoup d'analystes⁴⁴ voient là une cause majeure de la lenteur de la reprise de la croissance et de l'investissement.

Reste une troisième dimension, correspondant à la partie gauche de notre schéma 16 : en amont même des financements, **les épargnants eux-mêmes semblent de plus en plus prudents, et adverses au risque**. Le souci de protection de son capital est naturel - chacun d'entre nous l'éprouve -, mais il a été renforcé par la crise financière et ses inquiétudes, et il se nourrit du vieillissement en Europe. Un épargnant plus âgé privilégie davantage la rente ; l'Allemagne illustre collectivement cette préférence pour la sécurité. Cette difficulté est objectivement la plus grande : **comment inciter en France et en Europe les épargnants à davantage de risque raisonné ?** Nous y reviendrons en partie 3 : la priorité passe à nos yeux d'abord par une réorientation vers le long terme, plutôt que vers la prise de risque directe. Deux règles de conduite paraissent cependant s'imposer déjà en la matière :

- Il faut éviter les mauvaises incitations. Le couple « rendement-risque » est la base d'une finance saine : les épargnants doivent pouvoir choisir comment ils positionnent leurs avoirs en conséquence, sur la base de règles stables dans la durée, le plus neutres possible, et transparentes. La France conserve un paysage très favorable fiscalement à une épargne sûre et de court terme : livret A et PEL côté dépôts ; assurance-vie investie massivement en fonds euros - et donc en obligations d'État. Plutôt que de chercher à les compenser par de multiples incitations fiscales dans l'autre sens vers les actions ou le capital-risque, il vaut mieux fixer les justes prix de l'épargne réglementée, comme cela vient d'être fait pour le taux du Livret A. Et il faut que ces fonds puissent être aussi employés en faveur des entreprises et des fonds propres (cf. *infra*, orientation 3). On doit cependant relever que nos voisins européens, qui n'ont pas les mêmes dispositifs, observent la même prudence de leurs épargnants vers les dépôts.

- Ensuite, c'est le rôle même de bons intermédiaires financiers que d'assumer cette transformation, entre des passifs prudents – l'épargne - et des actifs plus risqués – l'investissement. Ils le font par la mutualisation des risques, et par la transformation des échéances, du court vers le long terme. Pour autant, il faut expressément **proscrire les risques financiers excessifs d'avant crise**, avec des leviers déraisonnables, des liquidités insuffisantes, des produits absurdement complexes : c'est le rôle des exigences prudentielles renforcées. Il s'agit de **mieux soutenir la prise de risques économiques**, dans la mesure où elle est une composante incontournable de l'impératif d'innovation.

Il faut noter cependant un attrait croissant pour l'épargne de proximité, ou « directe ». Le love money à l'amorçage des entreprises, le souhait d'une utilisation locale de l'épargne – à rebours de sa mutualisation et a fortiori du transfrontières -, le *crowdfunding* disent tous le même désir de placer son épargne avec le moins d'intermédiation possible. Ce choix doit être respecté et développé, mais il doit être éclairé : une épargne directe n'est pas a priori moins risquée, ni mieux rémunérée, qu'une épargne largement mutualisée, au contraire.

Notre conviction est ainsi que sur la graduation "rente/risque", la France et l'Europe sont trop du côté de la rente, et pas assez du côté du risque. L'équilibre investissement-épargne est sous-optimal, **il y a "sous-équilibre" qualitatif** : nous manquons moins d'investissement et d'épargne globalement, que d'investissement de rupture d'un côté, et d'épargne à risque de l'autre.

⁴³ La Belgique, et plus récemment l'Italie, ont introduit des correctifs partiels en faveur des fonds propres.

⁴⁴ Cf. K. Rogoff et S. Lo, "Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On", 24 juillet 2014, pour la 13^{ème} conférence annuelle de la BRI.

1.3.2 Un effet favorable des taux bas, freiné notamment par un « *cost of equity* » qui reste élevé

Les taux bas et la politique non conventionnelle de *Quantitative Easing* pratiqués aujourd'hui par les banques centrales sont un soutien pleinement justifié à l'investissement, même si leurs effets jouent largement via la demande (cf. *supra*). De façon moins souvent notée, ils constituent en outre une incitation à améliorer l'équilibre qualitatif épargne-investissement identifié ci-dessus. Les banques centrales n'interviennent pas principalement pour racheter et donc soutenir des actifs à risque, comme des créances sur les PME⁴⁵ ou des actions. Certains l'ont suggéré, mais ceci poserait à la fois de sérieuses difficultés techniques d'homogénéisation de ces créances, et de montée des risques au bilan de la banque centrale. Mais celle-ci agit indirectement : en achetant - en Europe comme aux Etats-Unis - les actifs refuges que sont les obligations d'Etat et les obligations sécurisées⁴⁶, elles visent aussi à en diminuer le rendement et l'attractivité pour les investisseurs financiers privés, et ainsi à reporter ceux-ci vers des placements plus risqués.

Cette double transmission - par les taux bas, favoriser l'investissement des entreprises, et par les rachats de "souverains", encourager la prise de risque des épargnants - se heurte cependant aujourd'hui à une limite pour les grandes entreprises, notamment aux Etats-Unis.

Le maintien d'un « *cost of equity* » élevé pour les entreprises internationales

Du côté des grandes entreprises, nous avons regardé comme y invitait la lettre de mission, la référence retenue en matière de « **coût du capital** », et pourquoi celle-ci restait élevée.

Le « coût du capital » : de quoi parle-t-on ?

Le « coût du capital » est un concept large et qui vient fort heureusement de faire l'objet d'un **rapport du Conseil national de l'information statistique (CNIS)**⁴⁷. Le groupe de travail, présidé par Olivier Garnier et réuni notamment à la demande de la CGT, donne un éclairage pédagogique sur un sujet complexe :

- au sein des différentes composantes de coût de financement du capital (y compris la dette), la mesure du **coût des fonds propres** est celle qui pose le plus de problèmes, puisqu'ils n'ont pas par définition de taux d'intérêt associés ;
- il n'existe pas d'indicateur unique, ni de source statistiques suffisantes : le rapport se concentre sur divers indicateurs **ex post**. Il présente en particulier l'indicateur le plus fréquemment utilisé pour l'ensemble des financements : le coût moyen pondéré du capital (fonds propres et dette), ou « *Weighted Average Cost of Capital* » (WACC).

La mission a choisi une approche simplifiée : elle s'est concentrée à l'inverse sur le seul coût des fonds propres et sur les indicateurs *ex ante*. Il s'agit donc des attentes de rendement *ex-ante* appliquées aux investissements, notamment financiers.

⁴⁵ Même si elles en prennent une part en garantie de prêts longs, comme le TLTRO (*targeted longer term refinancing operations* ou opérations de refinancement ciblées à long-terme) de la BCE.

⁴⁶ Notamment *covered bonds*, fondées sur des crédits immobiliers.

⁴⁷ O. Garnier, R. Mahieu, J.-P. Villetelle, CNIS, « Le coût du capital – Rapport du groupe de travail », juillet 2015.

Cette approche a en effet deux avantages :

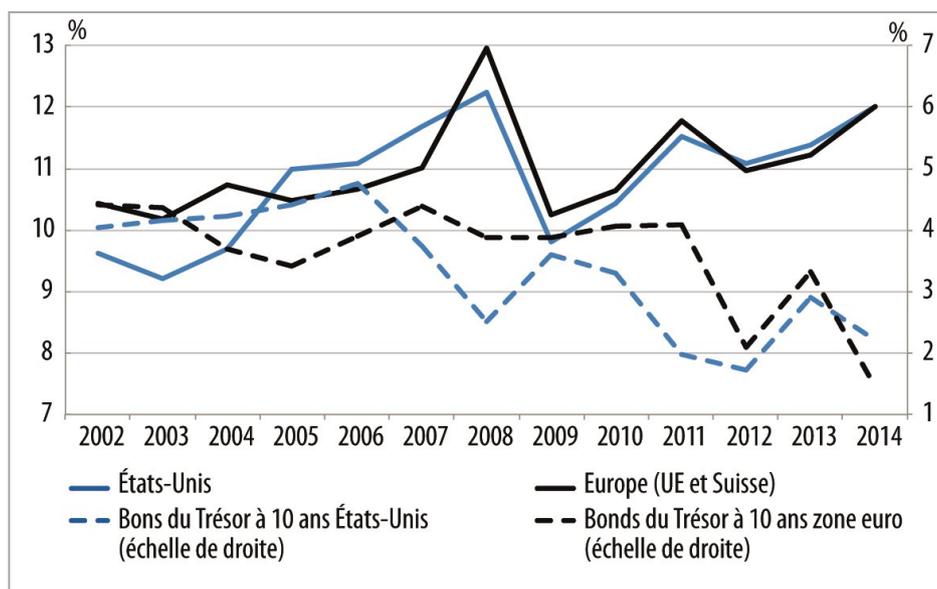
- ce critère concerne directement les décisions d'investissement ;
- il se mesure au niveau microéconomique par des données relativement simples, même si elles sont non publiques.

Il s'agit pour les analystes financiers du « *cost of equity* » (CoE) qu'ils appliquent aux principaux secteurs économiques, ou à chaque grande entreprise cotée.

Par extension, la mission a regardé à l'intérieur de chaque entreprise, l'exigence *ex ante* de TRI - taux de rentabilité interne- qui sert à sélectionner les projets ; le terme américain de "hurdle rate" (taux obstacle, littéralement) dit bien la barre à franchir.

Pour clarifier par rapport aux autres mesures de coût du capital, on retient ici par exception le terme anglais « *cost of equity* » qui vise le rendement **attendu** des seuls **fonds propres**. Ces *costs of equity* ne font l'objet aujourd'hui d'aucun suivi public. Ils ont pourtant une importance essentielle, et la mission a constaté à partir des quelques mesures « privées » disponibles un désajustement évident. Alors que les taux d'intérêt ont fortement baissé depuis deux décennies au moins et sont proches de zéro pour les taux réels, **les *costs of equity* des analystes eux sont restés stables, voire en légère hausse, et élevés – souvent à deux chiffres⁴⁸**.

Graphique 17 : Evolution comparé du *cost of equity* aux États-Unis et en Europe (industries générales)

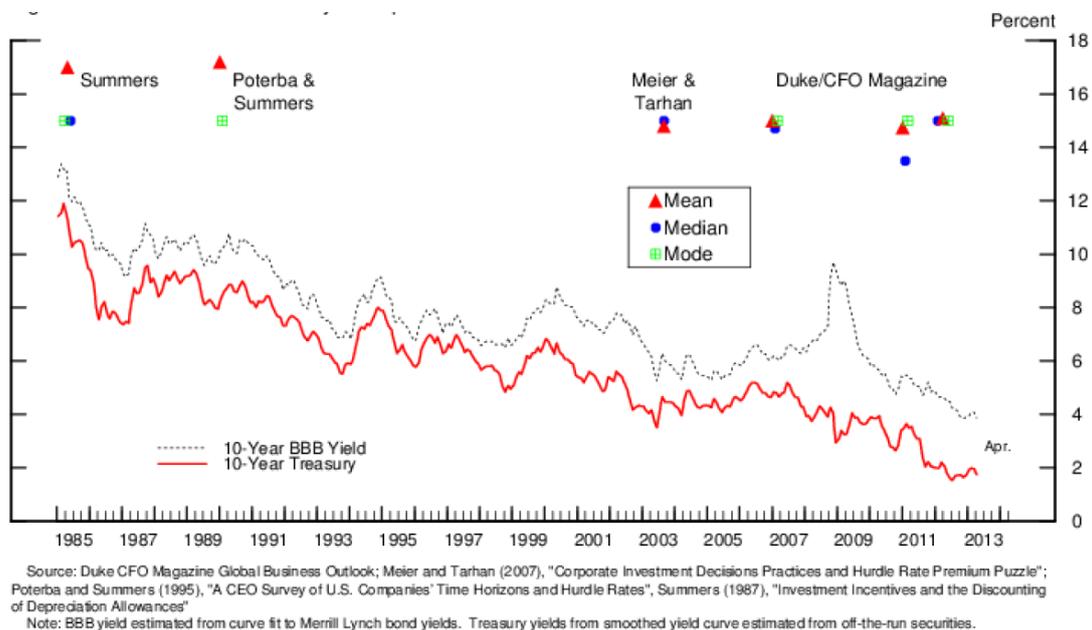


Source : Bloomberg, calculs OCDE (à partir de OCDE, *Business and Finance Outlook 2015*), BCE (Euro area 10-year Government Benchmark bond yield).

⁴⁸ Suivis notamment à partir d'un site qui semble faire référence, celui d'Aswath Damadoran, professeur de "Corporate finance" à la Stern School of Business de l'université de New York.

Concernant les **TRI internes aux entreprises**, les sources statistiques sont par nature même plus dispersées encore. Mais l'étude précitée de la FED auprès des directeurs financiers américains relevait avec surprise le maintien d'un "hurdle rate" élevé en 2012, à plus de 14 % en moyenne.

Graphique 18 : « Hurdle rates » moyens tirés de différentes études comparés au rendement des obligations aux États-Unis



Source : Fed, S. Sharpe et G. Suarez, "The insensitivity of Investment to Interest rates, Evidence from a survey of CFOs", 2014.

La banque américaine J.P. Morgan conseille dès lors à ses grands clients du S&P 500 de réviser à la baisse leurs "hurdle rates" : leur niveau élevé peut en effet être "contreproductif", en induisant une sélection trop sévère des investissements et une moindre création de valeur à long terme⁴⁹.

Des effets plus forts jusqu'à présent aux Etats-Unis

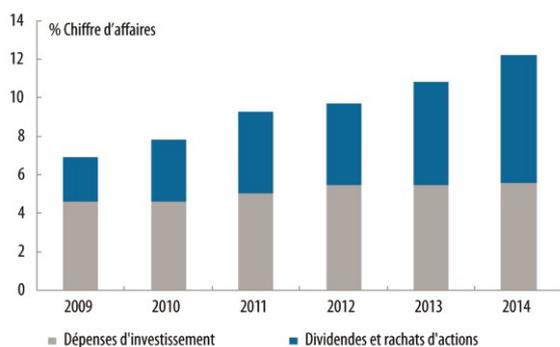
Cette problématique est nouvelle, et plus visible jusqu'à présent aux Etats-Unis qu'en Europe ou en France. Elle a paru suffisamment importante à la mission pour approfondir ses **conséquences** et ses causes. Etrangement, les premières paraissent plus claires que les secondes, sur lesquelles nous reviendrons ensuite.

Aux Etats-Unis mêmes, le phénomène semble avoir été encore peu étudié sauf dans un article de l'OCDE de 2013⁵⁰. Les auteurs concluent que **l'investissement réel** est motivé d'abord économiquement par l'accélération de la croissance et la réduction de l'incertitude, mais financièrement par le *cost of equity* - et non par le taux d'intérêt. **Les dividendes et les rachats d'actions** quant à eux sont incités par la différence entre le *cost of equity* et les taux de financement. Cette différence étant maximale aujourd'hui, les entreprises sont incitées à privilégier à Wall Street les dividendes et rachats d'action sur l'investissement. C'est effectivement un phénomène observé⁵¹. Le mode de rémunération des dirigeants y contribue parallèlement, à l'évidence.

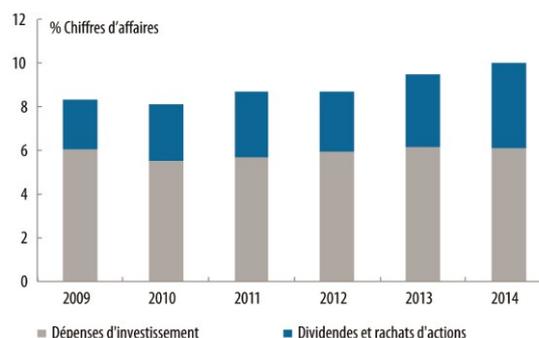
⁴⁹ J.P. Morgan, "Bridging the gap between interest rates and investments : Understanding the weak links between interest rates, cost of capital, hurdle rates and capital allocation", septembre 2014 (cf. annexe 4).

⁵⁰ A. Blundell-Wignall et C. Roulet, "Long-term investment, the cost of capital and the buyback puzzle", 2013.

⁵¹ M. Alcaraz, « Le marché préfère les dividendes à l'investissement », *Les Echos*, 15 juin 2015.

Graphique 19 : Evolution des flux financiers dans les entreprises américaines (industries générales)

Source : Bloomberg, calculs OCDE (à partir de OCDE, Business and Finance Outlook 2015).

Graphique 20 : Evolution des flux financiers dans les entreprises européennes (UE et Suisse, industries générales)

Source : Bloomberg, calculs OCDE (à partir de OCDE, Business and Finance Outlook 2015).

Le plus gros investisseur institutionnel du monde - Blackrock, avec 4 650 Md\$ d'actions sous gestion fin 2014 - vient d'envoyer aux principales sociétés mondiales une lettre marquant sa préoccupation : « Face à ces pressions [court-termistes], de plus en plus de dirigeants d'entreprises ont répondu par des initiatives délivrant un retour immédiat à leurs actionnaires, comme les rachats [d'actions] ou les augmentations de dividendes, et ont sous-investi dans l'innovation, la qualification des personnels, ou des dépenses de capital essentielles pour soutenir la croissance de long terme » (cf. annexe 4) . La démarche peut être de face et d'image, elle n'en est pas moins révélatrice d'un débat qui monte y compris chez les législateurs américains.

En France, la question a été évoquée dans nos entretiens avec des patrons d'entreprises cotées du CAC 40. Tous jugent le sujet important et nouveau ; ils marquent, en privé, leurs doutes sur le coût du capital appliqué à leur entreprise par les analystes, jugé trop élevé. Ils disent choisir d'ignorer en partie et jusqu'à présent cet indicateur dans leur politique d'investissements, même si plusieurs feraient davantage d'acquisitions si leur *cost of equity* était plus bas.

Mais dans le secteur bancaire spécifiquement, le maintien d'un CoE élevé - et nettement supérieur au rendement constaté *ex post* (*RoE*, *Return on Equity*)⁵² - a conduit plusieurs grandes banques européennes et françaises à annoncer des plans de redressement sensible de leur rentabilité sur fonds propres. Ici donc, clairement, le *cost of equity* élevé "mord" sur la stratégie réelle.

L'Europe et la France semblent à ce jour heureusement moins touchées par l'impact du *cost of equity*. Mais nul n'échappe totalement à cette contradiction, entre des taux bas - censés favoriser l'investissement et le long terme - et la préférence pour le court terme que marque l'exigence de rendement du capital élevé. Beaucoup d'ETI ou de PME pour lesquelles les analystes ne calculent pas de coût du capital en ont l'équivalent dans l'exigence d'un retour sur investissement plus rapide : en trois ans désormais plutôt qu'en cinq, par exemple.

Des causes multiformes

Les **causes** de ce désajustement sont plus complexes à identifier. Mécaniquement, le « *cost of equity* » est la combinaison d'un taux sans risque - qui a fortement baissé - et de deux éléments représentatifs du risque : la prime de fonds propres (« *equity premium* ») correspondant logiquement au risque accru des actions, et un coefficient "bêta" propre au secteur, au pays et/ou à l'entreprise en cause.

⁵² Cf. rapport du FMI « *Global financial stability report: risk taking, liquidity, and shadow banking* », chapitre 1 (pp21 à 31), octobre 2014.

Le modèle théorique de calcul du *Cost of Equity*

L'évaluation de la valeur des actions dans un marché en équilibre peut se faire grâce au modèle d'évaluation des actifs financiers (ou *capital asset pricing model*). Dans ce modèle, seul le risque de marché, ou risque non diversifiable, est rémunéré par les investisseurs dans un marché en équilibre. Le *cost of equity* (CoE) est alors égal au taux sans risque (r_f) majoré d'une prime de risque uniquement liée au risque de marché de l'actif :

$$\text{CoE} = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

La prime de risque d'un marché financier ($r_m - r_f$) mesure l'écart de rentabilité attendu entre le marché dans sa totalité (r_m) et l'actif sans risque (r_f l'obligation d'État). Pour déterminer la prime de risque propre à chaque titre, il suffit ensuite de multiplier la prime de risque du marché par le coefficient bêta (β) du titre en question⁵³.

Tout semble se passer comme si la montée de ces éléments de risque avait plus que compensé la baisse du taux sans risque. Cette explication mécanique n'éclaire pas le fond, et la mission a entendu à cet égard **trois thèses** qui peuvent toutes comporter une part de vérité :

- un effet d'hystérésis, après la grande crise de 2008 qui a accru momentanément les primes de risque. C'est l'explication la plus optimiste, le *cost of equity* devrait en conséquence "finir par baisser" ;
- un doute des investisseurs financiers sur la baisse durable des taux sans risques et/ou de l'inflation, les politiques monétaires actuelles étant dans cette hypothèse jugées non soutenables. Mais c'est ignorer les facteurs structurels et durables des taux bas ;
- la traduction plus fondamentale d'une aversion au risque accrue dans le monde avancé. Celle-ci serait d'autant plus frappante qu'elle s'observe alors aux Etats-Unis - pourtant moins touchés par l'incertitude- autant qu'en Europe. Elle a son prolongement dans un excès de demande d'actifs « sans risques », de la part des investisseurs financiers.

Plusieurs interlocuteurs soulignent enfin la relative opacité de la formation de ces « coûts ». La mission n'a pas pour objet de clore ces débats. Il faut répéter par ailleurs que l'investissement dépend en premier lieu de leviers économiques, plus que du *cost of equity*. Pour autant, il nous semble indispensable de mieux suivre désormais l'évolution de celui-ci, qui est une variable microéconomique aussi essentielle que mal connue, et de creuser l'analyse de ses effets et de ses causes. Les organisations économiques internationales sont un lieu privilégié pour ce faire.

Il est tentant de relier ces éclairages "micro" au débat macroéconomique relancé fin 2013 par Larry Summers, l'ancien secrétaire au Trésor américain, sur la "**stagnation séculaire**". L'expression frappe : elle date en fait du keynésien Alvin Hansen en 1938 aux Etats-Unis, et les Trente Glorieuses d'après-guerre l'ont ensuite démentie. Retenons-en ici les composantes qui paraissent les plus pertinentes pour le sujet du financement de l'investissement :

- le surcroît d'épargne et les taux d'intérêt très bas ont **des causes structurelles** : (i) la montée des inégalités dans les pays riches, qui bénéficie à des individus qui épargnent davantage - l'économie est ainsi devenue moins keynésienne, avec moins de propension moyenne à consommer, et Summers rejoint ici certains des travaux de Thomas Piketty (ii) l'accumulation de grandes réserves d'épargne dans les pays à excédent courant - Chine et Allemagne en premier lieu (iii) l'allongement de la durée de vie - même si ce phénomène n'est pas directement cité par Summers, il contribue au taux d'épargne élevé.

⁵³ Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise*, 2015.

• en face de cette épargne, l'investissement devrait augmenter et contribuer ainsi à la reprise. Mais l'ajustement "I-S" par les taux d'intérêt supposerait d'aller au-delà des taux très bas actuels, jusqu'à des taux d'intérêt réels négatifs, et il se heurte à ce que beaucoup d'économistes appellent le "*zero lower bound*", la frontière basse à zéro des taux d'intérêt.

Le paradoxe veut que cette thèse ait été relancée aux Etats-Unis, alors même **qu'elle s'applique sans doute davantage à l'Europe** qui a un excédent d'épargne et une insuffisance de reprise⁵⁴. Déduire par ailleurs des difficultés actuelles que nous aurions devant nous un siècle de stagnation est quelque peu fantaisiste.

Disons-le autrement, avec quelques conclusions résumées au terme de cette première partie :

- (i) le niveau de l'investissement, et plus encore son contenu d'innovation, sont le défi d'une reprise durable ;
- (ii) les leviers en sont d'abord économiques, par les réformes qui accroissent la croissance réelle et potentielle, la réduction de l'incertitude, l'incitation via les marges ;
- (iii) mais pour bien utiliser une épargne abondante, les financements doivent s'adapter dans leur nature - plus innovante -, tandis que le *cost of equity* devrait baisser : ces deux évolutions doivent refléter une moindre aversion au risque dans les pays avancés, et singulièrement en Europe.

⁵⁴ cf. e-book du CEPR, op.cit.

2 Traiter les trois défis du financement

Le sous-équilibre potentiel entre investissement et épargne, tel qu'on l'a identifié qualitativement, doit s'analyser aujourd'hui selon trois cercles géographiques :

- **en France**, où persiste un malentendu sur le crédit ;
- **dans la zone euro**, où l'épargne est abondante mais mal allouée entre pays ;
- et enfin à l'échelle **des pays développés dans leur ensemble**, avec l'interrogation sur l'effet des règles prudentielles.

2.1 En France, un malentendu persistant sur le crédit

La question la plus souvent posée - et passionnée - est celle de l'accès au crédit bancaire : sept ans après la crise financière, les banques ont-elles un comportement restrictif envers les entreprises ? Mais la mission a examiné aussi la disponibilité des fonds propres, d'importance croissante pour un investissement plus innovant.

2.1.1 Sortir du malentendu sur le crédit

Sur l'accès au crédit bancaire en France, force est de constater qu'il persiste un écart nocif entre un constat global rassurant, et une perception de terrain beaucoup plus critique. Réduire cet écart doit être une priorité de tous, à commencer par les banques, et ceci constitue la première série d'orientations de notre mission.

Des chiffres globalement satisfaisants

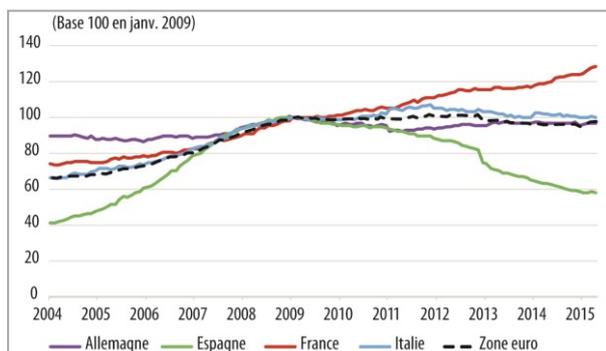
Globalement en effet, les indicateurs concernant l'offre de crédits en France sont largement positifs. Les statistiques officielles de la BCE permettent des comparaisons précises avec nos voisins européens, sur les volumes, sur les taux, et sur l'accès des PME au crédit.

En **volume**, la France est le pays européen où les financements (bancaires et obligataires) des sociétés non financières ont le plus crû depuis la crise. Ceci vaut tant pour l'endettement global, qui a augmenté de 28 % depuis le pic de la crise fin 2008, que pour le seul crédit bancaire, dont l'encours a augmenté de 7 % sur la même période⁵⁵. A l'inverse, les financements bancaires ont en moyenne reculé de 12 % dans la zone euro, modérément en Allemagne (- 5 %) et brutalement en Espagne (- 44 %). Sur la période récente, cet écart demeure : à fin juin 2015, l'encours de crédits bancaires aux SNF a augmenté en un an de 3,3 % en France⁵⁶, quand il a reculé de 1,1 % en Allemagne et, en moyenne, dans la zone euro, et de 2,1 % en Italie.

⁵⁵ Entre la fin de l'année 2008 et juin 2015. Source : BCE.

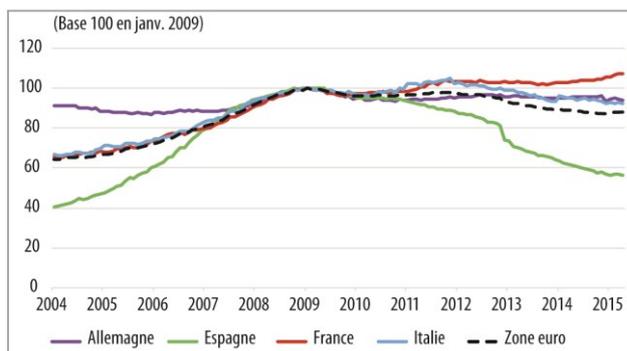
⁵⁶ Pour la France, le chiffre est retraité des titrisations par la Banque de France.

Graphique 21 : Endettement financier total des SNF dans la zone euro (base 100 en janvier 2009)



Source : BCE.

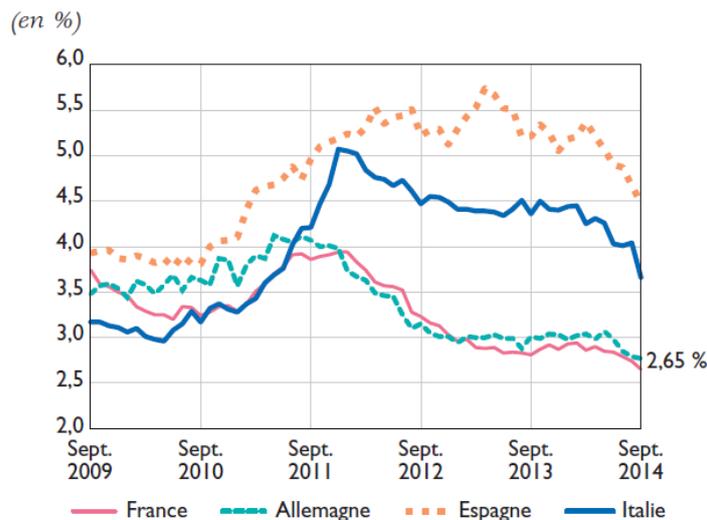
Graphique 22 : Encours de crédits bancaires aux SNF dans la zone euro (base 100 en janvier 2009)



Source : BCE.

Sur les **taux d'intérêt**, la France apparaît également en situation globalement favorable : les taux des nouveaux crédits bancaires ont fortement baissé, pour se situer en moyenne à moins de 2 % aujourd'hui, contre 5 % en 2007 avant la crise, et près de 6 % au pic de 2008. Même si ce mouvement de convergence est général dans la zone euro, le crédit en France apparaît parmi les moins coûteux, y compris sur les « petits » crédits.

Graphique 23 : Taux de crédits inférieurs à 1M€ toutes durées



Source : Banque de France.

Enfin, sur **l'accès des PME au crédit**, la dernière enquête semestrielle SAFE⁵⁷ de la BCE donne un taux de satisfaction (total ou majoritaire) de 79 % des demandes en France, soit un niveau proche de l'Allemagne (78 %) mais supérieur à l'Italie (65 %) ou l'Espagne (69 %). Cependant, en évolution, la perception des PME s'améliore très rapidement en Espagne, et davantage ailleurs qu'en France.

Deux autres indications vont dans le même sens :

- la diminution régulière des saisines de la Médiation du crédit : - 19 % en 2014 par rapport à 2013, - 14 % au premier semestre 2015 par rapport au premier semestre 2014. La Médiation, dont le travail est reconnu par toutes les parties, traite chaque mois un montant de crédits inférieur à 0,2 % du total des nouveaux prêts des banques.

⁵⁷ BCE, *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)* pour la période octobre 2014 – mars 2015, juin 2015.

➤ une étude économétrique conduite indépendamment par la Banque de France⁵⁸, confortée par des enquêtes auprès des entreprises sur l'accès au crédit, constate "*plutôt une moindre demande de crédit de la part des entreprises qu'un fléchissement de l'offre. (...) Seules les entreprises en situation financière précaire ont de vraies difficultés d'accès au crédit bancaire*"⁵⁹.

Les banques françaises ont donc quelques raisons de faire valoir qu'elles ont "fait leur travail" depuis la crise. On doit y ajouter le développement rapide des financements en dettes non bancaires, pour les grandes entreprises et une part croissante des ETI. Tiré par le poids des grandes entreprises, le taux de « désintermédiation » des entreprises françaises est ainsi passé de 24 % en 2008 à 38 % en 2014⁶⁰ ; il a en 2013 atteint selon les données FIBEN 70 % pour les grandes entreprises et 26 % pour les ETI, tout en restant très faible pour les PME (4 %). L'économie française a ainsi, davantage que ses voisins de la zone euro, déjà diversifié ses sources de financements : la part de l'endettement obligataire est seulement de 14 % en Allemagne, 12 % en Italie, et 2 % en Espagne⁶¹. Les "**fonds de prêts à l'économie**" se sont en outre bien développés depuis 2013.

Les fonds de prêts à l'économie

Créés à l'été 2013, les fonds de prêts à l'économie (FPE) permettent aux assureurs d'orienter une partie de l'épargne des ménages vers le financement en dette des PME-ETI non cotées.

Selon un sondage réalisé par l'observatoire des fonds de prêts à l'économie début décembre 2014 : 50 FPE avaient à cette date été levés, pour une collecte totale de 14,1 Md€. 7,8 Md€ avaient à cette date déjà été investis, dont 56 % dans des dettes d'entreprises.

Emblématique de ce mouvement naissant, le **fonds Novo** mis en œuvre par la CDC a mobilisé 1 Md€ auprès de tous les plus grands assureurs français. Il offre aux PME et ETI des prêts de 10 à 50 M€, remboursables au terme d'une durée de 5 à 7 ans. 720 M€ ont déjà été investis en prêts obligataires dans 27 entreprises de l'industrie et des services, y compris des ETI dont le chiffre d'affaires est inférieur à 100 M€.

Certains de nos interlocuteurs ont même fait valoir que la croissance de l'endettement des entreprises française était excessive : certes, elle a permis le maintien quantitatif de l'investissement en France. Mais elle marque aussi un certain recul de la part de l'autofinancement - hors PME, en parallèle à la baisse des marges. Cette alerte doit toutefois être relativisée : le taux d'endettement des entreprises en France, même après son augmentation depuis 2007, se situe à la moyenne de la zone euro.

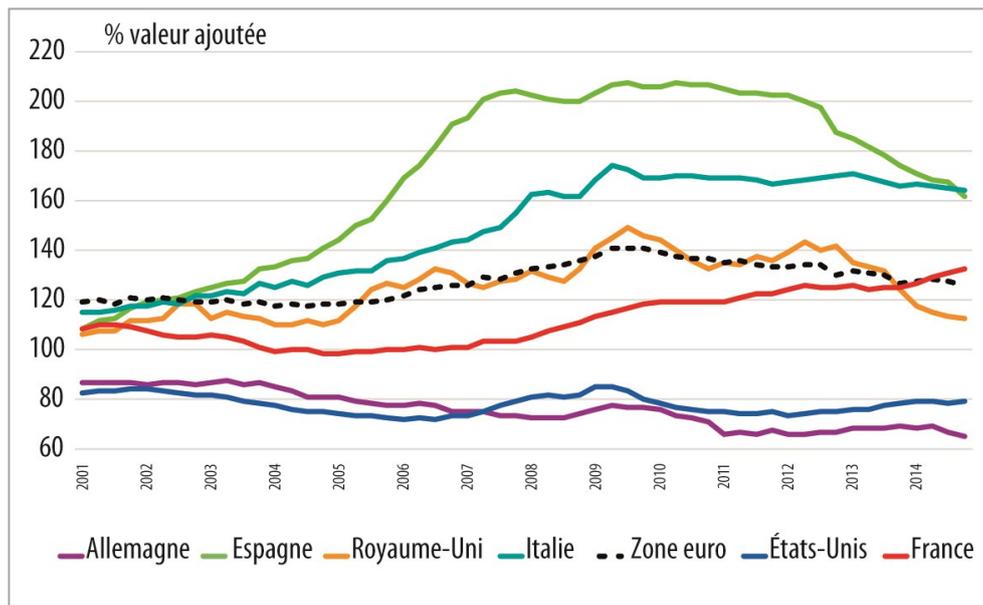
⁵⁸ E. Kremp et P. Sevestre, "Accès au crédit des PME : quelles leçons tirer du rapprochement des données d'enquête et des données de bilan ? », présentation au séminaire « situation financière des entreprises », organisé par la Banque de France le 23 septembre 2013.

⁵⁹ Cf également J. Cailloux, A. Landier et G. Plantin, note n°18 du Conseil d'analyse économique (CAE) « *Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées* ». La note du CAE conclut à une absence de dégradation notable des conditions de financement des PME.

⁶⁰ Source : Banque de France. Le taux de désintermédiation est défini comme la part des financements obligataires dans l'endettement financier au sens strict, c'est-à-dire bancaire et obligataire (cf. *infra*, 3.1). Ces chiffres sont en stock ; sur les flux (financements nouveaux), la part du marché est plus importante encore.

⁶¹ Source : Banque de France.

Graphique 24 : Endettement des sociétés non financières (en % de la valeur ajoutée, par pays)



Source : Banque de France.

Une perception de terrain beaucoup plus critique

La perception de beaucoup des entreprises rencontrées est cependant nettement moins favorable, et cet écho a frappé la mission. Leurs dirigeants comme les associations qui les représentent déplorent souvent la « *frilosité* » des banques, et une sélection des dossiers binaire : "pour les boîtes solides, tout le monde est là. Quand on descend, c'est beaucoup plus difficile". L'obtention d'un crédit peut alors devenir "l'ascension de l'Himalaya" (sic). L'Observatoire du financement des entreprises, qui réunit autour de la Médiation l'ensemble des parties prenantes, a consacré deux rapports de qualité, l'un en janvier 2014 à la situation économique et financière des PME⁶², l'autre en juin 2014 spécifiquement au financement des TPE⁶³. Là aussi, les convergences sont fortes avec nos propres travaux ; elles appellent une mobilisation collective.

Le malentendu est coûteux et nocif, pour les entreprises qui limitent de ce fait leurs projets, comme pour les banques qui perdent en revenus de crédit autant qu'en image. L'économie française pâtit globalement de cet écart persistant. Les banques doivent le prendre au sérieux : elles disent de bonne foi souhaiter prêter davantage ; ceci peut et doit se traduire par des progrès résolus dans l'action.

Deux explications insuffisantes

Les deux explications les plus fréquentes du malentendu ne paraissent pas vraiment satisfaisantes :

➤ la première - plutôt du côté des banques - renvoie au passé, et conclut que le malentendu n'en serait qu'une "trace", qui va s'effacer. Les banques ont effectivement durci leurs critères dans l'hiver 2008-2009, face à la grande incertitude qui a suivi la faillite de Lehman Brothers. Selon le FMI, ce "choc d'offre" sur le crédit s'est produit dans tous les pays ; il aurait été compensé depuis aux États-Unis et en Allemagne, pas tout à fait en France⁶⁴, et moins encore en Italie et en Espagne. De façon plus récente, à la suite des tensions de liquidité de 2011 et sous la pression des ratios prudentiels, tous

⁶² Observatoire du financement des entreprises, *Rapport sur la situation économique et financière des PME*, janvier 2014.

⁶³ Observatoire du financement des entreprises, *Rapport sur le financement des TPE en France*, juin 2014.

⁶⁴ WEO FMI, "Credit supply and Economic growth", avril 2014.

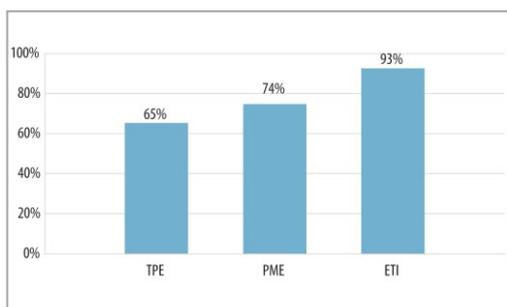
les réseaux français ont visé une diminution de leur ratio crédits/dépôts (supérieur à 120 % pour la moyenne des banques françaises) : principalement et officiellement par augmentation des dépôts, en offrant à l'époque pour cela des taux plus élevés ; parfois sans doute par freinage des crédits. Plusieurs banques ont cité leurs « déficit collecte-crédits » (DCC), « besoin net de financement » (BNF), « ratio crédits dépôts » (RCD) : ces instruments de pilotage portent des noms différents selon les réseaux, mais ont potentiellement partout le même effet, psychologique plus encore que réel. Les conseillers ont pu se sentir momentanément freinés dans le développement du crédit. Ils ont pu aussi avoir la tentation de justifier des refus individuels par une instruction générale « du siège », nourrissant ainsi chez les PME un sentiment collectif et excessif de rationnement. « Bâle 3 » devient ainsi jusque dans les territoires un prétexte commode, et un épouvantail injustifié (cf. 2.3 ci-après).

➤ **La seconde explication – du côté des entreprises – fait état d'une « autocensure ».** Puisque nombre d'entreprises anticipent un refus de leur banque, elles renonceraient même à présenter une demande. Les statistiques d'accès en seraient ainsi artificiellement améliorées. Par définition même, cette autocensure est difficile à mesurer. Les enquêtes conduites auprès des entreprises laissent entrevoir une part limitée : selon la dernière enquête européenne SAFE, 6 % des PME françaises envisageant de s'endetter auraient renoncé à demander un crédit par peur d'un possible rejet, contre 8 % en moyenne pour la zone euro. Selon la plus récente enquête trimestrielle de la Banque de France, qui intègre pour la première fois des questions spécifiques sur l'autocensure, seuls 2 % des répondants expliquent ne pas avoir demandé de crédit par anticipation d'un refus en raison de critères trop sévères. Cependant, un quart des PME et 30 % des TPE sondées n'ont pas répondu à cette question. L'autocensure nous paraît être une réalité, au moins en partie. Mais **plus que de la mesurer, l'essentiel est de la réduire.** Et pour ce faire de traiter les deux besoins réels insuffisamment couverts aujourd'hui : les TPE et leur trésorerie ; et pour l'ensemble des entreprises le financement long du BFR.

Les TPE et les crédits de trésorerie

Les enquêtes conduites pointent une difficulté spécifique pour les crédits de trésorerie, auprès des TPE. La mission l'a examinée, dès lors que la frontière entre trésorerie et investissement peut être ténue, particulièrement pour des TPE. Celles-ci tendent à demander un peu plus souvent des crédits de trésorerie (10 % d'entre elles en moyenne au premier semestre 2015) que les autres catégories d'entreprises, mais elles l'obtiennent moins souvent - à 65 %, contre près de 80% pour les PME et 96% pour les ETI.

Graphique 25 : Taux d'obtention de nouveaux crédits de trésorerie par taille d'entreprise (en %) au premier semestre 2015 (hors utilisation de lignes de crédit obtenues précédemment)



Source : Banque de France (Direction générale des statistiques) et FCGA. Champ : entreprises avec une autonomie de décision en matière de demande de crédit.

Économiquement, les TPE peuvent être en situation plus fragile. Psychologiquement, le dialogue est plus difficile entre des TPE souvent moins "outillées" face à leur banquier, et qui dépendent beaucoup de la qualité – potentiellement variable - et de la permanence – souvent insuffisante - de leur conseiller en agence. Les autres entreprises sont en général traitées dans des "centres d'affaires" spécialisés.

En conséquence, la mission propose les orientations suivantes :

Orientation n°1 : améliorer l'accès des TPE au crédit, et faciliter les crédits de trésorerie

Quatre mesures simples nous paraissent s'imposer:

1) La première est minimale: pour les banques, réaliser partout les cinq engagements de bon sens pris dans la suite des recommandations du rapport de l'Observatoire sur les financements des TPE de juin 2014 (i) expliquer les refus de crédit, en prévoyant la possibilité d'un entretien si le client le demande (ii) répondre sous 15 jours à toute demande de crédit (iii) indiquer dans les éventuelles lettres de refus et de dénonciation la possibilité du recours à la Médiation du crédit (iv) développer une meilleure information sur le financement de la trésorerie et du court terme par un guide pédagogique (v) favoriser la stabilité des conseillers bancaires auprès des TPE dans leurs fonction. Ces engagements pourraient être valorisés commercialement par chacun des réseaux ; la Médiation du crédit et la FBF devraient coordonner un bilan précis d'ici fin 2015.

2) **Clarifier pour les TPE la présentation et le coût des différentes solutions de trésorerie :** découverts, facilités de caisse, affacturage... Un glossaire des termes techniques, et des préconisations pour permettre aux entrepreneurs de comparer plus aisément les tarifs, mais aussi les coûts des diverses solutions, devraient être proposés par la Médiation du Crédit d'ici la fin de l'année, comme cela a été fait avec succès pour les services aux particuliers avec le CCSF. Cette transparence étant assurée, le développement de l'affacturage, encore souvent perçu comme cher, peut être une bonne solution. Ceci inclura "l'affacturage inversé" à l'initiative des grands donneurs d'ordre comme l'a proposé le rapport du CAE de fin 2014⁶⁵. Il faut de même encourager la **garantie** (caution mutuelle ou garantie de type Bpifrance) : la mission a notamment relevé la bonne pratique de la SIAGI, proposant une "pré-garantie" avant la discussion avec le conseiller bancaire, offre encore trop peu connue des artisans rencontrés.

3) Donner à la Médiation du crédit - aujourd'hui en baisse de charge - un rôle, non plus seulement en aval des décisions, mais aussi de **conseil en amont**, selon deux variantes à étudier. Dans la première, les services locaux pourraient être saisis directement par les dirigeants de TPE, en s'appuyant sur un outil de diagnostic simplifié : l'outil Géode actuel de la Banque de France est de grande qualité, mais un peu trop « élitiste » (4800 € d'abonnement annuel, et 2000 consultations nationales seulement). En alternative indirecte, la Médiation animerait – et ranimerait - le réseau des "tiers médiateurs de confiance", professionnels du chiffre ou du droit notamment ; il faudrait pour cela probablement revoir leur sélection et leur mode d'intervention. Les TPE doivent ainsi pouvoir mieux présenter leurs dossiers vis-à-vis des banques.

4) Viser par ailleurs un rapprochement/renforcement de la Médiation du crédit et de la Médiation interentreprises sur **les délais de paiement**, ainsi qu'une relance en pratique de l'Observatoire des délais de paiement. Ce dernier pourrait être le lieu, avec inclusion et participation active de l'AFEP représentant les grands donneurs d'ordre, d'un suivi collectif plus strict de l'application effective de la loi LME de 2008. Beaucoup d'entrepreneurs soulignent en effet la connexité entre leur demandes de trésorerie, et le maintien de délais de paiement élevés, y compris de la part de certaines collectivités publiques. Ce point reste d'autant plus sensible que le dernier rapport de Mme Jeanne-Marie Prost⁶⁶ relève que désormais, "l'effet LME" a cessé : les délais de paiement ne baissent plus en moyenne dans l'économie française.

⁶⁵ J. Cailloux, A. Landier et G. Plantin, n°18 du conseil d'analyse économique (CAE), « *Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées* ».

⁶⁶ *Les délais de paiement et la facturation électronique au service de la trésorerie des entreprises*, mission confiée par le ministre des finances et le ministre de l'économie.

Le financement long du BFR

Cette seconde problématique est plus nouvelle. Elle correspond au **renouvellement de la notion même d'investissement** (cf. partie 1). L'exemple des robots le montre : au-delà de l'acquisition de la machine elle-même, les dépenses de formation et de réorganisation peuvent représenter 20 à 30 % du plan de l'entrepreneur. Or autant la machine physique est aisée à financer sur 5 ans, par crédit à moyen terme ou crédit-bail, autant ces dépenses immatérielles ne le sont pas sauf pour les meilleures ETI clientes. L'entreprise moderne souhaite donc de moins en moins être enfermée dans la vieille distinction entre d'un côté investissement physique / crédit long nanti, et de l'autre trésorerie / crédit court "en blanc". Le besoin d'un financement long des **dépenses d'exploitation** - qui sont souvent du développement - s'exprime de plus en plus : le rapport du Conseil national de l'industrie sur le financement des entreprises industrielles⁶⁷ et la récente étude IGF-CGEIET sur l'investissement productif innovant rejoignent ici les auditions de la mission. Une preuve supplémentaire en est l'attrait de grosses PME et ETI pour des instruments de financements non bancaires comme les placements privés : ils peuvent être plus coûteux, mais ils sont remboursables au terme du cycle de développement, et ils sont sans garantie physique.

La question des **garanties bancaires** est en effet clé, et elle nous est apparue parfois mal posée. Le sujet n'est pas tant les garanties personnelles demandées au dirigeant. Même si elles sont parfois excessives, l'Observatoire du financement des entreprises relève que "*ce phénomène est, entre autres, à relier à la gestion patrimoniale des entreprises, qui conduit souvent les chefs d'entreprises à placer hors des sociétés d'exploitation, dans des SCI, les biens immobiliers professionnels*"⁶⁸. Nombre de nos voisins européens paraissent d'ailleurs demander davantage de garanties personnelles⁶⁹. Mais à l'inverse, les banques devraient pouvoir davantage développer le crédit long sans "collatéral" (garantie) sur un bien physique, à risque plus élevé mais taux en conséquence. Et ce alors même que nombre de réseaux ont fait des efforts récents et remarquables pour financer l'innovation, par la création de "pôles" spécialisés ou des prêts *ad hoc*.

Deux éléments favorables de contexte doivent être relevés :

➤ Bpifrance a lancé des nouveaux "**prêts de développement**", sur 7 ans sans garantie prise sur l'entreprise ou ses dirigeants, avec un différé d'amortissement initial de 2 ans. Ceux-ci ont connu un succès rapide, dans les chiffres (1,7 Md€ d'engagements en 2014, soit 42 % de croissance par rapport à 2013) comme dans leur notoriété auprès des entreprises rencontrées⁷⁰.

➤ Il existe un secteur où les banques commerciales acceptent de prêter long sans garantie physique : le financement des LBO⁷¹, ou plus largement celui des crédits pour acquisition. Il s'agit de quasi-crédits "de notoriété", fondés sur le *business plan* de l'entreprise et la personnalité de ses acteurs. Deux éléments en sont intéressants : (i) ils comportent souvent à la place des garanties classiques des clauses, dites "*covenants* », telles que l'absence de distribution des dividendes (ii) les taux des prêts sont plus élevés, à la mesure des risques pris. Les banques ont moins l'habitude de tarifier ainsi le risque sur leurs prêts classiques aux entreprises. La moyenne des taux est basse - c'est une bonne chose ; mais leur dispersion est également faible, ce qui peut être une moins bonne nouvelle. Comme le montre le graphique suivant, la moitié des crédits octroyés aux PME se

⁶⁷ Conseil National de l'Industrie, *Le financement des entreprises industrielles*, rapport du groupe de travail présidé par Jeanne-Marie Prost, novembre 2014.

⁶⁸ Observatoire du financement des entreprises, *Rapport sur le financement des TPE en France*, juin 2014.

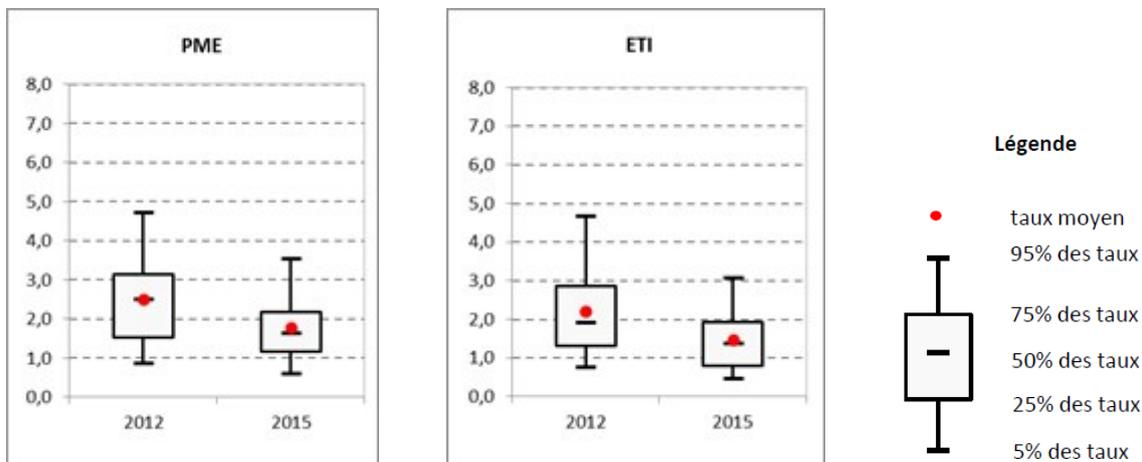
⁶⁹ Selon la dernière enquête « SAFE » conduite par la BCE auprès des entreprises.

⁷⁰ Une partie de ces prêts de développement fait en outre l'objet de bonifications, qui pourraient sans doute être réduites.

⁷¹ *Leveraged buyout*, ou rachat d'entreprise par endettement.

répartissent désormais sur un *spread* de l'ordre de 100 pb et moins de 5% des crédits ont un taux dépassant 4%, soit 200 pb de plus que la moyenne des taux⁷².

Graphique 26 : Distribution des taux effectifs des crédits aux entreprises, par taille, en %



Source : Banque de France.

Orientation n°2 : développer le financement long du BFR

La mission propose de développer à ce titre deux types de crédit dans les banques commerciales :

- **Le financement des entreprises sur stocks.** Cette pratique, davantage développée en Allemagne, est en France bloquée par des dispositions du code de commerce, plus contraignantes que le régime de droit commun : on estime aujourd'hui que seuls 2 % de l'ensemble des encours de court terme sont garantis sur stock. La loi Macron ouvre la voie à une sécurisation juridique de cette pratique. Dès lors que les mesures (ordonnance) seront prises, les banques devraient rapidement pouvoir mettre en œuvre la commercialisation de ce produit, qui cependant concerne essentiellement l'industrie, les services ayant peu de stocks.

- **Des formules de financement long du BFR,** lorsqu'il est associé à un investissement, avec durée et différé suffisamment longs et sans garantie physique. Ces prêts devraient dès lors être tarifés plus chers, à la mesure du risque accru, et comporter des schémas de garantie spécifiques, notamment via une couverture partielle - et facturée - de Bpifrance dans son rôle cette fois de garant. Le « fonds de garantie innovation » mis en place il y a quelques années a de fait été moins développé, face à l'essor des prêts de développement directs de Bpifrance.

La montée de tels « prêts de développement commerciaux », quels qu'en soient le nom et la forme exacts, aurait un double avantage :

- Elle permettrait d'augmenter les volumes disponibles pour les entreprises. La demande risque de croître d'autant plus avec la reprise : c'est d'abord le BFR, ou *working capital*, qui augmente.
- Parallèlement, un cofinancement de l'immatériel avec les banques permettrait de mieux réguler le risque pris par Bpifrance. Une répartition durable des rôles entre Bpifrance qui financerait l'immatériel, et des banques commerciales le matériel -sauf exception-, ne serait saine ni pour la première, ni pour les secondes.

⁷² Pour mémoire, il n'y a pas de taux d'usure, ou taux plafond, applicable aux prêts aux entreprises, à l'exception des découverts autorisés, dont le plafond était au 1^{er} juillet 2015 fixé à 13,24 %.

Développer des offres de financements alternatifs

Enfin, l'offre de crédits alternatifs constitue sur le terrain une solution certes de taille limitée, mais qui comble certains manques. Elle est très bienvenue pour stimuler les acteurs traditionnels.

Il faut à ce titre favoriser le développement de trois types d'actions :

➤ **le microcrédit et la finance solidaire**

La France bénéficie de plusieurs acteurs dynamiques en microcrédit.⁷³ Ces associations travaillent souvent en partenariat avec des acteurs financiers. Sur le terrain, elles soutiennent la création d'entreprises individuelles à travers le microcrédit professionnel, avec un fort accompagnement des porteurs de projets. La récente décision de relever leurs plafonds de prêt par entreprise (de 10 000 à 12 000€) et d'élargir leur intervention au-delà des 5 premières années, va dans le bon sens. Mais il reste des marges pour simplifier le microcrédit, et élargir son accès au plus grand nombre dont les moins favorisés: que chacun ait ainsi de meilleures chances de réaliser ses projets professionnels. La Caixa de Barcelone a développé en Espagne une activité de bien plus grande ampleur. Une réflexion très opérationnelle devrait être menée à cette fin, par exemple au sein du Cosef⁷⁴.

Plus largement, l'épargne solidaire et l'entrepreneuriat social se développent significativement en France : ce mouvement très heureux attire un nombre croissant de jeunes créateurs et de *business angels*. Notre pays dispose d'un moteur spécifique avec l'obligation de proposer aux détenteurs d'épargne salariale de pouvoir investir dans des fonds solidaires à hauteur de 5 % à 10 % (régime dit "90/10"). La récente loi sur l'économie sociale et solidaire s'est efforcée de mieux définir ces acteurs, et d'enrichir la gamme de leurs instruments avec le titre associatif. La priorité n'est pas cependant à de nouvelles réglementations, mais à la mobilisation des réseaux bancaires en faveur de l'entrepreneuriat social, aux côtés du Crédit coopératif engagé depuis longtemps. Plusieurs initiatives nous ont paru très bienvenues en ce sens.

➤ **la montée des plateformes de "prêts directs" aux PME, et des « FinTechs »**

Le financement participatif ou « *crowdfunding* » permet à un large public de particuliers de financer des projets via internet. Dans le cas particulier des plateformes de prêts (« *crowdlending* »), l'entreprise vient y chercher une alternative au financement bancaire : les taux d'intérêt pratiqués peuvent paraître élevés, à 9%. Mais la simplicité du mécanisme, l'absence de garantie à fournir, et la rapidité de mobilisation du prêt (une à plusieurs semaines maximum) en cas de succès peuvent séduire un dirigeant de TPE ou de PME recherchant quelques dizaines de k€ pour acquérir du petit équipement ou financer un projet risqué.

Si la dimension « appel à la foule » ou « *peer-to-peer* » des plateformes est la plus connue, les investisseurs professionnels sont de plus en plus attirés par les rendements qu'elles affichent mais aussi par les compétences qu'elles développent : dématérialisation et automatisation des *process*, capacité à atteindre des clients sur des périmètres potentiellement très larges, et, pour les plateformes les plus sophistiquées, recours à des algorithmes complexes (« *big data* ») visant à améliorer l'analyse des risques. Les partenariats entre les acteurs traditionnels du financement (banques, assurance et gestionnaires d'actifs) et plateformes de prêts se sont ainsi multipliés ces derniers mois.

Le secteur est encore naissant mais la tendance paraît irrésistible : pour les seuls prêts aux entreprises, 56 M€ en France ont été mobilisés en 2014 et déjà 1 Md€ au Royaume-Uni et 5 Md\$ aux Etats-Unis cette même année. Le site Lending Club, spécialisé dans le prêt à la consommation et fondé en 2008 par le Français Renaud Laplanche, a réalisé l'une des plus importantes entrées en bourse de l'histoire d'internet, en levant 870 M\$.

⁷³ L'ADIE en a été pionnière, avec aussi sous des formes diverses France Active, Initiative France, Planète Finance...

⁷⁴ Comité d'orientation et de suivi du Fonds de cohésion sociale, présidé par Michel Camdessus.

Le gouvernement a instauré en 2014 un cadre réglementaire favorable au développement de l'activité⁷⁵; le défi est maintenant pour les plateformes de gagner la confiance du public, trouver leur place aux côtés des banques auprès des entreprises, et prouver dans la durée leur capacité à maîtriser les risques. Pour les investissements en fonds propres, le retour de plateformes d'échanges ou bourses **régionales** serait une perspective intéressante.

➤ **des initiatives des territoires et collectivités locales**

De très nombreux territoires se mobilisent en faveur du financement des investissements. Parmi beaucoup d'autres, le pays de Vitré en Bretagne est un exemple cité par le Conseil National de l'Industrie⁷⁶. La mission s'est de son côté intéressée à l'initiative du Nord-Pas de Calais⁷⁷.

L'initiative du Nord Pas de Calais autour de la troisième révolution industrielle

A l'initiative de la CCI de la région et du conseil régional, un ambitieux programme intitulé « Troisième révolution industrielle » a été lancé il y a deux ans et compte aujourd'hui plus de 250 projets concrets majoritairement portés par des entreprises, de toute taille.

Au titre des innovations financières destinées aux entreprises impliquées dans la démarche, il convient de souligner en particulier :

- une forte mobilisation de la communauté financière privée et publique à travers notamment la mise en place d'un « HUB Financement » qui fait se rencontrer trimestriellement les chefs d'entreprise et les offreurs de financement (fonds propres, quasi fonds propres, dette, garantie). Près de 3 dossiers 4 ont été financés dans les deux mois suivant leur présentation.
- Le lancement d'un livret d'épargne « troisième révolution industrielle », garanti et rémunéré à un taux de 0,8 % à 1,75 %. L'épargne ainsi collectée est intégralement fléchée, sous forme de prêt, vers les entreprises de la région qui présentent un projet à la banque partenaire. Quatre mois après son lancement, la collecte s'élève à 5 M€.
- Avec la même volonté de faire participer le grand public au financement des entreprises, cinq partenariats ont été conclus entre la CCI Nord de France et des plateformes de financement participatif sur l'ensemble des segments (dons, fonds propres, prêt).
- La mise en place d'un fonds d'investissement dédiée à la troisième révolution industrielle devrait suivre. Selon ses promoteurs, il sera construit avec l'appui technique de la BEI et a déjà reçu un intérêt marqué de la CDC.

2.1.2 Un financement par fonds propres en développement

Dans la vision majoritaire, la cause est entendue : les entreprises françaises manquent de fonds propres. Les PME seraient sous-capitalisées, et auraient trop recouru à la dette ; les entreprises nouvelles en particulier auraient beaucoup de mal à lever du capital. La mission partage l'orientation

⁷⁵ Deux statuts permettent désormais aux plateformes de financement participatif de récolter des fonds auprès des particuliers afin de financer des projets de création ou d'entreprises : « l'intermédiaire en financement participatif » (IFP) pour les prêts, et « le conseiller en investissement participatif » (CIP) pour l'investissement en fonds propres. Ce cadre réglementaire vise à trouver un équilibre entre innovation (suppression de barrières à l'entrée pour les acteurs), confiance (transparence sur les risques et les frais) et possibilité de s'adresser au plus grand nombre (pas de conditions de patrimoine).

⁷⁶ *Le financement des entreprises industrielles*, p. 64, rapport du groupe de travail présidé par J.-M. Prost au bureau du Conseil National de l'Industrie, novembre 2014.

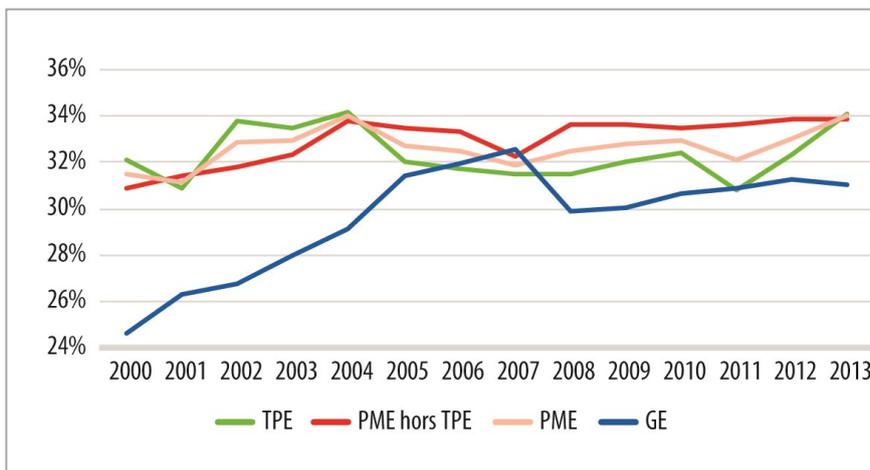
⁷⁷ Contribution de M. David Brusselle, directeur régional des finances à la CCI région Nord de France.

vers les fonds propres d'une économie d'innovation (cf. partie 1). Mais la réalité des dernières années nous paraît plutôt en amélioration.

Des éléments plus favorables

Tout d'abord, les entreprises françaises ont pu dans leur ensemble **maintenir le niveau de leurs fonds propres**, en part totale de leurs bilans.

Graphique 27 : Poids des capitaux propres dans le total du bilan, par taille d'entreprise

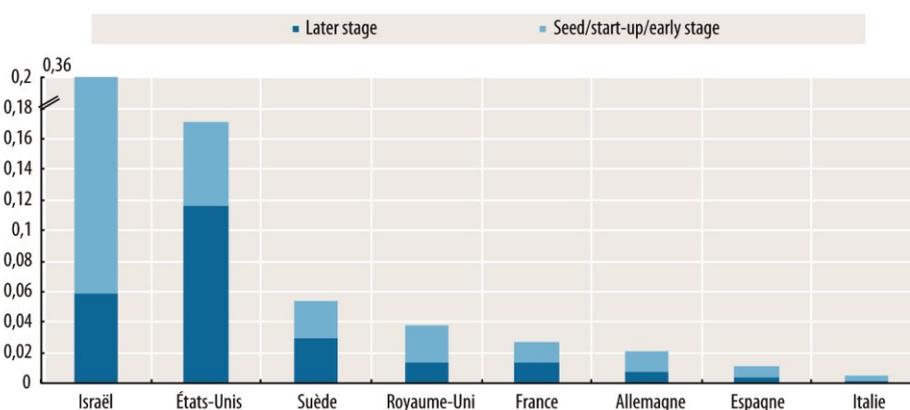


Source : Banque de France.

Les comparaisons européennes, certes délicates en méthode, ne montrent pas globalement de retard des entreprises françaises sur les fonds propres⁷⁸.

Par ailleurs, la France dispose de la deuxième industrie européenne du **capital-investissement** en volumes (7,2 Md€ collectés en 2014), derrière le Royaume-Uni (21,8 Md€), mais loin devant l'Allemagne (1,8 Md€) et les autres grands pays de la zone euro. Sur le segment du capital-innovation, ou **venture capital**, la France occupe une bonne place parmi les pays européens, loin toutefois derrière les champions israélien et américain.

Graphique 28 : Investissements en *venture capital* (en % du PIB)



Source : OCDE.

⁷⁸ Le site <http://stats.oecd.org> de l'OCDE donne le ratio de dette sur capitaux propres des SNF par pays. La France affiche l'un des taux de levier le plus faible, proche des Etats-Unis et significativement inférieur aux autres grandes économies européennes. En évolution depuis 2002 (ce qui permet davantage les comparaisons internationales) : elle occupe une position médiane, proche de celle du Royaume-Uni.

Les levées de capital, qui avaient fortement baissé depuis 2008, ont retrouvé un niveau proche du pic d'avant-crise. Ce mouvement a été soutenu par l'intervention publique et notamment la montée en puissance de Bpifrance : celle-ci est remarquablement active, avec des niveaux records d'investissement en fonds de fonds (548 M€ souscrits en 2014, soit une croissance de l'activité de 41 % en 2 ans) et en fonds directs (286 M€ investis en 2014). Sur le segment du capital-innovation, on peut estimer que Bpifrance représente désormais environ 30 % des montants investis en France par les fonds de capital-risque hors FCPI et FIP – dont les souscriptions par des particuliers donnent droit à une réduction d'impôts⁷⁹. Ces seuils paraissent au demeurant constituer des limites hautes, dès lors que Bpifrance reste justement attachée à n'intervenir qu'aux côtés d'investisseurs privés, engagés et exigeants auprès des dirigeants d'entreprise. **Bpifrance est un catalyseur**, puissant et réussi ; elle ne doit devenir ni un point de passage obligé ni un déversoir.

Les interventions de Bpifrance dans le capital-investissement

Suite à sa mise en place en 2013, la Banque publique d'investissement (Bpifrance) a rapidement joué un rôle structurant sur les segments amont du capital-investissement, qui visent les PME à fort potentiel de croissance. Mode d'intervention privilégié de Bpifrance (2/3 de l'actif sous gestion), **l'activité de fonds de fonds a permis en 15 ans de structurer et irriguer le marché français du capital-investissement** (près de 250 fonds partenaires), en particulier le capital-risque : la France dispose désormais d'équipes privées expérimentées et reconnues. Les fonds de fonds couvrent à présent tous les stades de développement des PME, de l'amorçage au capital-développement, en passant par le retournement/rebond, à l'exception de la transmission à fort effet de levier (LBO).

Bpifrance intervient également en direct sur des segments ou thématiques identifiés comme étant insuffisamment couverts par le marché. Elle contribue ainsi, toujours aux côtés d'investisseurs privés et dans les mêmes conditions qu'eux, au financement en fonds propres de PME innovantes dans les écotechnologies, le numérique ou les sciences de la vie - y compris à des 3^{ème} ou 4^{ème} tours de table avec l'activité « large venture » -, à des opérations de développement et de transmission en région, ou au développement de filières particulières (automobile, bois, ferroviaire...). En deux ans, l'activité en direct de capital-risque de Bpifrance a connu une croissance importante : + 76 % entre 2012 et 2014.

...mais des améliorations nécessaires

Pour autant, plusieurs défis ont été relevés par la mission:

➤ Si les start-ups technologiques (numérique, biotech, transition énergétique..) sont à la mode, les créations d'entreprises dans les autres secteurs le sont moins : la demande et l'offre de capitaux, réelles l'une et l'autre, peuvent avoir du mal à se rencontrer, particulièrement dans les régions. Activer **les réseaux de mise en relation**- les "clusters" de créateurs et de *business angels*, autour du conseil et du financement - est ici le levier le plus efficace. Il est préférable à la surmultiplication des divers guichets publics, dynamique dans sa tendance mais assez entropique dans ses excès.

➤ du côté de la **demande des PME ou ETI elles-mêmes**, nombre d'entrepreneurs peuvent rester réticents à ouvrir leur capital et partager le contrôle de leur entreprise. Depuis une ordonnance de 2004, le droit français ouvre pourtant la possibilité d'actions préférentielles, sans droit de vote, ou

⁷⁹ Sur la totalité des montants investis en capital-innovation en France en 2013, 9 % ont été investis directement par Bpifrance et 55% par des fonds « partenaires » de Bpifrance (Source : Bpifrance). La part moyenne de Bpifrance dans les fonds partenaires en capital-innovation et en capital-amorçage était de 27 % à fin 2013. La part totale de Bpifrance dans les montants investis peut donc être estimée à $9 \% + 55 \% \times 27 \% = 23 \%$. En faisant l'hypothèse que les fonds fiscalement aidés FIP/FCPI ont représenté 20 % de l'investissement en capital-risque cette même année, on peut estimer l'empreinte de Bpifrance sur l'investissement en capital-risque « non retail » en 2013 à 30 %.

symétriquement à droits de vote multiples ; mais ces instruments restent malheureusement peu utilisés, y compris en comparaison avec l'étranger.

➤ les premiers tours de table dits d'amorçage ou "*early stage*" se bouclent bien, avec également l'aide des proches et des FCPI/FIP. Par contre, en cas de succès, les levées de capital après plusieurs années - **le capital-développement**, et en particulier pour les jeunes entreprises arrivant à maturité les segments "*late stage*" ou "*growth*" - requièrent des tickets beaucoup plus importants, de plusieurs dizaines de M€, que peuvent difficilement assumer des fonds de dimension nationale. Les acteurs américains et britanniques sont alors encore trop souvent les mieux positionnés pour développer l'entreprise, qu'il s'agisse de fonds (exemple récent de Blablacar) ou de grande entreprises « intégratrices » (exemple de Neolane), quand il ne s'agit pas d'une introduction en bourse, comme pour Criteo, cotée au Nasdaq. **La France - et l'Europe - savent désormais faire naître des start-ups, mais elles ne savent pas les conserver.** Monter de vrais fonds européens de *venture capital* doit en conséquence être l'une de nos priorités collectives (cf. partie 3).

Plus globalement, l'orientation vers les actions des grands investisseurs institutionnels doit être développée, dans l'intérêt tant des épargnants et de leur rémunération que des entreprises. Le rapport Ricol⁸⁰ s'est intéressé au capital des grandes entreprises françaises : il souligne l'importance stratégique de la localisation de leurs centres de décisions, et les menaces croissantes en la matière ; il formule des recommandations sur la mobilisation des réserves des caisses de retraite avec les gestionnaires d'actifs. Le Ministre de l'économie a argumenté avec force en faveur d'un "capitalisme de long terme" avec un actionariat davantage stratégique.⁸¹

La mission s'est plus spécifiquement concentrée sur les **assureurs : la part de leurs actifs investis en actions a eu tendance à diminuer ces dernières années**, passant de 27 % en 2007 à moins de 20 % en 2014. Le leader français AXA publie une part de seulement 3 % pour les actions cotées dans son portefeuille mondial. Les raisons avancées sont multiples, et leur pondération incertaine : anticipation des règles prudentielles de Solvabilité 2 - nous y reviendrons en partie 3 -, mais aussi effet des krachs boursiers passés de 2001 et 2008 et prédominance des fonds euros au sein de l'assurance-vie. C'est sur ce dernier point que doit se mobiliser l'action immédiate.

⁸⁰ Rapport au Président de la République, *Les caisses de retraite et le financement des entreprises françaises*, René Ricol, mars 2015.

⁸¹ E. Macron, "Retrouver l'esprit industriel du capitalisme", *Le Monde*, 25 avril 2015.

Orientation n°3 : favoriser l'investissement en actions de l'assurance-vie, par le succès d'Euro-croissance

L'assurance-vie est le placement le plus important des Français: 1600 Md€ d'encours en stock, 120 Md€ de nouveaux flux (bruts) investis chaque année. Le souhait d'augmenter la part de ses placements en actions (aujourd'hui seulement d'environ 20%) est ancien ; les placements en Unités de Compte (UC), qui représentent actuellement une part croissante de la collecte nette, en sont un moyen mais n'offrent à l'inverse aucune garantie sur le capital des assurés.

La création du contrat « Euro –croissance », finalisée fin 2014 à la suite du rapport Berger-Lefebvre, **a donc représenté une innovation majeure** : la garantie en capital, totale ou partielle, ne joue qu'au bout d'une période d'au moins 8 ans, contre à tout moment dans le fonds Euro habituel, ce qui permet à l'assureur des placements actions de long terme. L'assuré peut espérer de ce fait un rendement supérieur par rapport au fonds Euro.

Au départ, le produit a été salué par tous ; un objectif à terme de 130 Md€ investis en actions avait même été cité. Le démarrage du produit est cependant décevant pour le moment : de l'ordre de 100 M€ par mois. La principale difficulté reste la comparaison avec le fonds Euro, qui a pu grâce aux stocks d'obligations acquis dans le passé servir un rendement supérieur à 2,5 % en 2014 tandis que les contrats Euro-croissance peuvent difficilement dépasser, même après diversification, le taux de marché obligataire du moment qui est proche de 1 %, sauf à offrir des garanties très partielles ou très éloignées dans le temps. La forte baisse des taux intervenue depuis la conception du contrat en 2013 le pénalise significativement.

La réussite de ce produit est cependant reprise à juste titre par le plan gouvernemental du 8 avril pour l'investissement. **Trois leviers d'action sont imaginables** :

- Revenir sur les règles fiscales, dans un sens plus favorable à Euro-croissance et/ou moins favorables au Fonds euro. L'orientation générale de ce rapport est cependant à la stabilité fiscale à court terme.
- Accélérer la baisse des rendements servis sur les fonds euros, compte tenu des très bas niveaux de taux actuels. Le Gouverneur de la Banque de France y a légitimement incité les assureurs, à plusieurs reprises.
- Autoriser une certaine mutualisation des réserves latentes des deux compartiments (Fonds Euro et Euro-croissance), qui soit équitable pour les différentes catégories d'épargnants. Cette proposition est avancée par la profession.

Il convient d'instruire techniquement cette proposition, mais l'intérêt économique d'Euro-croissance appelle des décisions rapides : le temps installerait le sentiment d'échec. Si leur proposition était retenue dans son principe, les assureurs devraient en contrepartie s'engager sur une forte mobilisation commerciale, un *reporting* sur leurs investissements et un objectif indicatif en la matière d'ici fin 2016.

2.2 En zone euro, excédent d'épargne et fragmentation financière

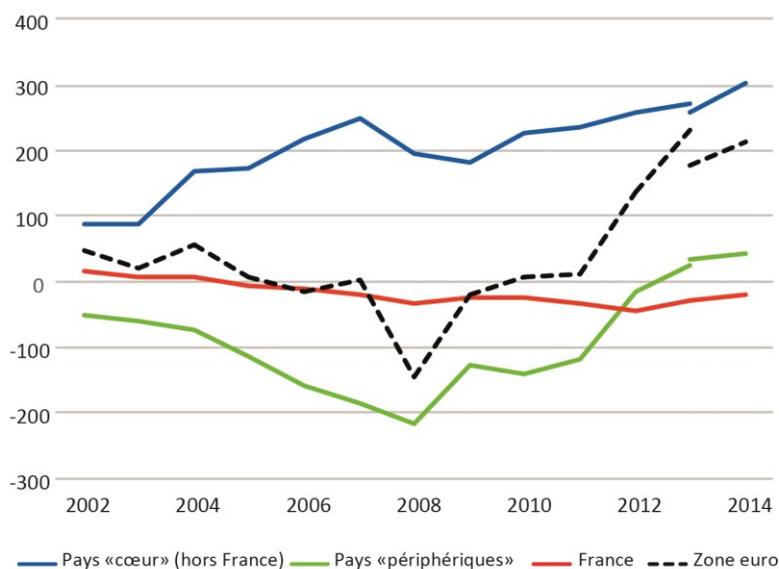
2.2.1 Une épargne abondante mais mal allouée entre pays

A l'échelle de la zone euro dans son ensemble, le "sous-équilibre" épargne-investissement peut se résumer en trois faits stylisés :

➤ **Globalement, l'épargne y est abondante.** Les ménages y détiennent en 2014 plus de 20 000 Md€ (20 "trillions") d'épargne financière. Le taux d'épargne des ménages rapporté au revenu disponible brut, à 12,7 % en 2014 est très supérieur à ce qu'il est aux Etats-Unis (4,9 %) ou au Royaume-Uni, même si sa part financière est moins importante. La zone euro dans son ensemble dégage un fort excédent courant, de l'ordre de 2,5 % de son PIB à fin avril 2015 (252 Md€ sur 12 mois) : l'épargne y couvre donc largement l'investissement.

➤ Mais ce surcroît d'épargne est **inégalement réparti**. La "grande divergence" de la première décennie de l'euro a, après la crise de 2010-2011, conduit à des politiques d'ajustement rigoureuses dans les pays périphériques. Celles-ci y ont réduit les déséquilibres, mais les balances courantes en situation de plein emploi y resteraient structurellement négatives ; parallèlement, le surcroît d'épargne des pays « cœur » (hors France) a continué de croître.

Graphique 29 : balances courantes au sein de la zone euro des pays « cœur » (hors France), des pays « périphériques » et de la France, en Md€⁸²

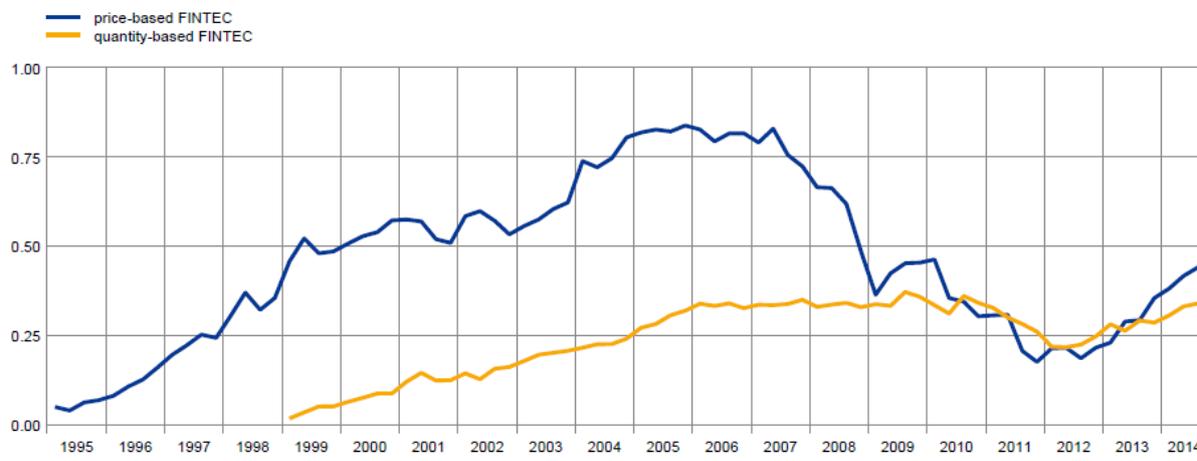


Source : Eurostat, DG Trésor. Méthodologie BPM5 pour la période 2002-2013, méthodologie BPM6 pour la période 2013-2014 (les séries établies selon cette nouvelle méthodologie sont encore très incomplètes sur les années antérieures).

⁸² Les pays « cœur » sont ici l'Allemagne, les Pays-Bas, la Belgique, le Luxembourg, l'Autriche et la Finlande. Les pays « périphériques » sont l'Italie, l'Espagne, l'Irlande, le Portugal et la Grèce.

➤ face à cette mauvaise répartition, **l'épargne circule mal entre les pays de la zone euro**⁸³. Plusieurs indicateurs montrent un recul de l'intégration depuis 2009, en quantité de flux, et plus encore en intensité (convergence des prix) :

Graphique 30 : Indicateurs de l'intégration financière de la zone euro (FINTEC).



Source: ECB and ECB calculations.

Notes: The price-based FINTEC aggregates ten indicators covering the period from the first quarter of 1995 to the fourth quarter of 2014, and the quantity-based FINTEC aggregates five indicators available from the first quarter of 1999 to the third quarter of 2014. The FINTEC is bounded between zero (full fragmentation) and one (full integration). Increases in the FINTEC signal higher financial integration. For a detailed description of the FINTEC and its input data, see the Statistical Annex.

Source : BCE. L'indicateur bleu « price-based » mesure la dispersion des prix entre les pays de la zone euro tandis que l'indicateur jaune « quantity-based » mesure les volumes de détentions transfrontalières de titres au sein de la zone euro. Plus ces deux indicateurs sont proches de 1, plus on se rapproche d'une intégration totale ; plus ils sont proches de 0, plus on se rapproche d'une fragmentation totale.

Cette chute des flux privés a d'abord été compensée par l'explosion des transferts via les banques centrales, qui transitent par le système Target2, puis améliorée au fil du retour progressif de la confiance et de la construction de l'Union bancaire en zone euro.

Les symptômes d'une "mal-allocation" persistante

Pour autant, l'allocation de l'épargne en zone euro marque une "fragmentation financière" persistante, et insatisfaisante selon plusieurs symptômes :

- **Le biais domestique ("home bias")** reste très fort, et s'accroît en période de crise. Les banques et compagnies d'assurance détiennent avant tout des actifs domestiques, y compris des obligations de leur propre Etat. Le biais domestique est à l'évidence infiniment plus fort entre pays de la zone euro qu'il ne l'est entre Etats fédérés américains⁸⁴.
- Les flux transfrontières existants portent avant tout sur des prêts interbancaires de court terme, très volatiles. Cette prédominance du marché interbancaire entraîne des effets pervers : excès de facilité déstabilisant au Sud dans la décennie 2000-2010 ; interruption brutale ensuite. Le partage des risques et des opportunités en zone euro passerait à l'inverse par des prêts à long terme et plus encore **des fonds propres et des investissements directs**⁸⁵. Selon le bon résumé de la BCE, il s'agit de passer d'une convergence quantitative à une intégration de qualité.

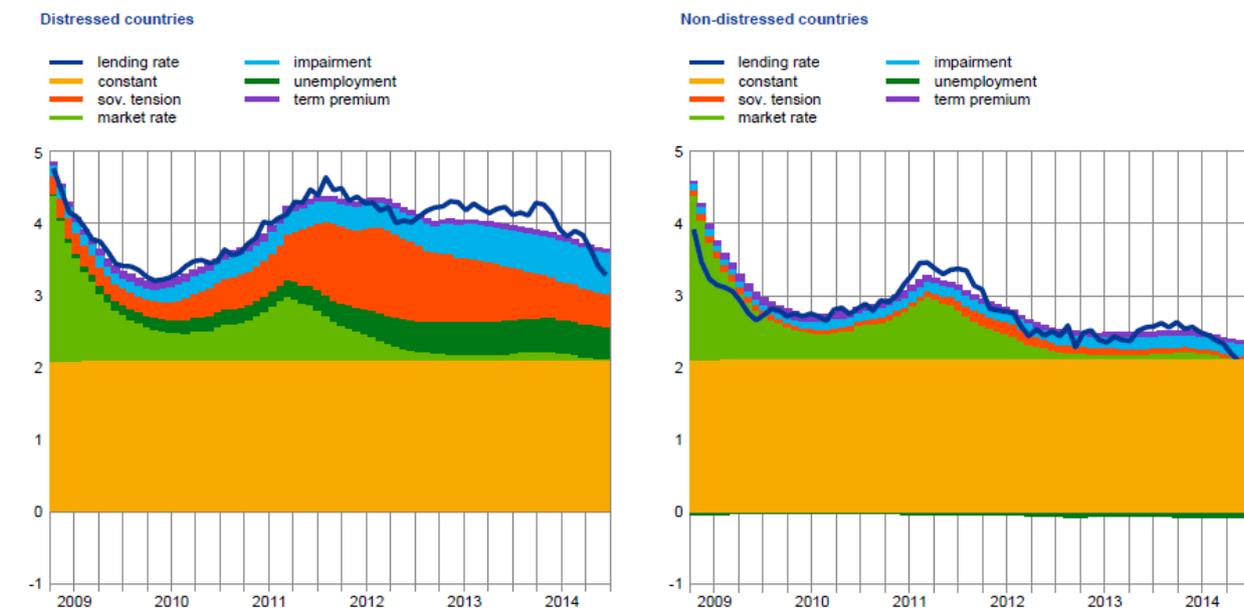
⁸³ Les sources de référence sont ici le rapport annuel de la BCE, "Financial integration in Europe", avril 2015, et celui de la Commission, "European Financial Stability and Integration Report-EFSIR", avril 2015.

⁸⁴ Cet écart n'a cependant fait l'objet à notre connaissance d'aucun chiffrage global.

⁸⁵ Cf. notamment O. Garnier, *Eurozone: promoting risk-sharing through cross-border ownership of equity capital*, *Applied Economic Quarterly*, vol. 60, 2014.

• Enfin, la fragmentation financière s'est payée **d'un coût accru du financement des entreprises, et singulièrement des PME, dans les pays périphériques**. Pratiquement identiques avant 2009 - sans doute à l'excès -, les taux de financement des entreprises se sont écartés de près de deux points en moyenne en 2012-2013, et cet écart ne s'est que faiblement résorbé depuis. Le graphique suivant permet de voir la part de cet écart liée aux tensions souveraines (en rouge) : celle-ci reste encore en 2014 importante, même si les autres facteurs de risque jouent un rôle croissant.

Graphique 31 : décomposition des taux des crédits aux SNF dans les pays de la « périphérie » et les pays du « cœur »



Sources: ECB (IBSI) and ECB calculations.
 Note: Decomposition based on pooled regressions for MFIs in the euro area. The dependent variable in Charts 1 and 2 is the composite lending rate which includes rates on loans to NFCs with an initial rate fixation of up to 1 year, of over 1 and up to 5 years, of over 5 years; rates on overdrafts, revolving credit and credit lines are excluded. Two lags of the dependent variable, the 3-month OIS, the spread between domestic sovereign and the one on German sovereign bonds with a 10 year maturity, a proxy for the term premium, the unemployment rate demeaned by its pre-crisis average (the period between January 2006 and December 2007), and the bank-specific share of impaired loans in total loans are included as regressors. The estimation uses the Arellano-Bond GMM estimator, using between 2 and 4 lags of the dependent variable as instruments. Presented are the cross-sectional medians for rates on loans to NFC charged by MFIs located in distressed countries (left-hand scale) and in non-distressed countries (right-hand scale).

Source : BCE. Les « distressed countries » sont l'Espagne, l'Italie, l'Irlande, le Portugal et la Grèce. Les « non-distressed countries » sont l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, le Luxembourg, la Belgique, la Finlande et l'Autriche.

La fragmentation s'oppose ainsi à la transmission homogène de la politique monétaire à travers l'ensemble de la zone euro.

2.2.2 Des conséquences économiques graves

La fragmentation financière va ainsi contre la bonne **allocation** des ressources en zone euro. Mais elle pèse également sur un autre objectif essentiel de la politique économique : la **stabilisation** face aux déséquilibres conjoncturels. C'est pour la zone euro un risque de fragilité réel⁸⁶. De plus, la fragmentation constitue une opportunité manquée, un "manque à croître".

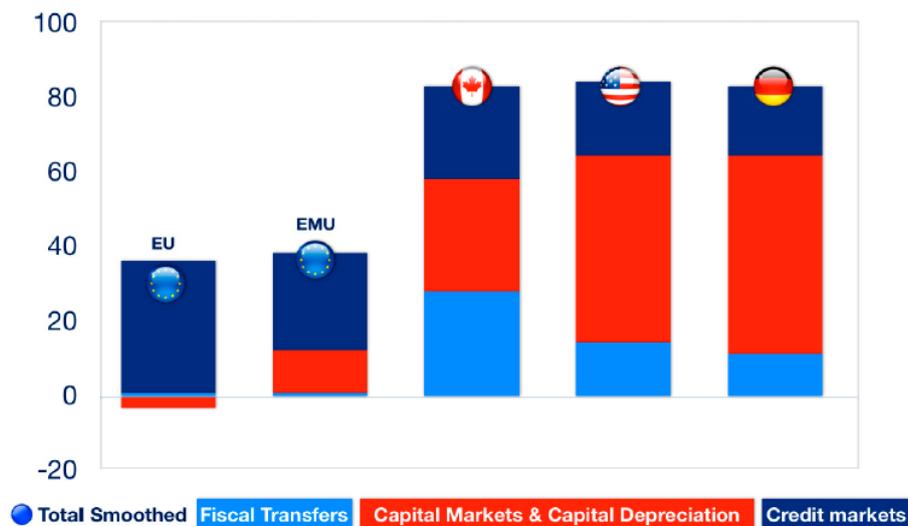
Une fragilité de la zone euro.

La crise grecque a douloureusement remis en évidence la fragilité de la zone euro : **il y a intégration monétaire, mais il n'y a ni intégration budgétaire, ni intégration financière**. Chaque Etat doit de ce fait affronter les "chocs" asymétriques qui le frappent - parfois du fait de sa propre politique économique - sans bénéficier des amortisseurs que sont les flux financiers avec ses voisins. Dans une

⁸⁶ Cf. notamment la contribution éclairante de B. Coeuré, "Achever l'intégration des marchés de capitaux", dans la *Revue de Stabilité financière de la Banque de France*, avril 2015.

zone monétaire normale, il y a la fois Union budgétaire - avec des transferts publics -, et Union de financement - avec des flux privés. Aux Etats-Unis, l'analyse de référence⁸⁷ montre même que les flux de capitaux entre Etats fédérés sous forme de fonds propres et de diversification de portefeuille, sont les plus importants pour amortir les chocs, avant le crédit puis les transferts budgétaires et fiscaux. Le péril de la zone euro reste de n'avoir suffisamment aucun de ces trois amortisseurs : ni Union des marchés de capitaux, ni marché du crédit satisfaisant - l'Union bancaire a cet objectif -, ni vraie Union budgétaire. Comme le montre le graphique suivant du FMI, les chocs seraient deux fois moins « partagés » entre Etats qu'aux Etats-Unis⁸⁸, du fait de la quasi-absence de transferts fiscaux mais plus encore de l'insuffisance de la détention d'actifs transfrontières.

Graphique 32 : Pourcentage d'un choc de revenu régional (PIB) amorti sur les autres pays/régions par différents canaux : budgétaire (en bleu clair), marchés de capitaux et fonds propres (en rouge), et marchés de crédits (en bleu foncé).



SOURCES: Hepp and von Hagen (2012) for Germany; Sorensen and Yosha (1998) for the United States; Balli, Basher and Rosmy (2011) for Canada; and Afonso and Furceri (2008) for the Economic Monetary Union and the European Union.

Source : FMI, "Toward a fiscal union for the euro area", 2013.

L'Union budgétaire est souhaitable, mais peu accessible à court terme tant que l'Allemagne restera réticente à toute "Union de transferts", et la France à tout contrôle de sa "souveraineté" budgétaire. L'Union de financement n'est pas suffisante, mais est donc d'autant plus indispensable. Mario Draghi l'a dit très clairement dès la fin 2014 : « *De fait, moins nous voulons de partage du risque public, plus nous avons besoin d'un partage du risque privé. (...) En d'autres termes, l'union financière fait partie intégrante de l'union monétaire* »⁸⁹.

L'Union bancaire, qu'il faut compléter (cf. 3.1.2, *infra*), représente un premier pas décisif pour rétablir des flux de crédit efficaces ; "l'Union des marchés de capitaux" projetée aujourd'hui est nécessaire pour les autres flux privés. Thomas Philippon propose une lecture intéressante : une Union bancaire suffirait pour traiter un choc de désendettement, comme celui consécutif à la crise financière; une

⁸⁷ Cf. P. Asdrubali, B. E. Sorensen et O. Yosha, « Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990 », *the Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, 1996, Oxford University Press. Au total, un choc serait amorti à 75 %, dont 39 % par les marchés de capitaux, 23 % par le crédit, et 13 % seulement par les transferts publics.

⁸⁸ Certaines analyses antérieures sont même plus pessimistes. Après leur étude précitée sur les Etats-Unis, Sorensen et Yosha ont fait en 1998 un travail comparable sur l'Europe ("International risk-sharing and European monetary unification", *Journal of International economics*), d'où il ressortait que l'amortisseur total y était quatre fois moindre. Les chiffres absolus sont à prendre avec prudence, mais la comparaison relative est claire.

⁸⁹ « Stabilité et prospérité dans une union monétaire », intervention de M. Draghi, président de la BCE, à l'Université d'Helsinki, le 27 novembre 2014.

Union des marchés de capitaux est impérative pour traiter des chocs de productivité ou de compétitivité, comme ceux frappant en fait les économies du Sud depuis quinze ans⁹⁰.

Un "manque à croître"

Il faut partir ici de la microéconomie, et de deux insatisfactions symétriques :

- celle des PME au Sud de l'Europe, qui ont payé un prix excessif au risque souverain de leur pays, alors même que leur situation spécifique pouvait être solvable. Le crédit auprès des banques locales italiennes ou portugaises, à court de liquidités, s'est retrouvé inaccessible, ou à des taux pénalisants. Il y a bien eu alors "*credit crunch*", qui dans une vraie Union financière aurait trouvé sa solution par emprunt auprès de banques allemandes, elles-mêmes disposant de liquidités.

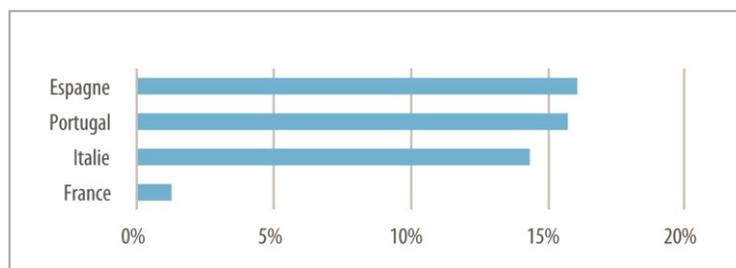
- la frustration symétrique - même s'ils n'en ont aucune conscience - est en effet celle des épargnants allemands. Ceux-ci voient leur épargne trop faiblement rémunérée, du fait des taux bas, mais aussi du fait qu'elle reste placée en Allemagne en face d'une demande de crédits limitée.

Globalement, ces opportunités manquées créent un "manque à croître"⁹¹. Ce qui vaut à l'échelle mondiale - avec la forte épargne de certains pays émergents dont la Chine - vaut plus directement encore à l'intérieur de la zone euro : l'excédent d'épargne allemand ou néerlandais a potentiellement son miroir dans une insuffisance de croissance du Sud de l'Europe.

La mise en œuvre de ce "recyclage" financier souhaité⁹² se heurte cependant à deux défis sérieux :

- **une demande solvable dans les pays du Sud.** En 2015, compte tenu de la politique accommodante de la BCE - dont son TLTRO assis sur les volumes de financements aux entreprises -, la difficulté n'est plus vraiment celle de la liquidité des banques du Sud : elles disposent de fonds pour prêter. Le problème est celui de leur propre rentabilité, alors qu'elles restent massivement chargées de crédits douteux (*non-performing loans* ou NPL).

Graphique 33 : Proportion de *non-performing loans* (NPL) dans les encours de prêts



Source : OCDE.

Le traitement plus rapide de ceux-ci est impératif : il passe par la vente des actifs pris en gage, avec pertes parfois. Parallèlement, les PME ont des situations fragiles, qui appellent souvent un renforcement de leurs fonds propres. Ces deux cas confirment l'intérêt de flux transfrontières en actions (cf. *supra*).

- **il faut aussi réduire la défiance des épargnants du Nord.** Ceci doit être le rôle d'intermédiaires financiers européens, qui savent prendre pour eux-mêmes les risques en les mutualisant à travers les frontières. A défaut ou en complément, il revient aussi aux institutions publiques d'assurer des transferts d'épargne en les garantissant : la BEI fonctionne ainsi comme une "centrale d'emprunts "

⁹⁰ T. Philippon et J. Martinez, "Does a Currency Union need a Capital Market Union", New York University, document de travail, octobre 2014.

⁹¹ Cf. Anton Brender et Florence Pisani, op. cit. pp.98 et suivantes.

⁹² Le terme de recyclage était apparu après les chocs pétroliers des années 70 et le "recyclage des pétrodollars".

européenne, et auprès d'elle le Fonds européen d'investissement (FEI) en partie comme une "centrale de fonds propres" ; le plan Juncker (cf. partie 3) devrait les amener à plus d'audace en ce sens, à juste titre.

Il faut mieux financer les entreprises européennes et leur investissement. Et il faut plus encore soigner la fragilité structurelle de la zone euro. Nous verrons en conséquence en partie 3 les conditions de succès d'une telle Union de financement en Europe.

2.3 A l'échelle internationale, une interrogation sur l'effet des règles prudentielles

Depuis la crise financière, un travail remarquable a été accompli au sein du G20, du Conseil de Stabilité financière (CSF) qu'il avait mandaté⁹³, et du Comité de Bâle pour les banques. Il a été prolongé en Europe par le "rapport Larosière" de 2009⁹⁴, et l'adoption d'un nombre impressionnant de directives et règlements délégués, dit généralement "paquet Barnier". La réglementation prudentielle des banques, autour de Bâle 3, et des compagnies d'assurances, avec Solvabilité 2 - spécifique à l'Europe - a été considérablement renforcée. Des autorités de réglementation et supervision par secteur ont été mises en place⁹⁵. En zone euro, l'Union bancaire a constitué une autre avancée décisive, avec deux mécanismes centralisés de supervision et de résolution pour les 120 banques les plus importantes. Il y avait après la crise priorité absolue au renforcement de la stabilité financière, et la réponse a été forte.

L'urgence n'a pas entièrement disparu, mais vient légitimement le temps de la consolidation. Nous reviendrons plus loin sur l'effet de Solvabilité 2. Une des questions aujourd'hui les plus posées en Europe est celle de **l'effet économique des nouvelles règles prudentielles bancaires** : risquent-elles de contraindre à l'excès les financements, et de peser donc sur l'investissement et la croissance ? Cette interrogation, nous l'avons rencontrée de Paris à Berlin et même à Bruxelles ; nous l'avons entendue des entreprises comme du secteur financier, et des autorités publiques. Plusieurs initiatives différentes sont actuellement lancées pour l'éclairer⁹⁶. Ce débat est essentiel ; pour autant, il est facilement émotionnel, après les ravages de la crise financière, et il est techniquement complexe. Sans prétendre le trancher, nous voulons ici y apporter quatre éclairages :

- aujourd'hui, les règles prudentielles bancaires ne pèsent pas sur la croissance ;
- pour évaluer leurs effets demain, la documentation est abondante mais mal connue ;
- ses enseignements en sont divergents mais néanmoins éclairants ;
- certaines réglementations additionnelles envisagées pourraient être sensibles pour les banques européennes.

⁹³ Ou FSB, *Financial Stability Board*, présidé aujourd'hui par Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre.

⁹⁴ "Groupe de haut niveau sur la régulation financière en Europe", Bruxelles, février 2009.

⁹⁵ L'EBA à Londres pour les banques, l'ESMA à Paris pour les marchés financiers, l'EOIPA à Francfort pour les assureurs et fonds de pension. Voir schéma en annexe 5 sur l'architecture globale de la supervision.

⁹⁶ Cf. à l'Assemblée nationale la mission d'information de M^{mes} Valérie Rabault et Karine Berger, et MM. Jérôme Chartier et Eric Alauzet sur « *les normes prudentielles et le financement non bancaire de l'économie* » ; à la Commission européenne la consultation lancée le 15 juillet sur l'impact de la directive CRR sur les PME et les infrastructures ; et au Parlement européen le rapport à venir de M. Balz. La Banque d'Angleterre elle-même a annoncé pour novembre prochain une revue des éventuels effets secondaires de la politique prudentielle sur la croissance économique.

Aujourd'hui, les règles prudentielles bancaires ne pèsent pas sur la croissance

Contrairement aux craintes fortement exprimées par les banques, la situation en 2015 ne montre pas de tensions fortes entre les deux objectifs de sécurité financière, et de financement de la croissance. Tout d'abord, les banques respectent d'ores et déjà globalement les exigences de la réglementation.

Des normes déjà atteintes par les banques

Le comité de Bâle publie chaque semestre un "monitoring"⁹⁷. Sa dernière édition, fondée sur les données au 30 juin 2014 des 98 plus grandes banques internationales ("Groupe 1"), montre que celles-ci respectent d'ores et déjà les deux ratios les plus "mordants" :

- sur la **solvabilité** (capital), le *Core Equity Tier 1* (fonds propres durs) atteint déjà en moyenne 10,8 % des actifs pondérés, contre un minimum requis de 7 à 9,5 % selon la taille des banques. Les quelques insuffisances individuelles ("*shortfall*") ne représentent au total que 3,9 Md€, soit moins de 1% des profits annuels de l'ensemble des banques du groupe 1 ;
- sur la **liquidité** (trésorerie), le LCR ("*Liquidity Coverage Ratio*") atteint déjà en 2014 121 % en moyenne, pour un minimum requis de 100%... en 2019. Le "*shortfall*" de certaines banques est ici plus important, mais reste globalement faible (0,5%) par rapport au total des bilans. Ce LCR est atteint cependant au prix d'une certaine « surdétention » d'actifs très liquides, dont les dépôts en Banque centrale.

Les banques ont donc anticipé sur la pleine application des ratios, alors même que les règles leur avaient aménagé des périodes transitoires. Elles expliquent avoir dû le faire sous la pression des marchés. Mais pour beaucoup de régulateurs, c'est une preuve que les banques peuvent s'adapter plus facilement qu'elles ne le disent.

Viennent ensuite les **conséquences économiques** : le Comité de Bâle et son *Macroeconomic Assessment Group* (MAG) avaient en 2010 chiffré un renchérissement moyen de 0,15 % de coût du crédit, pour chaque relèvement de 1 % du capital⁹⁸. Aujourd'hui, ce renchérissement ne s'est pas produit, au contraire: **les effets favorables de la politique monétaire et de la baisse des taux ont plus que compensé les effets potentiellement négatifs du prudentiel**, quel qu'en soit le chiffrage, et les banques européennes sont surliquides⁹⁹.

La question ne se pose donc pas dans la situation actuelle. Elle demeure pour l'avenir, qui sera marqué par le retour à une politique monétaire conventionnelle, et une demande de crédits espérée plus forte.

Une documentation abondante mais mal connue

Les travaux les plus lourds restent ceux du MAG à Bâle en 2010, avec l'utilisation de près de 97 modèles et simulations différents sur les effets de la transition : ils ont parfois abusivement été résumés par les seuls chiffres moyens, alors que la dispersion des effets possibles y a bien été étudiée¹⁰⁰ ; ils ont été complétés par ceux du LEI¹⁰¹. Notre mission a consacré du temps, avec l'appui

⁹⁷ BCBS. *Basel III monitoring report*, mars 2015.

⁹⁸ et un effet cumulé sur le PIB de l'ordre de - 0,2 %.

⁹⁹ Cf. notamment Steve Cecchetti, "*The jury is in*", CEPR, décembre 2014. Le responsable des divers chiffrages de Bâle en 2010 y conclut que de ce fait : "*(même) les optimistes n'étaient pas assez optimistes*".

¹⁰⁰ MAG, Final report, BRI, Décembre 2010.

¹⁰¹ Long-term Economic Impact, BIS Working papers, février 2011.

de la Direction de la Stabilité Financière (DSF) de la Banque de France, de l'ACPR et de la direction générale du Trésor, aux principaux travaux disponibles depuis lors : on trouvera en annexe 6 la présentation éclairante faite par la DSF pour la mission.

Ces travaux se regroupent en trois catégories :

➤ les rapports des banques centrales et des organisations internationales, notamment l'OCDE, le FMI, le CSF, l'EBA, et la Commission européenne¹⁰² ;

➤ les études de **l'industrie financière**, dont la plus notable reste celle de l'IIF¹⁰³. Ses conclusions étaient sans surprise beaucoup plus alarmistes : l'impact cumulé des régulations serait en zone euro de -3,9 points de PIB sur la décennie 2011-2020. Elle est cependant jugée peu crédible, car fondée sur des hypothèses exagérées et même certaines erreurs de méthode ;

➤ restent enfin, de nombreux **travaux de chercheurs et "académiques"**. Ceux-ci sont moins connus, mais plus indépendants que les régulateurs ou professionnels. En français, l'étude du Conseil d'analyse économique fin 2012 demeure pédagogique¹⁰⁴. Dans le débat international, il faut signaler la position très tranchée de l'américaine Anat Admati et de l'allemand Martin Hellwig¹⁰⁵, qui militent pour des niveaux de capital beaucoup plus élevés que les ratios de Bâle 3, de l'ordre de 20 à 30 %.

Des enseignements divergents mais éclairants

Il serait fastidieux de faire ici un inventaire exhaustif des difficultés de méthode¹⁰⁶. Mais il est utile de présenter quelques repères de compréhension :

- La plupart des approches supposent trois étages : (i) d'abord, la "calibration" de l'effet mécanique des règles sur les bilans des banques. C'est à Bâle l'exercice dit de QIS (*Quantitative Impact Study*) (ii) ensuite, les coûts de ces règles en termes de prix et/ou volume du crédit, et par là de croissance économique (iii) en face de ces coûts, et significativement plus élevés qu'eux, les bénéfices en termes de crise financière évitée. Chacun de ces étages comporte des aléas, même le premier.

- Les coûts économiques sont plus élevés si on suppose que les banques s'adaptent aux nouveaux ratios en **réduisant leurs volumes de crédit, et pas seulement en augmentant leurs taux**. Le MAG de 2010 semble avoir été un peu optimiste en ne retenant que des effets taux. Des modèles plus complets "d'équilibre général", dits DSGE, intègrent désormais mieux les comportements des banques. En outre, les conditions macroéconomiques sont aujourd'hui plus dégradées que prévu en 2010. De ce fait, plusieurs études concluent à un impact plus marqué d'une hausse additionnelle du capital réglementaire, et à une courbe en "U inversé" du capital optimal.

- En sens inverse, plusieurs facteurs "mitigeant" peuvent jouer favorablement¹⁰⁷. **Au total, une conclusion univoque n'est donc pas accessible.** C'est une difficulté traditionnelle des économistes sur

¹⁰² Cf. "Economic Review of the financial agenda", réalisée en mai 2014 à la demande de M. Barnier.

¹⁰³ Institute of International Finance, 2010.

¹⁰⁴ Conseil d'analyse économique, *Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire* (rapport n° 104), et en particulier l'analyse du Pr J.-P. Pollin, 2012.

¹⁰⁵ Cf. notamment : A. Admati et al. "Fallacies, irrelevant facts and myths in the discussion of capital regulation : why bank equity is not socially expensive" ; A. Admati, M. Hellwig, "The bankers' new clothes : what's wrong with banking and what to do about it", Princeton university press, 2014.

¹⁰⁶ Cf. Annexe 6 de la DSF pour une vision résumée.

¹⁰⁷ Outre la politique monétaire déjà citée, la baisse du coût de la dette des banques quand leur capital augmente - hypothèse dite de Modigliani-Miller -, leur capacité d'optimiser leurs autres postes de dépenses ou de bilan, le remplacement pour l'économie des crédits par d'autres financements non bancaires.

l'évaluation ex-ante des réglementations¹⁰⁸. **Mais un débat plus éclairé est possible:** à l'interrogation récurrente sur l'effet des règles prudentielles, il serait faux de répondre par le seul silence désolé. Les décideurs, notamment politiques, doivent avoir accès au champ des hypothèses et des effets possibles.

Des réglementations additionnelles potentiellement sensibles pour les banques européennes

Ce souhait d'un débat mieux éclairé vaut en particulier pour les règles additionnelles actuellement en débat à Bâle :

➤ deux concernent les **fonds propres ou quasi-fonds propres** : le TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*), et le **ratio de levier**, qui rapporterait simplement les fonds propres au total du bilan non pondéré par les différents risques¹⁰⁹. L'une et l'autre règles sont proches des pratiques américaines, et éloignées des règles européennes actuelles. Cette inquiétude est exprimée par plusieurs acteurs français ; elle doit être précisément chiffrée à Bâle ;

➤ l'intuition, partagée par la mission au-delà des protestations de l'industrie bancaire, est que Bâle 3 "passe", pour le financement de l'économie. Il n'en irait pas nécessairement de même d'un "Bâle 4" qui pénaliserait spécifiquement les banques européennes sur le capital et la taille de leur bilan. Parallèlement, il est d'autant plus indispensable de se doter en Europe d'une capacité de titrisation, bien sécurisée, pour pouvoir alléger le bilan des banques comme aux Etats-Unis (cf. partie 3);

➤ du côté de la liquidité, les effets du nouveau Ratio de moyen terme applicable en 2018¹¹⁰ peuvent être significatifs. Or la plupart des analyses sont faites sur les règles prises séparément, peu sur leur effet agrégé. Une "revue d'ensemble" s'impose périodiquement ;

➤ les banques de la zone euro devront en outre s'adapter à l'harmonisation menée dans le cadre de l'Union bancaire. Danièle Nouy, qui préside la Supervision unique, veut en effet mettre fin rapidement aux 155 (!) régimes nationaux concédés par les directives. C'est légitime, mais c'est une raison de plus pour être prudents sur de nouvelles exigences à Bâle. Enfin, un point d'attention spécifique porte sur la pondération des crédits aux PME et TPE dans les directives européennes, qui bénéficient aujourd'hui d'un régime relativement favorable.

Le calibrage des règles prudentielles est un des exercices les plus sensibles qui soient. Il a globalement été bien mené jusqu'ici. Et il appelle de tous, y compris des critiques de tous bords, une certaine "modestie"¹¹¹ : nul ne peut prétendre en la matière à des vérités définitives qu'il voudrait imposer aux régulateurs. Trois principes simples doivent guider les travaux qui demeurent :

- **Sécurité** : la sécurité financière est l'impératif premier. Il faudra, face aux demandes et pressions de l'industrie financière, d'autant plus le rappeler à mesure que le souvenir de la grande crise s'éloignera. Et la régulation ne doit pas laisser de côté un secteur du "*shadow banking*" qui serait alors le foyer probable de la prochaine crise (cf. partie 3) ;

¹⁰⁸ Cf. notamment discussion de la mission avec J. Tirole. Hors régulation, l'expérience des travaux du GIEC sur le changement climatique est cependant intéressante.

¹⁰⁹ Dans le ratio de solvabilité actuel de CET1, un crédit à une grande entreprise - moins risqué - pèse par exemple nettement moins qu'une PME.

¹¹⁰ NSFR : *Net Stable Funding Ratio*.

¹¹¹ Cf. discours introductif de C. Noyer, gouverneur de la Banque de France et président de l'ACPR, conférence de l'ACPR « les nouvelles réglementations bancaires en projet », juin 2015.

- **Stabilité** : les règles doivent être le plus rapidement possible finalisées, et connues de tous. Elles ne devraient ensuite être modifiées que suite à une évaluation. L'incertitude qui dure, sept ans après la crise, tient à l'ampleur de la tâche, mais elle a un coût économique. Les banques s'interrogent sur leur stratégie, et - à un moindre degré - les entreprises sur leur financement ;
- **Soutenabilité** : l'effet des règles doit faire l'objet, avec toutes les précautions de méthode requises, d'une évaluation économique mieux systématisée, à travers l'orientation qui suit.

Orientation n°4 : recréer une instance internationale d'évaluation

Le *Macroeconomic Assessment Group* (MAG) de Bâle a constitué à ce jour l'instance la plus ambitieuse, mise en place en 2010 à la demande du CSF et du Comité de Bâle sur la supervision bancaire. La France avait semble-t-il joué un rôle important dans cette demande. Le MAG a réuni des économistes de banques centrales, le FMI pour les hypothèses macroéconomiques, et la BRI qui en assurait la Présidence (S. Cecchetti, alors son chef économiste). Mais son travail global, ressenti comme très lourd, n'a pas été repris depuis lors. La récente "*Coherence and Calibration Task Force*" (CCTF) s'est à ce stade limitée à l'étape de la calibration, sans réévaluer l'effet économique.

Le besoin demeure cependant, et il risque de faire l'objet de réponses trop dispersées et insuffisamment fiables. Il nous semble donc nécessaire de **pérenniser une Instance internationale d'évaluation autour du mandat et de l'organisation suivants** :

➤ l'objectif en serait double : (i) évaluer systématiquement *ex ante*, y compris dans leurs effets économiques, les **nouvelles règles envisagées**, comme cela devrait être le cas pour le TLAC (ii) reprendre tous les 3 à 5 ans une **revue d'ensemble ex post**. Les données ont en effet sensiblement changé depuis 2010 : la régulation a été complétée ; les conditions macroéconomiques ont évolué ; le comportement des banques en réaction aux règles est mieux connu ; les travaux académiques se sont enrichis. Cette revue d'ensemble pourrait au besoin conduire à des ajustements périodiques des curseurs ;

➤ **l'organisation** reposerait comme précédemment sur les économistes des banques centrales - qui représentent déjà une bonne diversité d'opinion -, en nombre cette fois limité à 10 ou 15, dont la BCE activement. La présidence devrait être assurée par la BRI, ou sinon par le Comité de Bâle (BCBS), le FMI ou un économiste indépendant. L'entrée d'économistes universitaires serait un progrès additionnel.

L'instance ne produirait pas de conclusions univoques, mais un exposé clair des divers effets possibles, et une fourchette de leurs chiffrages. Ces conclusions seraient publiques, et à la disposition en particulier des décideurs politiques et régulateurs.

Bâle nous paraît être encore le cœur de l'expertise en la matière, même si nous avons senti des réticences notamment à la BRI à relancer ce travail. En alternative, il serait indispensable de construire une capacité européenne, à Bruxelles autour de la Commission, ou à Francfort autour de la BCE et d'un "réseau de recherche" *ad hoc*.

3 Construire pour demain une Union de financement et d'investissement efficace

Nous avons identifié trois défis : adaptation à des investissements plus innovants, réduction de la fragmentation financière en zone euro, application des nouvelles règles prudentielles. Une bonne part de leur solution se joue à l'échelle européenne : c'est l'intérêt du projet d'**Union des marchés de capitaux**¹¹² (UMC) mis en avant par la Commission européenne après l'Union bancaire. Jonathan Hill, nouveau Commissaire britannique en charge des services financiers¹¹³, a publié un livre vert en février dernier et procédé à une consultation ouverte : avec plus de 700 réponses reçues en mai. Le « plan d'action » de la Commission devrait en conséquence être publié officiellement fin septembre.

Ce nouveau projet suscite un intérêt large en Europe, nos entretiens le montrent. Il est particulièrement fort à Bruxelles et à la BCE bien sûr, mais aussi à Paris, sensible au renforcement de la zone euro, et à Londres, qui y voit l'avantage pour sa place financière. Cet intérêt partagé, plutôt rare pour des nouveaux projets européens aujourd'hui, constitue un bon atout de départ. Pour autant, il faut relever un certain flou du projet à ce stade :

- **les motivations varient** : certains y voient une simple prolongation technique du Marché unique ; d'autres, comme la France, ont une ambition politique plus forte pour cette « Union » ;
- **le contenu est encore imprécis**. Il est trop large : 32 questions ouvertes dans la concertation de la Commission, et l'agenda affiché trop lointain (2019).

Une première question importante est celle de l'**appellation** du projet. Prolongeant une suggestion de l'excellent rapport remis par Fabrice Demarigny au Ministre des Finances, il nous paraît très préférable de parler d'**Union de financement et d'investissement**¹¹⁴, pour deux raisons :

- Les marchés de capitaux ne sont qu'un moyen parmi d'autres ; le bon financement de l'investissement est l'objectif.
- Les canaux de financement vont rester divers, y compris bien sûr les banques, ou la dette et les fonds propres « privés » souscrits directement par les assureurs et gestionnaires d'actifs.

Ce souci d'une UMC qui soit un **complément** et non un substitut aux financements bancaires est particulièrement fort en Allemagne et en Italie, comme chez les PME, qui ont moins accès aux marchés.

Le Ministre des Finances, dans son récent discours à Paris-Europlace a relevé que cette Union de financement et d'investissement était logiquement l'addition de « *l'Europe du financement bancaire et l'Europe des marchés de capitaux* ». Le « rapport des cinq Présidents » européens de juin parle pour la première fois d'une « Union financière », même si le terme nous paraît moins heureux. C'est à la Commission de choisir précisément maintenant : nous ne pouvons que souligner l'intérêt d'un nom « signifiant » - pour apaiser des craintes et oppositions potentielles, et convaincre l'opinion publique – et couvrant un périmètre élargi.

Pour réussir cette Union, il faut en tout état de cause réunir trois conditions, qui structurent nos orientations : en expliciter les motivations ; en prioriser le contenu ; en assurer la stabilité.

¹¹² ou *Capital Markets Union (CMU)*.

¹¹³ Après de lui, le nouveau Directeur général de FISMA (*Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*), est un Français : Olivier Guersent.

¹¹⁴ F. Demarigny, « 25 recommandations pour une Union des marchés des capitaux axée sur l'investissement et le financement », rapport pour le ministre des finances et des comptes publics, mai 2015.

3.1 Expliciter les motivations

Les attentes de chacun vis-à-vis de l'UMC sont variées. Il nous paraît essentiel de clarifier trois objectifs :

- une diversification des financements, plutôt qu'une désintermédiation forcée ;
- un renforcement de la zone euro et pas seulement un marché unique ;
- une réorientation de l'épargne européenne vers le long terme, plus encore que vers la prise directe de risque.

3.1.1 Une diversification selon la demande, plutôt qu'une désintermédiation forcée

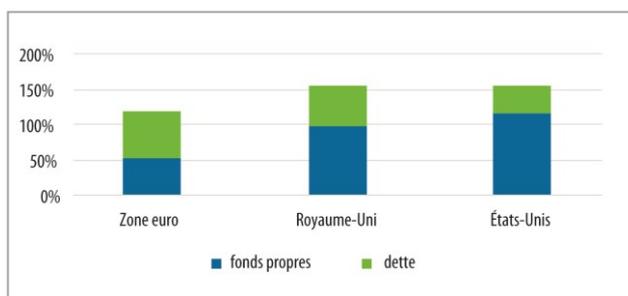
La cohérence même de ce rapport, qui part de l'investissement des entreprises et de leurs besoins, conduit à souhaiter la même approche « *bottom-up* » pour l'Union de financement. Elle est renforcée par deux considérations claires : en négatif, le discours sur la désintermédiation à « l'américaine » a peu de sens ; en positif, les attentes de diversification des entreprises sont fortes et la France a des atouts pour y répondre.

Les limites du discours sur la « désintermédiation »

Le travail considérable autour de Bâle 3 et du paquet Barnier s'est fréquemment accompagné d'un discours assez normatif sur la désintermédiation : l'Europe devrait passer d'un modèle de financement basé sur les banques, à un modèle basé sur les marchés, « à l'américaine ».

Cette vision part de deux réalités incontestables. Un des objectifs prudentiels est bien de mieux maîtriser la taille du bilan des banques, face aux excès de levier d'endettement. D'autre part, la **structure de financement des entreprises américaines est radicalement différente**, avec (i) **une part beaucoup plus importante des fonds propres, et une part plus réduite de la dette**,

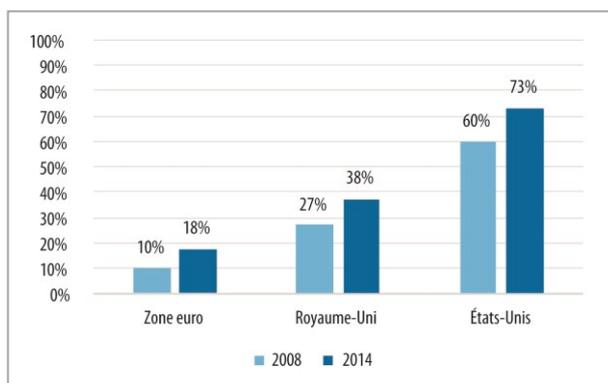
Graphique 34 : Passif des SNF : fonds propres « net » et dettes financières, en % du PIB



Source : Banque de France. La valorisation des fonds propres est celle de marché (avec une méthode approchant pour les valeurs non cotées). Le passif « fonds propres » est net au sens où les actions à l'actif des SNF en sont déduites. Les dettes comprennent les crédits bancaires et les dettes de marché.

(ii) et à l'intérieur des instruments de dette, une part plus importante des obligations et assimilées¹¹⁵, et plus réduite des financements bancaires. **C'est sur la dette qu'on mesure en général le « taux de désintermédiation »**, de façon donc un peu restrictive par rapport aux fonds propres.

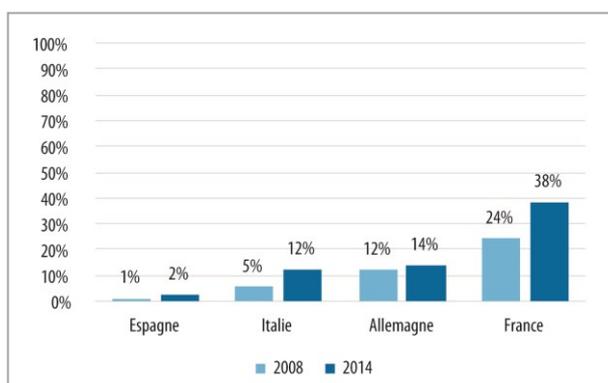
Graphique 35 : Part de l'obligataire et assimilés dans l'endettement financier des SNF (en %)



Source : Banque de France.

Entre les principaux pays européens, le taux de désintermédiation varie sensiblement : il est déjà plus fort en Grande-Bretagne, et **en France compte tenu du poids des grandes entreprises**, tandis que l'Allemagne, l'Italie ou l'Espagne reposent plus massivement sur le financement bancaire.

Graphique 36 : Part de l'obligataire dans l'endettement financier des SNF de la zone euro (en %)



Source : Banque de France.

C'est l'intérêt de la zone euro, et de ses entreprises, que de développer les financements non bancaires. Mais imposer d'en haut une désintermédiation, avec un objectif chiffré de transition vers le « modèle à l'américaine » nous semble avoir peu de sens, pour trois raisons au moins :

➤ Certaines analyses plaident effectivement qu'un modèle de marché est plus résilient face aux crises qu'un modèle bancaire, et que l'investissement s'y redresse plus rapidement¹¹⁶. Mais ces conclusions semblent fragiles notamment parce qu'elles surpondèrent les crises bancaires par rapport aux crises de marché. **La diversité des canaux de financement est un atout ; la supériorité de l'un sur l'autre serait une illusion.** Alan Greenspan lui-même avait employé l'image des marchés comme « roue de secours » (*spare tyre*) des financements bancaires ;

¹¹⁵ Les placements privés et autres instruments de dettes financières non bancaires sont comptés dans les obligations.

¹¹⁶ Cf. Brutscher « *The impacts on investment of banking and sovereign debt crises in bank-based and market based economics* », BEI Working Paper, 2014 et T. Grjebine et al. « *Corporate Debt Structure and Economic Recoveries* », Working Paper du CEPII, novembre 2014.

➤ Fixer un taux et un calendrier de désintermédiation serait un exercice hautement aléatoire. Personne ne plaide que l'Europe arrive au niveau américain de 25 %. L'Europe n'a pas au demeurant les mêmes « animaux financiers » qu'aux Etats-Unis. Les progrès vers la diversification seront déterminés par la demande des entreprises - réelle -, pas par un objectif fixé d'en haut, du type 40 à 50% de désintermédiation d'ici dix ans ;

➤ Enfin, le discours sur la désintermédiation forcée pourrait susciter **beaucoup de craintes et d'oppositions des PME** et avec elles des réseaux mutualistes qui sont leurs financeurs de proximité, particulièrement en Allemagne et en Italie. Partout, le débat public sur « l'américanisation » ou les vices et vertus comparés des marchés et des banques, s'annoncerait très incertain.¹¹⁷ Nous avons rencontré cette préoccupation chez beaucoup de parlementaires en Europe : pour ne citer qu'un exemple, M^{me} Paus, députée au Bundestag allemand (Verts) nous a marqué sa surprise qu'après avoir strictement réglementé à juste titre les banques et les compagnies d'assurance, on envisage de favoriser les marchés de capitaux, avec les risques d'instabilité associés. Le projet d'UMC ne doit effectivement pas se présenter ainsi.

Une demande de diversification qui sera forte

La mission a pour autant la conviction que la demande des entreprises en faveur des financements non bancaires sera forte. Il s'agit de leur proposer un **élargissement de gamme** : une offre de possibilités plus ouverte que le seul dialogue avec sa banque est naturellement une opportunité. Plus fondamentalement, nous avons (cf. partie 1.3) relevé combien le changement de nature des investissements appelait une rénovation des financements : davantage de dette sans collatéral, et surtout **d'avantage de fonds propres** ; ce point est le plus décisif dans la comparaison avec les Etats-Unis.

La France peut jouer cette diversification. Au sein de la zone euro, hors Grande-Bretagne, elle est en effet l'économie la mieux placée pour cela. Outre le taux de désintermédiation déjà le plus élevé, elle dispose en effet d'une industrie financière diversifiée :

➤ un système bancaire solide, et en particulier plusieurs banques « intégrées » à même de proposer à leurs clients à la fois des crédits classiques et des financements de marché. Dans les débats européens sur la structuration bancaire, les autorités françaises ont défendu à juste titre le maintien de ce champ ouvert, tout en traitant rigoureusement les risques des activités de marchés ;

➤ La France dispose dans la zone euro de l'un des premiers assureurs avec Axa, du premier gestionnaire d'actifs avec Amundi et de la première industrie du capital-risque. Assureurs, fonds de gestion, *private equity*, auront demain un rôle encore plus décisif à jouer dans le financement de l'économie.

La faiblesse française relative reste la bonne coordination entre les infrastructures de marché. La mobilisation pour la place de Paris ne doit pas faiblir¹¹⁸ dans la « compétition euro » avec Francfort, Luxembourg ou Dublin.

3.1.2 Un renforcement de la zone euro, et pas seulement un marché unique

Du constat de la fragmentation financière et de ses conséquences économiques négatives, ressort une évidence : pour l'Union européenne dans son ensemble, l'Union de financement est un progrès significatif ; **mais pour la zone euro, c'est un impératif**. A 28, c'est un « *(very) nice to have* » ; à 19, c'est un « *must have* ». C'est un renforcement non suffisant mais nécessaire ; il est politiquement accessible, sans changement des Traités, et économiquement efficace.

¹¹⁷ Cf. Eric le Boucher, « La discrète américanisation des marchés de capitaux », *Les Echos*, 21 mai 2015.

¹¹⁸ Cf. Paris-Europlace « Vingt-cinq mesures pour une place offensive et forte », Comité 2020 – 22 juillet 2015.

Cette dimension ne figurait pas dans le Livre vert initial du Commissaire Hill. Elle est heureusement apparue dans le « rapport des cinq présidents »¹¹⁹ préparé en juin. Celui-ci propose des progrès vers l'Union économique, l'Union budgétaire, la responsabilité démocratique et le renforcement institutionnel : ceux-ci nous apparaissent tous nécessaires, mais ne sont pas ici notre objet. Mais il relève pour la première fois que l'UMC « *concerne l'ensemble des 28 Etats membres de l'Union, mais plus particulièrement la zone euro* ». Ce (prudent) début doit être salué.

A 28 aussi loin que possible, et à 19 si nécessaire

La question du périmètre géographique est d'autant plus lourde qu'elle percute le débat autour du referendum britannique et les risques d'un « Brexit ». A la suite de notre concertation, elle nous semble devoir se traiter autour des principes suivants :

- L'Union de financement et d'investissement est un projet impliquant les 28, et à l'échelle du marché unique. A supposer que la France veuille en faire un projet à 19 – ce qui n'est pas sa position officielle – elle n'aurait guère d'alliés, ni à Bruxelles, ni parmi les Etats membres. Un tel choix au demeurant risquerait de pousser la Grande-Bretagne vers le Brexit ; et la place financière de Londres est globalement un atout pour l'Europe, même s'il faut développer les places de la zone euro ;
- La Grande Bretagne ne doit pour autant avoir aucun droit spécifique dans l'UMC, alors que le gouvernement de D. Cameron semble tenté de le demander pour les services financiers, au nom étrangement de la « *fairness* » (équité). Et si le référendum devait conduire à une sortie britannique, Londres ne pourrait bien entendu pas être un centre financier de l'UMC ;
- Enfin, la zone euro doit pouvoir, en cas de blocage à 28, avancer à 19 sur ce qui est l'agenda prioritaire (cf. 3.2 et 3.3 ci-après), et pour elle impératif. L'Union bancaire a été construite ainsi : proposée à tous, puis réalisée à 19 avec une construction institutionnelle (trop) spécifique¹²⁰. Sur des sujets lourds comme l'harmonisation du droit des faillites (infra), les progrès ne seront éventuellement possibles qu'entre Etats de la zone euro.

En résumé, **ni exclusion, ni droits spéciaux, ni blocage**. Reste une condition forte à l'UMC : l'achèvement de l'Union Bancaire.

Compléter l'Union bancaire

L'Union bancaire est une des réalisations les plus fortes de la zone euro ; la mise en œuvre du mécanisme de supervision unique à Francfort est impressionnante.

Pour autant, **la pleine liberté de circulation des flux bancaires entre Etats-membres n'est pas rétablie**. La confiance privée est encore insuffisante. De façon plus préoccupante, certains obstacles sont de nature réglementaire, explicite ou implicite. L'exemple le plus connu est celui de la Bafin allemande, qui a depuis la crise de 2011 interdit les flux au sein du groupe Unicredit depuis sa filiale allemande HVB jusqu'à la maison-mère italienne. Ce type de « herses » nationales semble demeurer dans nombre de pays d'Europe du Nord : aux yeux des régulateurs nationaux, l'épargne locale doit être employée intégralement dans son pays d'origine. Il y a là une entorse manifeste à l'Union monétaire ; elle a en principe perdu toute justification depuis la mise en place d'un superviseur unique et la coupure du lien entre chaque Etat national et ses banques.

La rupture définitive de ce lien se joue cependant sur la crédibilité de l'autre mécanisme de l'Union bancaire : **le Fonds de résolution unique (FRU)**, qui doit contribuer au niveau européen à la résolution

¹¹⁹ « Compléter l'Union économique et monétaire », juin 2015.

¹²⁰ L'Union bancaire donne des droits réservés aux Etats non membres de la zone euro comme une double majorité au sein de l'EBA, conférant un quasi droit de veto à la Grande-Bretagne.

des éventuelles faillites. Sa dotation atteindra 55Md€ avec montée en charge progressive jusqu'à fin 2023.

Il n'est pas question d'attendre cette date pour lever les obstacles nationaux. Il faut donc insister sur l'urgence des actions suivantes :

- mise au point du financement-relais (*bridge financing*) qui assurera la capacité d'intervention du FRU pendant les années de transition, et simplification si possible de la gouvernance du Fonds ;
- discussion du *common backstop* (filet de sécurité commun), qui après 2023, garantira que le FRU dispose des fonds suffisants, même si sa dotation de 55 Md€ venait à être dépassée ;
- prohibition de toute mesure de cantonnement national supplémentaire. A cet égard, il est essentiel que la supervision unique apprécie bien les ratios de capital et de liquidité de ses 120 banques sur base consolidée, sans les exiger au niveau de chaque entité juridique nationale. L'application du futur TLAC (cf. *supra*, 2.3) ne doit pas non plus être prétexte à des cantonnements nationaux.

Ces divers points sont difficiles mais accessibles avec nos partenaires. Un dernier sujet est beaucoup plus sensible : la mise en commun des Fonds de garantie des dépôts, qui restent nationaux. C'est aujourd'hui une « ligne rouge » allemande. Cette communautarisation serait souhaitable mais elle ne nous paraît pas strictement indispensable à la crédibilité de l'Union bancaire, dès lors que les autres actions ci-dessus auraient été menées à bien.

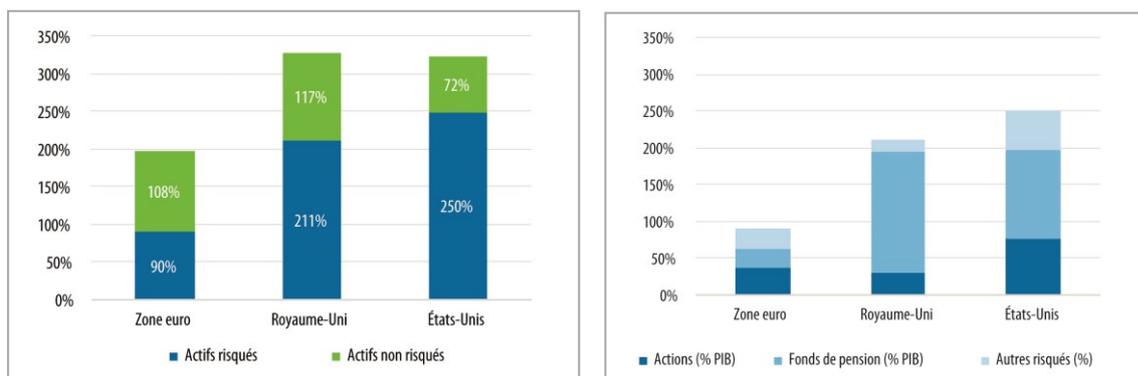
3.1.3 Une épargne orientée vers le long terme, plus encore que vers la prise de risque directe

Nous avons relevé en partie 1 que la prudence – légitime - des épargnants européens était un des défis d'un financement innovant des investissements. Dans ce moindre « appétit au risque » réside sans doute la différence majeure avec les Etats-Unis, avec des racines culturelles ou sociologiques. Il ne nous appartient pas de les explorer, encore moins de les transformer. Il nous semble par contre que l'analyse **gagne à distinguer deux aspirations: la sécurité, et la liquidité**. Sur la sécurité, c'est-à-dire la protection de leur capital, l'attachement des épargnants nous paraît fort, dans leur grande majorité : la prise directe de risque, avec les espoirs de plus-values associés, restera le fait d'une minorité entrepreneuriale. Les autres Européens ne deviendront pas facilement "américains".

Le poids des actifs "risqués"¹²¹ dans le patrimoine des ménages est en effet près de trois fois supérieur aux Etats-Unis à ce qu'il est en zone euro: 250 % du PIB, contre 90%. Une bonne part de cet écart s'explique par l'importance des fonds de pension- comme au Royaume-Uni -, mais la détention d'actions par les ménages est aussi nettement plus élevée.

¹²¹ Les actifs risqués sont ici définis comme comprenant les titres de créances, actions cotées, actions non cotées et autres participations, titres d'OPC non monétaires et les parts de fonds de pension. Les actifs non risqués sont définis comme comprenant le numéraire, les dépôts à vue, les dépôts à terme, les titres d'OPC monétaires et les parts d'assurance-vie. La distinction pourrait être raffinée en ventilant notamment les actifs sous-jacents des parts d'assurance-vie et de fonds de pension, mais cette « mise en transparence » est techniquement complexe.

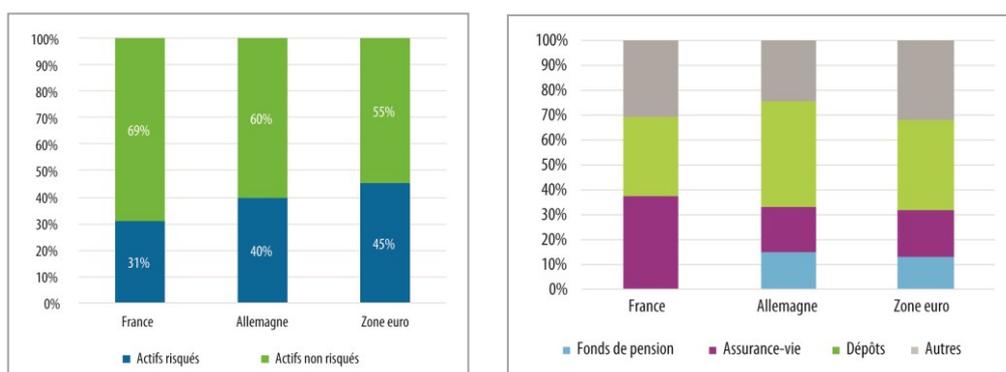
Graphique 37 : Encours des placements financiers des ménages par types d'actifs, en % du PIB



Source : Banque de France

A l'intérieur de la zone euro ensuite, la répartition totale des placements financiers des ménages apparaît proche entre l'Allemagne et la France, avec des actifs non risqués atteignant ou dépassant les 60%. La principale spécificité française est le poids plus important de l'assurance-vie, qui semble avoir pour partie une finalité retraite: facialement, elle compense en effet la part des fonds de pension chez nos voisins continentaux. Celle-ci y demeure néanmoins nettement plus modeste que dans le monde anglo-saxon.

Graphique 38 : Répartition par type d'actifs des encours de placements financiers des ménages¹²²



Source : Banque de France

Sur la **liquidité** par contre, beaucoup des motivations des Européens sont en fait orientées vers le long terme, à commencer par l'épargne-retraite. Pour utiliser une expression financière, les particuliers ont aujourd'hui des « passifs » qui s'allongent, avec la prolongation de la durée de la vie, la baisse partout du taux de remplacement des retraites, les risques du grand âge, etc... Ils doivent donc allonger la durée de leurs actifs. Or trop de produits privilégient historiquement l'épargne liquide, et pas seulement en France caractérisée par le Livret A et l'assurance-vie. Plutôt que de jouer directement sur la composante risque, il serait plus efficace de jouer donc sur la composante temps, et de proposer aux épargnants davantage de produits longs, avec une garantie du capital le cas échéant. Il s'agit ici de retrouver les « épargnants patients » : dans la littérature économique, la patience est la vertu même qui définit l'épargnant, par contraste avec l'emprunteur impatient.

Ces produits (cf. certaines orientations 6 à 8 ci-après) procureraient aux intermédiaires financiers **des passifs suffisamment longs pour leur permettre de prendre des risques mutualisés**, tout en respectant totalement les règles prudentielles. Ceci permettrait aussi de servir globalement aux

¹²² Les dépôts sont ici définis comme comprenant le numéraire, les dépôts à vue, les dépôts à terme et les titres d'OPC monétaires.

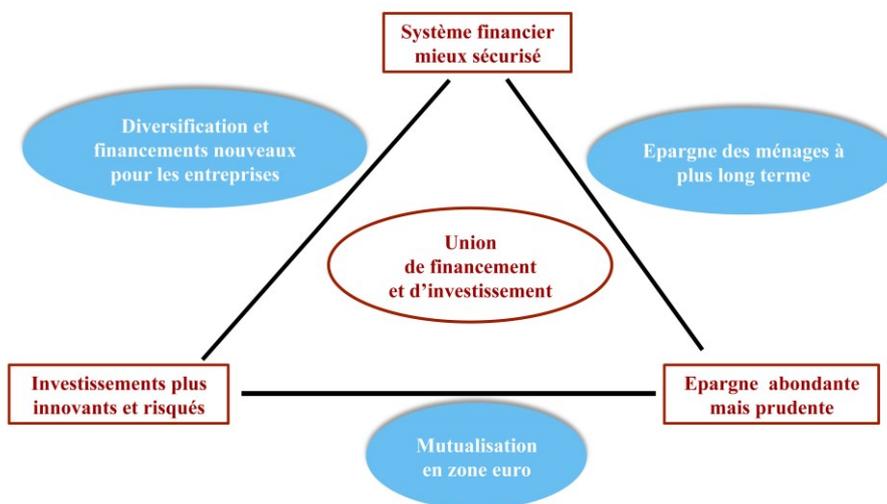
épargnants de meilleurs rendements¹²³. Cet enjeu-clé est un peu la « **face oubliée** » de la **nouvelle donne réglementaire**¹²⁴ : la question qui concentre l'attention jusqu'à présent est la diversification des ressources des entreprises ; mais celle de l'allongement des actifs financiers des ménages est aussi importante.

La prime actuelle aux actifs liquides chez les investisseurs financiers

A l'inverse en effet, la liquidité - ou le court-termisme - de beaucoup de passifs actuels est le pire ennemi de l'investissement à risque. Tant les règles prudentielles que l'habitude des épargnants poussent en effet à détenir en priorité des actifs liquides. Ce sont les *High Quality Liquid Assets* (HQLA) de Bâle 3, concentrés en pratique sur les obligations souveraines des États et les dépôts en banque centrale. Du côté de l'assurance-vie française, sa liquidité à tout instant pour les épargnants, avec garantie permanente du capital, est une sérieuse limitation à la diversification vers des placements plus innovants. Pour reprendre l'expression d'un assureur de la place, « *l'assurance-vie est intentionnellement longue, et contractuellement courte* ». Cette contradiction dépasse de fait les spécificités françaises. En outre, l'environnement de taux bas peut conduire pour les gestionnaires d'actifs de la planète à deux risques opposés - mais pouvant coexister : soit des "bulles" sur les actifs financiers les plus liquides, et donc les plus recherchés ; soit un "mismatch" (désajustement) entre des passifs courts vis-à-vis des épargnants, et des actifs de plus en plus longs et moins liquides pour trouver les rendements. Ces risques doivent être pris en compte dans la surveillance des marchés.

L'Union de financement et d'investissement peut et doit ainsi avoir trois objectifs : diversification pour les entreprises ; mutualisation dans la zone euro ; et « allongement » de l'épargne des Européens. A ces conditions, elle contribuerait fortement à la compatibilité du « triangle du financement ». Ceci peut être représenté par le schéma joint, qui oriente le contenu souhaitable de l'Union.

Graphique 39 : triangle de financement



¹²³ Sur le long terme, le placement en actions délivre normalement les meilleurs rendements. L'immobilier, notamment en France, a pu parfois représenter une alternative « de rente » ; il est important que la fiscalité n'introduise pas ici de distorsions.

¹²⁴ Cf O. Garnier, *Règles prudentielles et conséquences sur l'intermédiation des financements*. Communication au conseil scientifique de l'AMF, décembre 2014.

3.2 Prioriser le contenu de l'Union de financement et d'investissement

Le livre vert de la Commission de février, riche, a néanmoins nourri un certain scepticisme sous deux angles :

- **son calendrier est lointain – 2019 – et totalement disjoint de celui du « plan Juncker »**, lancé en 2015 pour trois ans. Pourtant, la complémentarité devrait être évidente : le plan Juncker dégage des fonds publics pour mobiliser des capitaux privés ; l'UMC favorise l'investissement des capitaux privés ;
- **son contenu apparaît très large, encore relativement flou, et très centré sur un agenda juridique** – liste des textes à prendre - plus encore qu'économique. Les premières indications sur le prochain plan d'action de la Commission ne lèvent pas suffisamment cette interrogation.

Nous ne prétendons pas ici à un agenda de détail, exhaustif dans ses rubriques, ou totalement finalisé dans ses précisions techniques¹²⁵. Mais notre conviction est qu'il faut **prioriser cet agenda**, lui donner sa dynamique et son sens, avec les fondements suivants :

- **jouer deux échelles de calendriers** : certains chantiers structurels lourds s'inscrivent effectivement pour 2019. Mais des gains plus rapides sont possibles d'ici 2016/2017 : ils crédibiliseront l'UMC pour les acteurs économiques et financiers et ils favoriseront le succès du plan Juncker ;
- **partir en priorité des besoins des entreprises**. Nous l'avons fait selon deux axes : offrir un **continuum d'instruments de crédit et de dette** – qui resteront la majorité des financements externes - quelle que soit la taille des entreprises (PME, ETI, grandes entreprises) ; développer des **instruments plus à risque**, comme les fonds propres ou les financements longs d'infrastructure. L'ensemble de ces instruments devra pouvoir être utilisé en transfrontières, pour optimiser l'utilisation de l'épargne des Européens et consolider l'euro.

3.2.1 Assurer un continuum des instruments de dette pour toutes les tailles d'entreprise

L'Union de financement doit d'abord se construire sur une segmentation simple des financements par dette ou crédit :

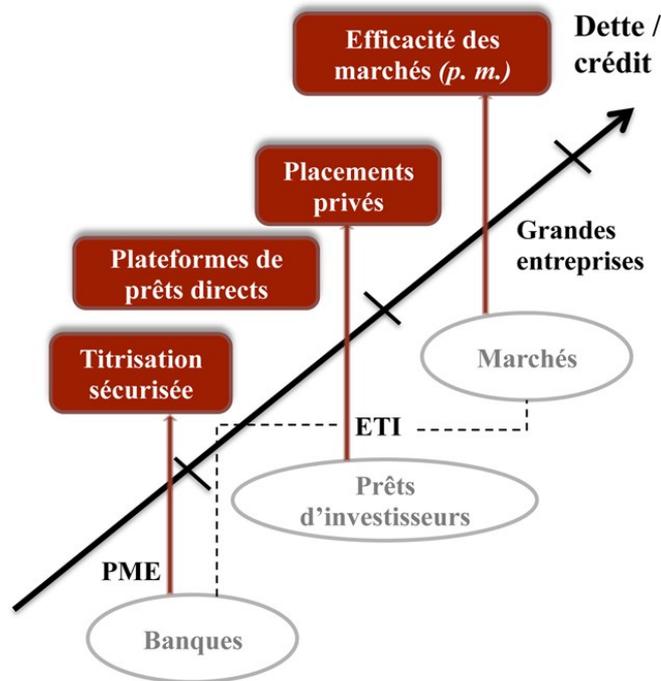
- Les grandes entreprises se financeront très majoritairement **sur les marchés**. C'est déjà le cas en France. Elles en ont les moyens techniques, et la communication financière requise avec la publicité de leurs comptes. Ce financement suppose la pleine efficacité des marchés, et en particulier une **liquidité suffisante** des obligations d'entreprise assurée par l'activité des teneurs de marché. Sur ce sujet bien documenté, la mission rappelle juste cette préoccupation qui croît actuellement chez les acteurs¹²⁶.
- A l'inverse, **les PME resteront financées majoritairement par les banques** (à 96 % aujourd'hui en France). C'est le cas même aux Etats-Unis. Une diversification est bien sûr souhaitable, vers des formes de placements privés ou fonds de prêts (cf. ci-après), ou des plateformes de prêts directs. Mais ce serait une illusion que de vouloir les orienter massivement vers des marchés trop coûteux ou exigeants en information. Pour garantir que les banques aient dans leur bilan l'espace nécessaire pour bien financer les PME, il faut développer **une capacité de titrisation de qualité et bien sécurisée**.

¹²⁵ Notre rapport s'inscrit, sur les mesures de l'UMC, dans le prolongement du « rapport Demarigny » déjà cité.

¹²⁶ Au Royaume-Uni, le FPC (*Financial Policy Committee*) présidé par Mark Carney a annoncé une revue de ce sujet pour septembre. Cf. aussi le rapport *ad hoc* de PWC commandité par diverses associations professionnelles.

➤ Les ETI ont d'ores et déjà un financement mixte (74 % banques, 26 % marchés, cette part étant en croissance rapide). Elles exerceront ce choix en fonction de leur taille et de leurs besoins. Mais il y a une « troisième voie » : le développement souhaitable du marché privé de la dette, sous forme de **prêts directs** d'investisseurs institutionnels aux ETI. L'Union de financement doit donc favoriser l'essor des **placements privés**.

Graphique 40 : L'axe dette / crédit de l'agenda de l'Union de financement et d'investissement



Une titrisation mieux sécurisée : quelques éclairages

La titrisation a légitimement mauvaise presse, depuis les dérives américaines des *subprimes*. Les émissions de titrisation se sont d'ailleurs écroulées depuis la crise : plus de 2000 Md\$ en 2006 aux Etats-Unis et en Europe, autour de 500 Md\$ ces dernières années. Pour autant, la titrisation – « *securitisation* » en anglais – reste un instrument potentiellement utile : elle permet à des banques de céder une partie de leurs créances existantes, et de faire ainsi de la place dans leurs bilans pour de nouveaux prêts ; symétriquement, les investisseurs institutionnels qui achètent ces titrisations disposent d'actifs économiques diversifiés, et en principe bien identifiés en termes de classe de risque. Ce dernier point est essentiel : **la connaissance des risques** avait été masquée ou négligée dans les *subprimes* américains¹²⁷. On doit noter que les titrisations immobilières européennes ont présenté un défaut bien moindre dans la crise, entre 1 et 4% contre plus de 20% aux Etats-Unis. Ceci fonde les réflexions actuelles sur une titrisation mieux sécurisée qu'on peut résumer de la façon suivante¹²⁸ :

➤ Les réflexions de la BCE et la Banque d'Angleterre en mai 2014¹²⁹, puis les travaux du Comité de Bâle en décembre¹³⁰, ont visé à définir les critères d'une **titrisation « STS » (simple, transparente et standardisée)**¹³¹. La Commission européenne a lancé ensuite une consultation publique en février dernier¹³². De ces discussions multiples – et parfois un peu confuses – se dégagent cependant quelques règles qui font clairement la différence avec les dérives des *subprimes*. La banque prêteuse à l'origine doit, après titrisation, garder une partie du risque (règle dite du « *skin in the game* » : littéralement, « on joue sa peau »). Les informations sur les actifs titrisés doivent être transparentes et complètes, y compris après la titrisation, et les dérives sanctionnées. Le rating des différentes tranches de risque doit être strictement mené, à la différence des « AAA » virtuels sur les *subprimes*. Les titrisations « synthétiques », ou complexes, trop loin de la réalité de l'actif sous-jacent¹³³ sont découragées. Au total, les régulateurs veulent ainsi définir une titrisation « de qualité » qui aurait alors droit à un meilleur traitement prudentiel, et qui pourrait être labellisée.

➤ Il faut distinguer les **titrisations « déconsolidantes »** (sorties du bilan) des opérations dites « retenues ». Ces dernières, qui sont encore la majorité en Europe, ont l'avantage de procurer de la liquidité : une banque titre un paquet de créances, et l'« autosouscrit » à son propre bilan pour pouvoir mobiliser ces actifs en refinancement auprès d'acteurs privés, ou de la Banque centrale. C'est une logique proche de celle de l'opération ESNI lancée avec l'appui de la Banque de France en 2014, pour 2,6 Md€ sur des crédits aux PME¹³⁴. Mais seules les opérations « déconsolidantes » avec cession effective des portefeuilles de prêts allègent le bilan des banques et leurs ratios de capital, et augmentent d'autant leur capacité de nouveaux prêts par exemple aux PME.

¹²⁷ Cf. Michaël Lewis « le Casse du siècle », Seuil-Points 2012. Le livre se lit comme un roman qu'il n'est malheureusement pas.

¹²⁸ Cf. notamment l'article du FMI « la relance de la titrisation », Revue de stabilité financière de la Banque de France, avril 2015.

¹²⁹ BCE et BoE « *The case for a better functioning securitisation market in the European Union* », mai 2014 .

¹³⁰ Comité de Bâle, « *Revisions to the securitisation framework* ».

¹³¹ Dite parfois désormais « STC », le « C » de « comparable ».

¹³² « *An EU framework for a simple transparent and standardized securitisation* », février 2015.

¹³³ Le contre-exemple des « *CDO square* » de 2006-2007, dérivés « au carré » des prêts *subprimes*.

¹³⁴ Les opérations dites de « *covered bonds* », (obligations garanties) ont la même finalité : une banque émet des obligations à conditions plus favorable car elle y met en garantie des prêts. Les « obligations foncières » sont ainsi très développées avec les crédits immobiliers. Mais ces crédits restent au bilan de la banque.

➤ Le support (actifs sous-jacents) des titrisations peut en théorie être tout type de prêts. Pour les cessions « déconsolidantes », il faut cependant des risques mesurables, agréables et aussi homogènes que possible. L'expérience - y compris américaine - montre que c'est beaucoup plus aisé sur des crédits aux particuliers – crédits automobiles et surtout immobiliers -, selon la loi des grands nombres, que pour les crédits aux PME, présentant chacun des risques trop spécifiques ou « idiosyncratiques »¹³⁵.

➤ Aux Etats-Unis, la titrisation des « *mortgages* » (crédits immobiliers) est très facilitée par l'existence de deux agences de garanties publiques pour la majorité d'entre eux. Beaucoup de professionnels rencontrés ont souhaité l'introduction d'une telle garantie publique en Europe : ce serait bien sûr une forte incitation mais elle ne nous semble ni souhaitable -vu son risque pour les finances publiques-, ni indispensable. Une harmonisation forte « STS » devrait permettre de développer un marché dont le sous-jacent potentiel (6 000 Md€ d'encours de crédits immobiliers en Europe) est gigantesque. Si une garantie publique partielle devait s'envisager, elle s'appuierait sur les expérimentations pour les PME à la BEI et aux banques de développement nationales.

➤ Ainsi, il faut viser une titrisation **pour les PME** – en libérant de l'espace au bilan des banques – mais pas nécessairement **sur** les PME : sans exclure celle-ci compte tenu de la diversité souhaitée par les investisseurs, il faut noter que les crédits immobiliers représentent la nette majorité des titrisations, en Europe (65 %) comme aux Etats-Unis (85 %).

La mission tient à souligner enfin une initiative originale, EURECA¹³⁶, lancée par les Français Jacques Delpla et Sébastien Huppé. Elle propose aux 120 premières banques de l'Union bancaire de céder chaque trimestre systématiquement 20% de tous leurs nouveaux prêts d'investissement aux entreprises. Juridiquement, il ne s'agirait pas d'une titrisation, mais l'effet économique serait le même. Le succès de l'idée – simple - passe par la mutualisation : dès lors que toutes les banques apportent la même part de tous leurs prêts, il ne peut y avoir de biais de risque dans les actifs cédés, et il n'y a pas selon les initiateurs besoin de rating externe.

¹³⁵ Selon le joli jargon des spécialistes.

¹³⁶ *EUropean REfinancing of Corporate Assets*.

Orientation n° 5 : pour un continuum des instruments de dette, promouvoir une titrisation sécurisée, les placements privés et des plateformes de prêts directs

1) Une titrisation sécurisée

Ce sujet est le plus important pour garantir le bon financement des PME, mais le plus « chargé » historiquement (cf. encadré ci-dessus). Créer les conditions d'un marché efficace en Europe suppose de lever maintenant deux obstacles :

- **Juridiquement**, il faut une réglementation européenne fixant (i) les conditions d'une titrisation « de qualité », (ii) son traitement prudentiel, au regard des ratios de capital et de liquidité. La Commission souhaite faire une proposition en ce sens en octobre : l'adoption à Bruxelles supposera de dépasser Bâle – où les réserves des Etats-Unis, à la mesure de leurs errements passés, freinent un équilibre raisonnable. Le traitement prudentiel devra ensuite être proportionné par rapport aux actifs sous-jacents. Le bon sens guide de ne pas pénaliser la titrisation - ce qui était le cas jusqu'à présent – dès lors que les critères STS sont remplis.

- **Economiquement**, la titrisation ne se développera suffisamment que si les crédits sous-jacents dégagent une marge suffisante pour rémunérer l'opération. Aujourd'hui, la marge des crédits immobiliers, comme d'ailleurs celle des crédits aux PME, semble être encore un frein ; les coûts de titrisation peuvent par ailleurs être excessifs. Les banques centrales européennes devraient initier sur chacun des principaux marchés européens un groupe technique sur le sujet, encore peu étudié.

2) Les placements privés auprès d'investisseurs institutionnels intéressent en priorité les ETI, voire de grosses PME¹³⁷. Ils recourent à des pratiques moins lourdes que l'émission d'obligations sur les marchés : pas de rating public, pas de publicité systématique des comptes. Ils portent sur des « tickets » pouvant descendre aujourd'hui jusqu'à 10 ou 20 M€¹³⁸, et sur des durées allant jusqu'à 7 ans en France. Ils concernent donc des entreprises de plus de 100 à 200 M€ de CA. Deux principaux types de placements privés coexistent aujourd'hui en Europe : le « **Schuldschein** » allemand (environ 8Mds€ par an) et l'**Euro PP**, développé à Paris avec une charte commune initiée par la Banque de France, le Trésor et la CCIP (4 Md€). Au total, le marché européen est estimé à 20 Md€ par an, contre environ 50 Md\$ pour le marché américain. La demande potentielle est forte, jusqu'à 60 Md€ selon la Société Générale.

Le développement accru des placements privés avec une dimension transfrontières passe par deux leviers :

- la création d'un seul support juridique européen serait un idéal lourd. **Une forme de reconnaissance mutuelle** des quelques grands contrats existants (Schuldschein / Euro PP/ LMA¹³⁹), comme cela a été initié par l'ICMA¹⁴⁰ avec les deux derniers, pourrait suffire à la confiance des investisseurs. Quelques « fondements communs » s'imposeraient avec au besoin adaptation de chacun des contrats existants à ces bases. Un institutionnel allemand devrait être prêt à investir dans un Euro PP émis par une entreprise espagnole.

- dès lors, le meilleur partage des **informations sur les entreprises** est le point essentiel à la confiance. Ceci se fait aujourd'hui cas par cas, avec un rôle essentiel des banques qui conseillent l'entreprise. Un dispositif plus systématique (cf. *infra*, 3.2.3) serait un progrès structurel décisif pour l'Europe.

¹³⁷ Cf. Paris-Europlace, « Financement en dette des PME/ETI », mars 2014.

¹³⁸ La taille moyenne d'un Euro PP était de 60 M€ en 2014.

¹³⁹ Le contrat britannique du LMA (*the Loan Market Association*) est aujourd'hui moins développé.

3) Les plateformes de prêts directs aux PME et professionnels sont encore peu développées en Europe : les leaders français et en zone euro (Unilend, Lendopolis, ...) atteignent au maximum une dizaine de M€ de prêts cumulés, mais déjà 600M £ pour le leader britannique Funding Circle. Sur un modèle différent, les plus gros acteurs potentiels sont les géants de l'e-commerce, prêtant à leurs PME commerçantes – Alibaba en Chine qui vient de créer MYbank, et Amazon qui se lance en Europe dans les crédits de trésorerie.

Ces sources restent d'appoint et leurs taux élevés. Mais elles sont portées par une forte demande : process rapides et allégés, absence de garanties, attrait pour la Fintech, volonté des prêteurs comme des emprunteurs de se passer des banques. **Cette croissance d'une finance alternative est bienvenue.** Elle nécessitera cependant une **régulation adaptée**. L'EBA¹⁴¹ a été une des premières à émettre en février dernier une « opinion » : elle y identifie les risques – le plus évident étant, pour les prêteurs, la perte de leur capital, en l'absence de vraie analyse de risque des plateformes sur leurs emprunteurs. Elle relève la très grande variété des règles possibles selon les plateformes, et le risque d'arbitrage réglementaire en conséquence. Pour autant, un nouveau régime européen ne lui paraît pas (encore) nécessaire.

De fait, l'opinion est encore aujourd'hui « non interventionniste ». Mais ce flou devrait à nos yeux être réglé d'ici 2017, au moins pour les plateformes collectant en transfrontières et pour celles franchissant un seuil de taille. La meilleure clarté des règles – qui peut s'appuyer en partie sur la directive « services de paiement »- est la condition du développement en confiance du *crowdfunding*.

3.2.2 Orienter l'épargne européenne vers l'investissement « à risque » et de long terme

Au-delà de l'élargissement des instruments de dette, il est plus souhaitable encore de favoriser l'investissement « à risque » et de long terme. La convergence entre les différentes sphères d'action européennes n'est ici pas toujours naturelle, et plusieurs préoccupations nous sont apparues au cours de la mission :

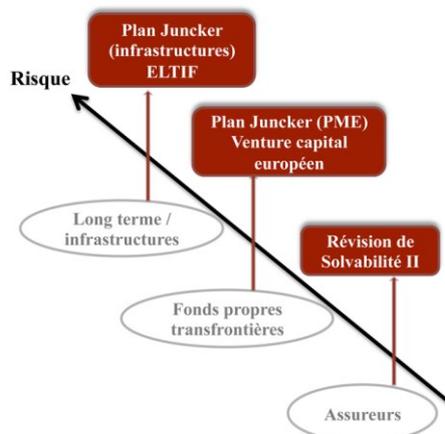
- du côté des **règles prudentielles** et des investisseurs financiers eux-mêmes, Solvabilité 2 peut décourager la prise de risque pour les assureurs ;
- quant aux **investissements**, les **fonds propres** -en transfrontières en tant que possible et en premier lieu pour les PME – et les **infrastructures** de long terme sont deux priorités incontestables du plan Juncker. Mais la cohérence entre celui-ci et l'UMC, évidemment souhaitable, est mal assurée aujourd'hui.

¹⁴⁰ International Capital Market Association. Voir en particulier « Pan-European corporate private placement market guide », février 2015.

¹⁴¹ European Banking Association, «Opinion on Lending – based Crowdfunding», février 2015.

Les orientations qui suivent visent ainsi à corriger des manques et à favoriser la prise de risque.

Graphique 41 : L'axe risque de l'agenda de l'Union de financement et d'investissement



Réviser Solvabilité 2

La directive Solvabilité 2, propre à l'Europe¹⁴², a été adoptée après dix années de négociation et entre en vigueur au 1^{er} janvier 2016. Chez tous nos interlocuteurs français – assureurs bien sûr, mais aussi décideurs publics et entreprises -, elle a mauvaise presse pour deux raisons :

- son principe même est jugé **antinomique du long terme** : évaluation chaque trimestre des actifs selon leur valeur instantanée ; le risque de perte apprécié à horizon d'un an seulement, doit être couvert par une marge de solvabilité en capital. Ces effets sont d'autant plus lourds qu'ils s'ajoutent à ceux des **normes comptables IFRS, adoptées avant Solvabilité 2** : la *Fair market value* généralisée incite à une gestion à court terme des positions, et à un alignement sur les *benchmarks* du marché ;
- ces exigences en capital, dans le modèle standard, sont très significatives, et dissuaderaient l'investissement « à risque ».

Des exigences en capital significatives de Solvabilité 2, dans le modèle standard actuel

Actions cotées	39%	+/- 10%
Actions non cotées et capital investissement	49%	+/- 10%
Obligations ou prêt BBB ^{143*}	12,5%	Pour 5 ans
Titrisation BBB*	15%	Pour 5 ans
Fonds de prêts à l'économie contenant des prêts BB	4,5%	Par année de durée, soit 22,5% pour un prêt de 5 ans
Infrastructures		Assimilées au risque entreprises
Obligation souveraines	0	

Ces critiques doivent être un peu relativisées. Les principes mêmes de Solvabilité 2 sont un net progrès : évaluation conjointe des actifs et passifs d'assurance, liberté de diversification. La prise en compte des « branches longues » - lorsque les engagements au passif sont eux-mêmes à long terme –

¹⁴² Elle ne correspond pas, à la différence de Bâle 3, à un standard international.

¹⁴³ Dernière catégorie considérée comme *investment grade*.

a permis d'atténuer la volatilité des actifs et des exigences en capital. L'effet des calibrations standard est significativement atténué par plusieurs dispositions : coefficient de diversification, période transitoires de 7 ans pour les actions, et existence des modèles internes pour les grands groupes. Selon l'EIOPA, l'autorité sectorielle des assurances à Francfort, compte tenu de tous ces amortisseurs, l'exigence en capital sur les actions se situerait entre 10 et 20 % dans la majorité des cas.

La réalité très prosaïque est que **personne – assureurs, comme régulateurs – ne sait aujourd'hui quel sera précisément l'effet *ex post* de Solvabilité 2**. La grande complexité des règles l'explique, et il est prévu une revue du règlement délégué au plus tard en 2018, et de la directive elle-même d'ici 2021. Mais le danger est précisément là : à défaut de bien connaître l'effet *ex-post*, le risque est que chaque assureur, *ex ante*, se cale sur les calibrations standard qui, elles, sont connues de tous. La perception peut compter plus que la réalité, et distordre celle-ci au détriment de l'investissement à risque. Ce serait plus grave encore si les taux venaient à remonter, pesant encore plus l'investissement actions. Pour ces raisons cycliques également, **il faut donc, dès à présent, ajuster Solvabilité 2**.

Orientation n° 6 : Réviser Solvabilité 2 en faveur des investissements à risque

La révision peut en théorie porter sur les trois niveaux de réglementation, par difficulté décroissante : « le niveau 1 » est la directive elle-même ; « le niveau 2 », le règlement délégué de la Commission ; « le niveau 3 », les déclarations interprétatives de l'EIOPA. **Deux degrés d'ambition sont envisageables :**

➤ le plus élevé porte sur les principes mêmes : allongement de l'horizon de un an pour évaluer les risques ; relativisation des valeurs de marché instantanées. Les arguments sont réels, mais le combat est difficile : la révision est de « niveau 1 » et nos partenaires y sont aujourd'hui défavorables. Il faudra préparer fortement avec eux cette discussion sur le fond, dans la perspective de la revue à venir de la directive.

➤ l'ambition plus accessible est de **revoir les calibrations du modèle standard**, qui sont *a priori* de « niveau 2 ». C'est la priorité de la lettre envoyée par le Ministre des Finances en juin à Bruxelles. La Commission, et même l'EIOPA, paraissent ouvertes : en priorité sur les **infrastructures** et la **titrisation**, de façon malheureusement moins claire sur les **actions** – où la calibration serait selon certains de « niveau 1 ». Il faut aussi mieux régler les **prêts aux PME**, sauf à décourager la diversification souhaitée par ailleurs (cf. orientation n°5). Ce combat est prioritaire : il concerne moins les pays « à fonds de pension » (Royaume-Uni et Pays-Bas), exonérés de fait de Solvabilité 2 jusqu'en 2019 au moins. Mais il doit mobiliser aussi l'Italie et l'Allemagne, aujourd'hui peu engagées, et aboutir d'ici début 2016 à une révision du règlement délégué.

➤ A terme, se posera la question symétrique – et très délicate – de la pondération en capital des **obligations souveraines**. Pour les assurances dans Solvabilité 2, comme pour les banques dans Bâle 3, elle est aujourd'hui pondérée à zéro. Ceci a de nombreuses justifications : liquidité et sûreté de ces titres ; stabilisation tant du bilan des intermédiaires financiers que du financement des Etats. Pour autant, certains soulèvent deux interrogations : la réglementation favorise ainsi l'investissement « sans risque » ; elle maintient - à rebours des intentions de l'Union bancaire - un lien entre les institutions financières et leur Etat¹⁴⁴. En théorie, une évolution envisageable – mais dont il faudrait précisément étudier les effets pratiques- serait de conditionner progressivement la « pondération zéro » à une diversification suffisante des titres souverains dans la zone euro¹⁴⁵. Ceci inciterait en principe à une détention transfrontière accrue, et à un meilleur partage des risques.

¹⁴⁴ Les banques italiennes ou espagnoles détiennent une part particulièrement forte de la dette publique.

¹⁴⁵ Par exemple par une limite « grands risques » applicable aux titres de chaque Etat.

Développer les fonds propres transfrontières

L'investissement en actions est le meilleur instrument de partage et donc de renforcement des risques de la zone euro (cf. supra, 2-2). Son développement est souhaité par tous, y compris le président de la Bundesbank, Jens Weidmann¹⁴⁶. Pour autant, les pistes d'action restent incertaines. L'essentiel relève bien sûr des décisions des entreprises, de leurs acquisitions et de leurs investissements : les représentants des grandes entreprises, dans tous les pays, nous ont confirmé considérer la zone euro comme leur « marché domestique », et n'y rencontrent pas d'obstacles particuliers. Parallèlement, la Commission a inscrit dans l'agenda de l'UMC la révision de la directive « Prospectus » : cette appellation peu mobilisatrice vise à faciliter l'accès des PME aux capitaux transfrontières, en standardisant - à niveau aussi allégé que possible - les informations requises en cas d'appel public au marché. C'est une part du chantier essentiel de l'information harmonisée sur les entreprises (cf. *infra*).

Il y aurait cependant intérêt, pour innover, à **faire le lien avec le volet PME du plan Juncker** : celui-ci porte sur 75 Md€, soit le quart du plan total. Il mobilise à la base 5 Md€ de fonds publics, gérés par le FEI (Fonds européen d'investissement), pouvant intervenir sous forme de fonds propres ou de garanties de prêts. L'affectation de ces fonds n'est pas encore finalisée aujourd'hui, et l'orientation qui suit s'appuierait en partie sur eux.

Orientation n°7 : développer l'investissement en fonds propres transfrontières, par des mécanismes innovants

Deux idées nouvelles doivent à nos yeux avancer, en articulation avec le plan Juncker :

1) **Favoriser un Venture Capital européen** : on a relevé que la France et l'Europe savaient désormais mieux financer la création, mais pas la croissance des entreprises à succès : le segment, après l'amorçage, du capital-développement ou « *growth* ». Des bourses spécialisées existent, comme Euronext/Alternext à Paris qui réussit bien dans les biotechs, ou l'AIM à Londres ; elles gagneraient à se rapprocher. Mais une des limites les plus claires est la taille des fonds européens, comparés aux fonds américains opérant en Europe : elle détermine directement la capacité à prendre de « gros tickets » de 50 à 100 M€ de fonds propres. En vertu de la diversification des risques, une participation donnée ne peut pas dépasser 5 à 10 % du total du fonds¹⁴⁷. Or l'échelle de taille varie de 1 à 10.

Tableau 1 : classement comparé par taille des fonds actifs en capital-innovation et capital-croissance

Fonds intervenant principalement aux Etats-Unis	Taille du fonds	Fonds intervenant principalement en Europe (Pays d'implantation de l'équipe)	Taille du fonds
Comcast Growth Fund	4100 M\$	3i Growth Capital Fund (UK)	650 M€
New Enterprise Associates 15	2800 M\$	Index Ventures Growth III (Suisse)	650 M€
Summit Partners Growth Equity Fund VIII	2700 M\$	Accel London IV (USA)	475 M\$
Insight Venture Partners VIII	2576 M\$	Index Ventures VII (Suisse)	400 M€
Tiger Global Private Investment Partners IX	2500 M\$	Atomico III (UK)	350 M€

¹⁴⁶ Jens Weidmann, "Of credit and capital – what is needed for an efficient and resilient financial system?", Francfort, 25 juin 2015.

¹⁴⁷ D'autres facteurs sont cités en faveur des fonds américains: leur image, l'accès au marché US, des *process* plus efficaces, voire des valorisations plus élevées.

Technology Crossover Ventures VIII	2230 M\$	Unilever Ventures III (UK)	350 M\$
Bessemer Venture Partners IX	1600 M\$	Ambienta II (Italie)	324 M€
Deerfield Private Design Fund III	1600 M\$	Balderton Capital Fund V (UK)	305 M\$
Andreessen Horowitz Fund IV	1500 M\$	High-Tech Gründerfonds II (All.)	304 M€
Healthcare Royalty Partners III	1500 M\$	Bpifrance Ambition numérique (France)	300 M€

Il n'y a pas aujourd'hui d'obstacles réglementaires flagrants au développement de fonds transfrontières « à la taille européenne ». Mais le biais domestique, lié à la connaissance de proximité, joue ici comme ailleurs. Il serait déjà souhaitable que les pays moins avancés que la France ou la Grande-Bretagne adoptent un statut fiscal plus incitatif, en Allemagne – c'est un des points de la commission Fratzscher -, et en Italie. La BEI et les banques publiques nationales sont de plus en train de lancer une plateforme de mutualisation des projets de levée de fonds, permettant à chacun de prendre des participations transfrontières. Il faut d'abord faire grandir un écosystème paneuropéen du capital-risque, et ses équipes privées.

Dans un second temps, le FEI pourrait initier un appel à projets sur le développement de fonds transfrontières, de taille suffisante – au moins 1Md€ - Les crédits du plan Juncker viendraient abonder les fonds privés des meilleurs projets transfrontières, dans une proportion à déterminer mais au maximum de 1 pour 1 : c'est ainsi qu'ont pratiqué Israël et les Etats-Unis pour développer leur industrie du capital-risque. L'Europe aura intérêt à jouer une certaine concentration de ses fonds, plutôt que leur saupoudrage. La gestion restera privée, mais les fonds publics prennent bien sûr leur part des plus-values comme des risques.

2) L'idée d'ESIF¹⁴⁸ ou FEEI - un « **Fonds européen d'épargne et d'investissement** » - est plus innovante encore. Elle a été mise en avant par Olivier Garnier, Jacques de Larosière, et les membres de l'Euro 50 Group (cf. annexe 7), pour remédier à la fragmentation financière : la zone euro souffre à la fois d'un excédent d'épargne et d'un déficit d'investissement. Pour répondre à un besoin de type retraite, mais aussi à la demande de protection des épargnants, le Fonds émettrait des titres de dette à très long terme (20 ans par exemple), avec un rendement minimum garanti à un taux bas, voisin des meilleures obligations souveraines. Il confierait à des gestionnaires privés l'investissement de ces fonds en actions suffisamment diversifiées et à long terme, y compris dans des PME. La durée longue et la mutualisation permettraient de transformer la rente allemande en risque productif européen.

L'idée demande un examen détaillé, qui pourrait être enrichi des mécanismes suivants :

- une contribution « des fonds Juncker », en co-investissement et/ou en garantie du rendement, avec des banques publiques nationales ;
- un encouragement dans les pays du Sud à la conversion de créances bancaires douteuses en actions (*debt-equity swap*). Un des freins au financement au Sud reste en effet le poids trop élevé des prêts non performants (cf. supra, 2.2). « L'européanisation » d'une part de ces actifs, à travers l'ESIF, permettrait d'alléger le poids de la dette¹⁴⁹ ;
- une utilisation des compétences en la matière de la BERD, seule institution internationale habituée – avec succès – à intervenir aussi en fonds propres. Son champ géographique ne couvre aujourd'hui que les pays d'Europe centrale, mais elle pourrait intervenir en prestataire de services.

¹⁴⁸ *European Saving Investment fund.*

¹⁴⁹ On peut même envisager que le mécanisme serve à alléger la dette publique de certains Etats périphériques, via des « privatisations européennes ».

Favoriser les infrastructures de long terme et la transition énergétique

Le financement des infrastructures pose trois défis bien connus :

- la rentabilité des investissements peut n'apparaître qu'au bout de 10 à 15 ans. Ce qui constitue un attrait à long terme pour des investisseurs souhaitant des revenus récurrents – comme des fonds de pension – est un défi dans les premières années du projet, où se concentrent les besoins et les risques ;
- l'aléa public y est fort, à travers l'évolution des réglementations ou des tarifs – des péages d'autoroutes au prix de l'électricité ;
- la rentabilité sociale, collective, est supérieure à la rentabilité « privée » du projet. Il y a de fortes externalités positives, difficiles à valoriser directement pour les investisseurs.

Ces caractéristiques justifient des montages spécifiques avec :

- **une intervention publique**¹⁵⁰ pour sélectionner les meilleurs projets, en sécuriser au maximum l'environnement juridique et économique, et au besoin en financer une part. C'est en Europe l'objectif premier du plan Juncker pour 240 Md€ de projets – dont 16 Md€ de financements publics. Par ailleurs, l'existence d'un réseau européen des **investisseurs publics de long terme** et de banques promotionnelles nationales, relayant l'action de la BEI, ne peut qu'être encouragée : l'ensemble français Caisse des Dépôts/Bpifrance – ou hors d'Europe la Banque de développement du Canada - est ici une bonne pratique, suivie par la CDP italienne, et à un moindre degré l'ICO espagnole ou même la BBB (*British Business Bank*) britannique. Il n'est pas besoin pour cela d'un dispositif lourd, mais avant tout d'une clarification intelligente au regard du régime des aides d'Etat et d'un bon *benchmark* entre les pays ;
- le recours à une **palette d'instruments de financements privés** selon les différentes phases du projet : fonds propres¹⁵¹ et crédits bancaires syndiqués dans les premières années de conception et de construction – qui concentrent l'essentiel des risques ; puis refinancement par des obligations de longue durée pendant la phase d'exploitation¹⁵². Les **obligations de projet** (*project bonds*) peuvent y contribuer. Depuis 2012, la Commission européenne et la BEI ont décidé d'accompagner leur développement : la BEI a ainsi, en « rehaussant » leur risque, amélioré le financement de 6 projets pilotes de plus de 3 Md€ au total.

¹⁵⁰ Cf. notamment l'article de Jean Boissinot et Claire Waysand « Le financement de l'investissement à long terme : quel rôle pour les pouvoirs publics ? », Revue d'économie financière, décembre 2012.

¹⁵¹ Les sponsors des fonds propres peuvent être de plus en plus des fonds d'infrastructures spécialisés, habitués à travailler en PPP (partenariat public-privé).

¹⁵² Cf. « *Understanding the challenges for infrastructure finance* », document de travail de la BRI, août 2014.

L'exemple de la transition énergétique

Le financement de la transition énergétique – avec ses deux volets énergies renouvelables et efficacité thermique – constitue à l'évidence pour l'Europe un enjeu prioritaire¹⁵³, plus que les réseaux « classiques » de transports, et nécessitant davantage de fonds que les réseaux numériques. Il amplifie encore les défis habituels des infrastructures :

- pour les énergies renouvelables, les investissements initiaux sont élevés, les coûts d'exploitation dans la durée sont faibles ;
- les aléas règlementaires et économiques sur les différentes énergies restent importants, même si le « sens de l'histoire » est clair dans la durée : les énergies carbonées – comme les centrales à charbon – seront de plus en plus pénalisées ; la rentabilité des énergies renouvelables s'améliorera à l'inverse continument¹⁵⁴ ;
- **les externalités sont très fortes**, puisqu'il y a maintenant quasi-consensus sur les coûts du réchauffement climatique et l'impératif du « scénario 2° C ». Mais leur transformation en rentabilité privée suppose une taxation du prix du carbone, avec un minimum d'harmonisation internationale.

La priorité mondiale et la pression des opinions publiques créent cependant ici des moyens d'action supplémentaires : les acteurs financiers ont intérêt à s'engager en faveur de la transition énergétique, et la réglementation peut les inciter en ce sens. Dans la perspective de la COP 21, le rapport Canfin-Grandjean remis au Président de la République en juin¹⁵⁵ fait le point de la réglementation financière et de la mobilisation des acteurs financiers privés¹⁵⁶. Deux leviers peuvent ici être particulièrement signalés :

- du côté **des investisseurs**, le suivi de la décarbonisation des portefeuilles. La France vient ainsi de voter, dans la loi sur la transition énergétique, des obligations de communication pour les gestionnaires d'actifs, ainsi que le principe de *stress tests* sur le bilan climat des banques.
- du côté des **émetteurs**, le développement rapide des « **obligations vertes** » ou **green bonds**. Leurs émissions ont atteint en 2014 35 Md\$ - dont plus de la moitié par des collectivités ou banques publiques – à l'échelle mondiale, contre moins de 5 Md\$ par an jusqu'en 2012. Techniquement, les « *green bonds* » sont aujourd'hui des obligations classiques. Mais leur image les rend plus attractives pour les investisseurs et potentiellement moins coûteuses pour les émetteurs : il est d'autant plus important de sécuriser ce label, par des définitions mieux standardisées et des sanctions éventuelles.

Le Conseil de stabilité financière a en outre été saisi par le G20 d'une étude sur le secteur financier face au changement climatique. La Banque de Chine a d'ores et déjà pris une position spécifique, en développant un agenda large favorisant l'émergence d'une « finance verte ».

Ici aussi, une bonne articulation entre plan Juncker et Union de financement et d'investissement fonde l'orientation pour l'action.

¹⁵³ Le premier projet français du plan Juncker, signé en juillet 2015, a d'ailleurs porté sur un investissement de 50 M€ dans un fonds consacré aux énergies renouvelables.

¹⁵⁴ Comme on l'a vu sur le solaire ces dernières années avec la baisse du prix des équipements en lien avec la montée des volumes.

¹⁵⁵ « Mobiliser les financements pour le climat », commission présidée par Pascal Canfin et Alain Grandjean, rapport de juin 2015.

¹⁵⁶ Notamment la conférence de New-York de septembre 2014, les « Finance Days » de Paris en mai 2015 et les travaux du UNEP-FI (*United Nations Environment Program - Financial Initiative*).

Orientation n°8 : soutenir des actifs européens en faveur des infrastructures de long terme et de la transition énergétique

Trois solutions concernent l'ensemble des infrastructures : l'objectif essentiel est de développer « une classe d'actifs » standardisée en infrastructures, pour favoriser l'engagement plus large des investisseurs. Si ceux-ci ne peuvent intervenir que sur un projet pris isolément, les actifs resteront en pratique réservés aux plus grands investisseurs dotés d'une forte capacité d'analyse. A cette fin :

1) un **traitement prudentiel adapté** doit être défini pour les investissements en infrastructures, dans le cadre de la révision de Solvabilité 2. L'assimilation actuelle aux risques d'entreprises est en effet inadéquate, et pénalisante ;

2) le nouveau projet d'**ELTIF (European Long Term Investment Fund)** est bienvenu. Dans l'idéal, il s'agirait de répliquer sur le long terme le grand succès de la marque européenne UCITS¹⁵⁷ sur les OPCVM liquides. Les avantages prévus pour l'ELTIF restent cependant limités à ce stade : origination possible de crédits aux PME, commercialisation ouverte aux clients « retail », voire traitement fiscal favorable dans les Etats-membres. Il faudra peut-être mieux les calibrer ; en tout état de cause, la réussite se jouera sur un marketing transparent mais fort. Des « ELTIF verts » en particulier pourraient mobiliser les épargnants ;

3) du côté des émetteurs, après la phase-pilote pour accompagner le développement des « *projects bonds* », la BEI étudie la possibilité de **regrouper et titriser un portefeuille de plusieurs projets**. Elle continuerait d'en « rehausser » le crédit, prenant ainsi jusqu'à 20% du risque. Un tel ELTIV (*European Long Term Investment Vehicle*) aurait l'avantage de proposer un investissement plus diversifié ; il pourrait être particulièrement promu pour la transition énergétique.

Pour la **transition énergétique**, deux pistes plus spécifiques peuvent être mentionnées en supplément :

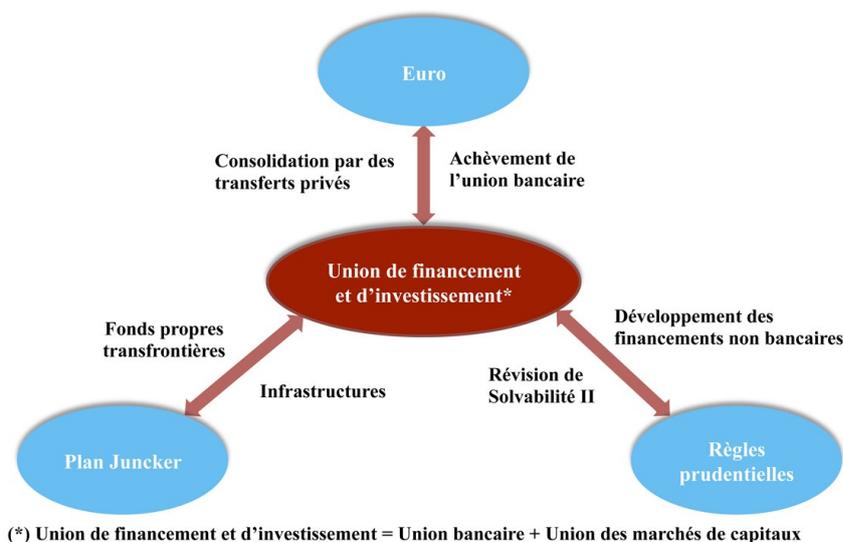
➤ L'action de longue date de la **BEI** devrait être rendue encore plus visible à l'occasion de la révision de ses lignes directrices d'ici la COP 21. D'ores et déjà, ses financements climat représentent 25 % de ses prêts, et 19 Md€ en 2014. Un benchmark pourrait utilement être fait avec l'initiative de la BERD pour l'énergie renouvelable, depuis 2006 (« *Sustainable Energy Initiative* ») ;

➤ L'autre piste est plus en rupture : elle serait d'étudier des *green bonds* à rendement partiellement indexé sur les progrès de la transition énergétique, voire d'un « sur-rendement » alors versé aux investisseurs.

¹⁵⁷ Cf. *infra*, 3.3.1.

Plusieurs des orientations qui précèdent ont souligné **un besoin évident : celui de mieux articuler les différentes ambitions européennes**. L'UMC, a fortiori si elle devient Union de financement et d'investissement, interagit avec au moins trois "sphères" : le plan Juncker, la régulation prudentielle, et bien sûr la zone euro. Ces interactions, résumées dans le schéma ci-dessous, sont potentiellement créatrices de valeur pour l'Europe ; mais notre perception, partagée, est qu'elles fonctionnent mal aujourd'hui. Ces silos peuvent tenir à la complexité des sujets, mais plus encore à des cloisonnements administratifs : il en est ainsi manifestement entre la Commission et la BEI, ou de la part des Etats-membres qui favorisent eux-mêmes les *process* complexes qu'ils dénoncent par ailleurs. Il faut impérativement sortir de cet éclatement : il revient au Conseil européen, et au collège de la Commission, de **redonner une vue d'ensemble**, et l'impulsion transversale correspondante.

Graphique 42 : Mieux articuler les différentes ambitions européennes



3.2.3 Initier trois chantiers de convergence structurelle

Nous avons jusqu'à présent parlé de construction de l'Union de financement et d'investissement « par le bas », à partir des besoins des entreprises. D'autres mettent plus volontiers l'accent sur la construction « par le haut » et font un préalable de l'harmonisation des cadres juridiques et des institutions¹⁵⁸.

Notre conviction est qu'il faut avancer parallèlement sur ces deux voies, selon des calendriers différents. Les convergences structurelles requièrent plus de temps, et l'agenda initial de la Commission – 2019 – est ici adapté. Nous reviendrons sur les institutions à propos de la supervision. Sur les cadres juridiques et économiques, beaucoup de chantiers potentiels sont évoqués. Certains nous paraissent évidemment souhaitables, mais très lourds au regard de leurs gains immédiats pour l'Union, comme l'harmonisation fiscale. D'autres comme le droit des titres sont plus techniques que décisifs. Le rapprochement des **infrastructures de marché** – dont il serait stratégique qu'elles soient localisées dans la zone euro - et en particulier entre Paris et Francfort, serait par contre une avancée essentielle, si et seulement si elle était poussée par une forte volonté franco-allemande au niveau des dirigeants politiques et d'entreprises.

¹⁵⁸ Un débat avait ainsi impliqué, lors des négociations de l'Union économique et monétaire en 1990-1991, les « comportementalistes » - soucieux de la convergence économique réelle - et les « institutionnalistes ».

La mission s'est concentrée sur **trois chantiers structurels** qui nous paraissent, comme à tous nos interlocuteurs, essentiels : le régime des faillites ; l'information sur les PME et le *scoring* de crédit ; la protection des consommateurs. Ils ont en commun d'appeler une méthode de travail innovante au sein de l'Union.

Le régime des faillites

Le droit des faillites (*insolvency law*) est un sujet austère, mais essentiel. Pour les investisseurs, il détermine leurs droits en cas d'échec, qu'ils soient prêteurs – comme les banques – ou actionnaires – comme les fonds de capital-risque. Pour les entrepreneurs symétriquement, il oriente leur « droit au risque » et à l'erreur. Il est notoire que le droit américain – autour du « chapitre 11 » - est plus favorable à la prise de risque, tandis que le droit européen continental protège mieux en général les salariés et les créanciers publics. Mais **à l'intérieur de la zone euro elle-même, d'innombrables différences demeurent**, dans les textes et plus encore dans la pratique : les juridictions varient, et sont souvent de qualité incertaine ; les délais de procédure peuvent être très longs – jusqu'à dix ans en Italie ; les aléas grandissent en proportion, et dissuadent a fortiori les investisseurs non-domestiques.

Pour autant le sujet n'a rien de simple à traiter. Il met aux prises 28 Chancelleries très peu habituées à travailler ensemble, et des discussions à la fois très complexes et jugées de souveraineté.

Une solution radicale parfois avancée serait celle du « **29^e régime** » : quel que soit son pays d'implantation, une société avec ses actionnaires et créanciers pourrait choisir de se placer sous une nouvelle loi européenne des faillites. Les procédures éventuelles seraient jugées par un tribunal européen « extra-territorial ». La solution est séduisante ; elle existe dans certains contrats privés jugés d'un commun accord entre les deux parties dans une tierce juridiction – sous droit britannique par exemple. Elle impliquerait cependant des transferts de compétences lourds : que le fisc national ou les salariés de la société concernée acceptent de se voir opposer les décisions de ce « 29^e régime ».

De façon plus limitée, le rapport Demarigny propose de commencer par harmoniser les régimes applicables aux créanciers bancaires dans la zone euro, pour les 120 banques supervisées dans l'Union bancaire.

L'information économique sur les PME, et le scoring de crédit

Ce sujet est tout aussi essentiel pour la confiance. Même à l'échelle nationale, les financements non bancaires ne se développeront vers les PME – et plus largement les entreprises non cotées – que si on réduit « **l'asymétrie d'information** ». Le plus grand actif des banques est aujourd'hui l'information bilatérale dont elles disposent sur leurs clients, grâce à leurs équipes de terrain. Un assureur, un gestionnaire d'actif n'a alors le choix qu'entre deux voies :

- soit il constitue lui-même des équipes parallèles d'analyse de risque des crédits aux PME. Mais ceci n'a pas de sens que pour les acteurs les plus importants, et augmente en tout état de cause les coûts d'intermédiation du système financier ;
- soit l'investisseur peut avoir accès à une plateforme d'informations mutualisée et fiabilisée, en payant pour cela.

La France dispose ici d'une meilleure pratique, avec la **base de données FIBEN de la Banque de France**. C'est en Europe la seule cotation de banque centrale ouverte aux entreprises elles-mêmes et aux banques. Son accès a été récemment élargi aux plateformes de *crowdfunding*, et par la loi Macron aux assureurs et à des gestionnaires d'actifs. Sa tarification pourrait encore mieux refléter les contributions et les demandes de chacun.

La Commission européenne a fait une première et impressionnante cartographie des informations disponibles sur les PME dans les divers Etats-membres¹⁵⁹. Il fait apparaître de grandes différences ; parmi les meilleurs ressortent la Grande-Bretagne et l'Italie (mais les cotations publiques type Fiben ne sont bizarrement pas valorisées) ; parmi les moins bons l'Espagne, le Portugal et les Pays-Bas. L'Allemagne est en situation moyenne : le système de *rating* interne des *Sparkassen* (« *S-Rating* ») sur leurs PME est sans doute un des plus riches d'Europe, mais il est bien sûr fermé...

L'accès ouvert – et payant- aux diverses bases nationales existantes est une première étape évidente. Au-delà, les progrès indispensables peuvent prendre plusieurs voies :

- L'application mieux harmonisée des normes comptables IFRS, pour les entreprises grandes ou moyennes. Bruegel a proposé sur le modèle américain de créer un « *European Chief Accountant* », et de centraliser la supervision des compagnies d'audit dans une agence auprès de l'ESMA. Pour les PME, l'Allemagne notamment propose un régime d'informations simplifié au plan européen : l'intention est louable, mais ne doit pas masquer le retour de fait aux diverses pratiques nationales.

- **Des initiatives privées de plateformes européennes** d'information et de *scoring*. Le principe en est simple : les banques notamment y « vendraient » les informations disponibles, les investisseurs les achèteraient ; mais le succès repose sur la taille du réseau, et la fiabilité des données garantie par la plateforme. Plusieurs initiatives – limitées à la France – nous ont été signalées à ce stade.

L'alternative serait un projet de centrale **publique** de données : le projet ambitieux Anacredit, lancé par la BCE, pourrait en être la base mais il ne semble pas conçu aujourd'hui comme un système ouvert au-delà des banques centrales.

La protection des consommateurs

Ce sujet est beaucoup plus avancé, car il fait légitimement l'objet depuis longtemps de directives européennes ; ce sont, parmi de nombreux autres textes, MIFID 1, adopté en 2004, et MIFID 2, adopté en 2014 sur les investissements financiers des épargnants.

Pour autant, trois séries de défis demeurent et vont croître :

- **les règles et pratiques nationales** demeurent fortes dans l'univers de la banque de détail. De ce fait, les produits convergent peu, les systèmes informatiques restent locaux et coûteux, et la concurrence offerte à la grande majorité des épargnants est limitée. Contrairement aux annonces faites avant le marché unique de 1993, un épargnant français n'a aujourd'hui pas accès en pratique aux livrets de dépôts allemands ou italiens et réciproquement ;

- pour autant, les acteurs transfrontières devraient se développer : offre des gestionnaires spécialisés et fonds pour les clients haut de gamme ; pour tous, propositions des acteurs du Net – comme les plateformes de *crowdfunding* et prêts directs. **La sécurité d'offres originées dans d'autres pays de l'Union, ou par des intermédiaires moins régulés, sera un enjeu croissant de l'UMC ;**

- enfin, et peut-être surtout, il faut **trouver le meilleur équilibre entre la protection des épargnants, et le développement de l'investissement « à risque »**. Les deux objectifs sont cardinaux mais leur tension est évidente. La tentation serait de la traiter par des réglementations qui privilégient les obligations de forme – de plus en plus lourdes – faute de pouvoir assez juger la qualité des produits.

¹⁵⁹ EFSIR, op. cit., p. 200 et suivantes « Special focus on SME credit information in the EU », mars 2015.

Orientation n°9 : mandater trois task-forces dédiées à trois chantiers structurels de convergence : droit des faillites ; informations sur les PME et scoring de crédit ; protection des consommateurs

Les trois chantiers précités sont différents. Mais ils appellent pour avancer une méthode commune : le « communautaire classique » conduirait probablement à l'échec, compte tenu de la présence des 28 Etats-membres, et de la nécessité d'un fort *input* analytique spécialisé dont la Commission ne dispose pas nécessairement.

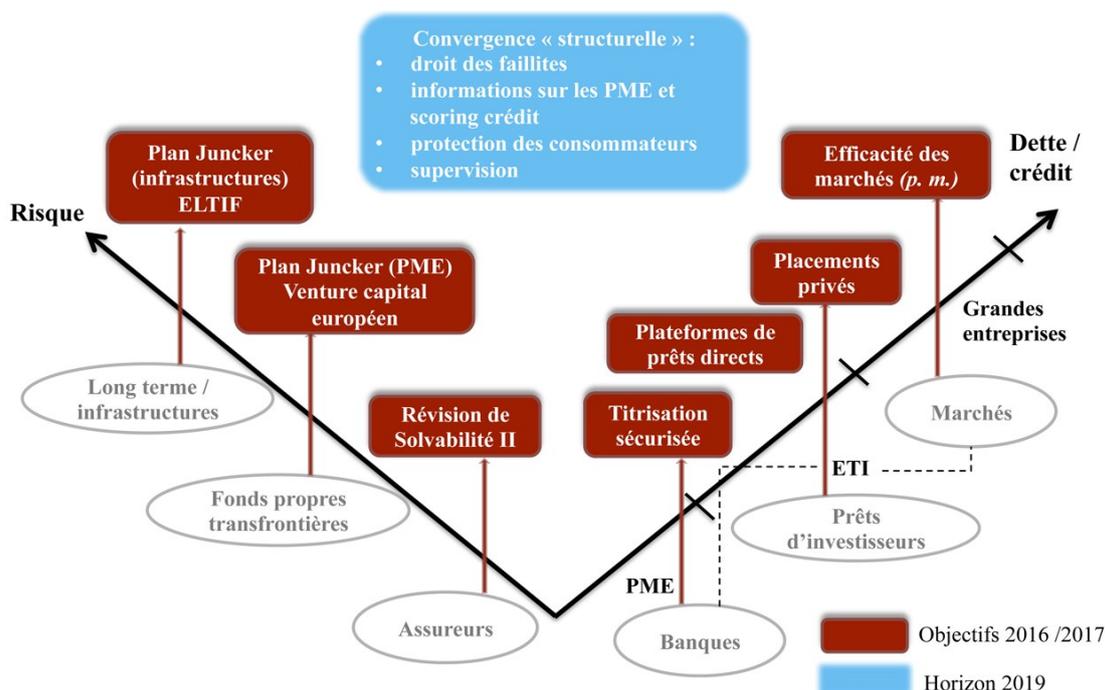
Reprenant une proposition de Bruegel, et une pratique qui a fait ses preuves¹⁶⁰, le meilleur moyen nous paraît être la création de trois task-forces dédiées et autonomes :

- elles seraient présidées pour chacune d'elles par un spécialiste du sujet, mais incarnant « l'intérêt général européen » et à ce titre proche a priori du monde public. Elles s'appuieraient sur un secrétariat suffisamment autonome et spécialisé, et comprendraient cinq à dix membres représentant la variété des principaux Etats-membres, dont des acteurs professionnels et un ou deux parlementaires européens ;
- elles recevraient **leur mandat du Conseil européen** lui-même, avec un calendrier de retour des propositions – à fin 2016 à priori – pour mise en œuvre d'ici 2019 ;
- elles devraient viser des voies de progrès accessibles : sur chacun de ces trois sujets, l'harmonisation totale est hors de portée. Mais une « *roadmap* » de convergence peut se construire sur plusieurs voies alternatives, dont (i) quelques fondements communs à respecter par toutes les législations nationales, (ii) une solution européenne à bâtir à côté des existants nationaux, comme un 29^e régime des faillites ou une centrale de données commune ;
- enfin, leur mandat doit préciser *ab initio* qu'à défaut de convergence suffisante à 28, les taskforces pourront proposer **des progrès supplémentaires à 19**. Chacun de ces trois chantiers est en effet décisif pour l'intégration de la zone euro.

¹⁶⁰ Note Bruegel sur la CMU, *A vision for the long term*, N. Véron et G.B. Wolff, avril 2015. Les précédents européens cités sont ceux du rapport Giovannini en 2003 sur les systèmes de paiement transfrontières, et bien sûr du rapport Larosière en 2009.

L'agenda de l'Union de financement et de l'investissement ainsi complété se schématise alors de la façon suivante :

Graphique 43 : Un agenda prioritaire pour l'Union de financement et d'investissement



3.3 Veiller à la stabilité

Les financements de marchés comportent leurs risques d'instabilité. **Ils sont différents des risques bancaires, mais ils ne sont pas moindres** : le mimétisme et la volatilité de court terme y sont plus grands, même si les risques de rupture complète ne sont pas ceux d'une faillite bancaire. Il serait dangereux, ou naïf, de vouloir les développer sans renforcer dans le même temps leur supervision. Ceci pose à nos yeux trois exigences :

- une régulation proportionnée de la gestion d'actif ;
- une supervision européenne efficace des marchés, autour de l'ESMA ;
- une consolidation des dispositifs de surveillance des risques « systémiques », entre Europe et Bâle.

3.3.1 Face aux craintes de « shadow banking », une régulation proportionnée de la gestion d'actifs

La régulation des banques et des compagnies d'assurance a été forte ; elle suscite légitimement la crainte du développement déréglé d'un « shadow banking »¹⁶¹. La priorité doit être une régulation proportionnée de la gestion d'actifs.

¹⁶¹ La traduction elle-même de *shadow banking* fait l'objet d'un débat : selon les uns, c'est littéralement « banque de l'ombre » ; selon d'autres, « banque parallèle » par assimilation avec le *shadow cabinet* britannique par exemple.

Mieux encadrer le « shadow banking »

Le terme de « *shadow banking* », apparu en 2007, a un peu perdu en précision ce qu'il a gagné en notoriété. Pour les banques traditionnelles, il désigne quasi-systématiquement toute activité de prêts faite en dehors d'elles-mêmes et des marchés régulés. Les plateformes de prêt direct, comme Lending Club aux Etats-Unis, sont cités parmi le *shadow banking*¹⁶². Le Conseil de Stabilité Financière de Bâle, dans deux rapports de 2011 et 2013¹⁶³, a légitimement précisé le champ. **Les risques du *shadow banking* apparaissent lorsqu'une ou plusieurs des trois transformations suivantes ont lieu :**

- transformation d'échéances, (« *maturity risk* »), lorsqu'une entité investit dans des actifs à long terme en se finançant par des dettes à court terme ;
- transformation de liquidité (« *liquidity risk* »), si on finance des actifs illiquides – souvent de long terme - par des passifs liquides. Ce risque est marqué pour les fonds monétaires, comme l'a montré la crise de 2007-2008 ;
- recours à l'endettement par levier (« *leverage risk* »), tel que l'avaient pratiqué des *hedge-funds* agressifs avant la crise.

Le CSF relève en outre le risque d'opacité qui entoure trop souvent certaines entités. Il en est à ce stade resté à l'analyse : il annonce d'ici fin 2015 un partage d'information des Etats membres sur le « *shadow banking* », parfois rebaptisé étrangement et trop pudiquement « *market-based finance* » (finance de marché).

Le Haut Conseil de stabilité financière, en France, vient de faire un premier état des lieux du « système financier parallèle »¹⁶⁴. Il relève que celui-ci est de taille limitée en France – un peu moins de 15% du secteur bancaire - alors qu'il dépasse le secteur bancaire aux Etats-Unis. Ses acteurs sont largement réglementés et supervisés, pour la plupart par l'Autorité des Marchés financiers (AMF), s'agissant des gestionnaires d'actifs et des fonds d'investissement. Le HCSF estime que « *le système financier parallèle ne pose pas aujourd'hui de risques majeurs en France* » au regard des trois transformations précitées.

La photo nous paraît juste, mais la suite du film est plus incertaine. Dans le cadre de l'UMC, il est souhaité que de nouveaux acteurs transfrontières se développent et le poids relatif de la gestion d'actifs ne pourra que croître. Le cœur de la réflexion doit donc se porter sur la régulation de celle-ci.

Avancer internationalement sur la régulation de la gestion d'actifs

Notre mission a rencontré beaucoup de régulateurs et de professionnels. Après le temps des règles bancaires - Bâle 3 - et assurancielles - Solvabilité 2 -, l'année 2015 est celle d'un débat animé sur le réexamen des règles de la gestion d'actifs :

- L'exigence s'exprime nettement du côté des banques centrales comme de nombreuses organisations internationales¹⁶⁵. La gestion d'actifs est vue comme porteuse de trois risques

¹⁶² Cf. le document de Godman Sachs à propos des Etats-Unis, « *The rise of the new Shadow bank* », mars 2015.

¹⁶³ Cf. CSF, *Shadow banking : Strengthening oversight and regulation*, novembre 2011, et *Policy framework for strengthening oversight and regulation of Shadow banking entities*, août 2013.

¹⁶⁴ HCSF, rapport annuel 2015 adopté sous la présidence du Ministre des Finances lors de la séance du 10 juin dernier.

¹⁶⁵ Le FMI consacre un chapitre entier aux risques de la gestion d'actifs dans son dernier rapport global sur la stabilité financière (avril 2015).

cumulatifs : une concentration de plus en plus forte des acteurs¹⁶⁶, qui en font des intervenants massifs sur les marchés ; une extension de la gestion indicielle, et plus largement des **comportements grégaires** en cas de retournement de tendance ; enfin et surtout, les **risques de transformation croissants** qui seraient pris face aux taux bas, en recherchant des actifs plus longs et/ou moins liquides. Si les cours des actions (ou obligations) s'inversent, et que les craintes ressurgissent, le scénario noir d'un « *fund run* » (ruée sur les fonds des épargnants souhaitant récupérer leur mise) conduisant à des ventes forcées massives, pourrait être « systémique » pour les marchés.

➤ L'industrie des gestionnaires d'actifs (*asset managers*), et à un moindre degré, ses régulateurs comme la SEC américaine, ou l'OICV internationale à Madrid, fait valoir cependant qu'à la différence des banques et assurances, elle ne porte pas de risques spécifiques à son bilan. Les risques restent ceux des investisseurs et épargnants qui les acceptent : leur « sagesse » dans la grande crise de 2007-2009 le montrerait. Même le géant Blackrock assure ne pas être systémique, puisque la gestion s'apprécierait au niveau de chacun de ses centaines de fonds.

Yves Perrier, dirigeant d'Amundi, a pris cependant une position personnelle claire en faveur d'une régulation plus forte. L'AMF française apparaît également parmi les autorités de marché les plus engagées aujourd'hui dans un réexamen de la régulation.

La régulation européenne des fonds

En Europe, l'industrie fait déjà l'objet de deux séries de directives. Elles distinguent d'abord les UCITS (OPCVM en français), fonds « ouverts », liquides en quasi permanence pour leurs souscripteurs, et devant être investis à 90% en actifs liquides¹⁶⁷. A l'inverse, les fonds AIFM ne peuvent être, eux, distribués qu'aux clients avertis et ne sont pas soumis à des contraintes générales. Tout est renvoyé aux engagements des gestionnaires – dont la gestion actif/passif - et à leur surveillance précise, par l'AMF en France.

Il ne serait pas pertinent de transposer telle quelle la réglementation bancaire aux fonds, à commencer par des ratios de capital qui y ont moins de sens. Par ailleurs, il vaut mieux raisonner par activité – selon les différents types de fonds - et par nature de risque, que par entité. Ceci dit, le sujet de la gestion d'actifs doit maintenant figurer parmi les priorités de la régulation mondiale autour des principes suivants :

➤ il y a urgence : cette question devrait être tranchée **d'ici 2016**, avant les élections américaines. Après le discours enfin plus « offensif » de la présidente de la SEC en décembre 2014, le CSF a annoncé en mars dernier lancer ses travaux. Le bouclage, côté CSF est espéré d'ici début 2016 ; l'instance internationale spécialisée (OICV) se montre plus réservée ;

➤ les autorités de marché ont pour priorités traditionnelles la protection des investisseurs, et le bon fonctionnement des marchés, entendu comme leur liquidité et la bonne formation des prix. Il est essentiel qu'elles y ajoutent **l'objectif de stabilité financière**, entendu notamment comme l'absence de volatilité excessive et d'enchaînements systémiques ;

➤ trois instruments doivent être privilégiés compte tenu des risques de la gestion d'actifs : des ratios de liquidité ; des *stress tests* en cas de crise ; et la surveillance des effets de levier.

¹⁶⁶ L'effet de taille est en effet significatif dans cette industrie de coûts fixes. C'est le syndrome dit « *the winner takes all* », au profit notamment des grands fonds américains. Les encours sous gestion de Blackrock ont ainsi été multipliés par 4 depuis 2009, pour atteindre près de 5 trillions de dollars.

¹⁶⁷ Les 10 % de diversification autorisés dans les fonds UCITS sont dits symptomatiquement « ratio poubelle ».

3.3.2 Renforcer la supervision

La supervision des marchés est aujourd'hui assurée par les autorités nationales - l'AMF en France- et l'ESMA européenne, basée à Paris. L'organisation des institutions de la future UMC fait l'objet à ce stade de positions tranchées. La Grande-Bretagne et l'Allemagne s'opposent à tout renforcement des pouvoirs de l'ESMA. **La France plaide à l'inverse**, avec l'appui seulement de la BCE et *a priori* du Parlement européen, **pour une supervision forte**. Le Ministre des Finances a même parlé d'une "supervision unique, à plus long terme".

Le parallèle avec l'Union bancaire et son mécanisme unique de supervision serait excessif: l'urgence n'est pas la même ; les marchés ne se régulent pas exactement comme les banques, on vient de le voir; on y suit plus encore les activités que les entités. Pour autant, les raisons d'une supervision renforcée sont doubles :

➤ aujourd'hui déjà, l'application du "*Single rule book*" qui fonde théoriquement le marché unique doit être renforcée. Certaines juridictions - comme Chypre - n'appliquent pas assez sérieusement les règles communes ; d'autres places peuvent être tentées de jouer le "moins-disant pratique" ;

➤ demain plus encore, la sécurité des épargnants, comme la stabilité des marchés, requerront une supervision forte, face à des acteurs plus puissants ou transfrontières. A défaut, il manquera l'ingrédient premier de l'UMC : la confiance.

Cet impératif rejoint au demeurant le bilan que l'on peut porter sur les premières années de l'ESMA. Celle-ci a plutôt bien fonctionné dans son rôle de régulation¹⁶⁸, moins bien dans son rôle de supervision : « l'usine à textes » doit pouvoir mieux contrôler leur application effective. Le *statu quo* n'est donc pas une option¹⁶⁹. Reste à trouver le chemin du renforcement.

Orientation 10 : renforcer la supervision européenne des marchés

Deux voies s'offrent, qui toutes deux supposeront une discussion forte avec nos partenaires :

1) La première consiste à conférer des pouvoirs accrus à l'ESMA, à périmètres géographique -les 28- et institutionnel - l'existence des régulateurs nationaux - inchangés. Mais l'ESMA pourrait agir plus efficacement dans deux domaines-clés :

- **le reporting des données**. Aujourd'hui, celui-ci se fait auprès des autorités nationales, voire d'opérateurs privés comme dans le cadre de la directive EMIR sur les dérivés. C'est d'expérience un facteur de désordre, et un obstacle au contrôle effectif. Le rapport Demarigny propose que l'ESMA soit point d'entrée unique. Il serait souhaitable de construire à l'appui un vrai système d'informations européen, partagé entre tous les régulateurs ;

- **la supervision effective** des acteurs et des opérations : l'ESMA a des pouvoirs théoriques de médiation, puis de sanction des infractions à la loi ("*breach of law*"). Ces derniers n'ont en pratique jamais été exercés, y compris pour éviter la lourdeur d'un vote au collège des 28 autorités nationales. Il faut ici beaucoup simplifier les procédures existantes, avec au besoin un sous-collège restreint. Le management de l'ESMA aurait en outre le pouvoir de décider directement à titre conservatoire des mesures d'urgence¹⁷⁰ ;

¹⁶⁸ ceci correspond aussi au diagnostic sur l'EBA bancaire

¹⁶⁹ Cf. aussi sur ce point la résolution sur l'UMC adoptée par le Sénat français le 25 juillet dernier.

¹⁷⁰ les clauses d'urgence actuelles, théoriques, supposeraient l'accord du conseil Ecofin... et n'ont même pas été déclenchées lors de la grande crise de 2008.

En outre, des compétences seraient transférées à l'ESMA au cas par cas, sur la base de « tests de mutualisation » pragmatiques : l'exemple de la labellisation des titrisations a été cité.

2) L'autre voie, plus ambitieuse encore, viserait **un superviseur unique**, sur le modèle de l'Union bancaire à Francfort. Les superviseurs nationaux deviendraient alors des autorités déléguées de l'ESMA. Celle-ci devrait être profondément transformée, mais cette solution est incontestablement la plus intégratrice pour l'Union de financement et d'investissement. La faire accepter à nos partenaires reste aujourd'hui très difficile, et probablement impossible dans le cas de Londres. Cette solution ne serait donc jouable que dans le cadre de la zone euro : elle conduirait à concentrer sur celle-ci l'Union de financement, de fait. Il serait difficilement imaginable qu'une place non supervisée comme les autres bénéficie du même accès que les autres à l'épargne continentale. Cette perspective alternative a le grand mérite de faire bouger les lignes, au moins en faveur de la première voie. Elle doit rester ouverte : mais le choix de l'emprunter dépendra à l'évidence d'un environnement plus large, tant sur le Brexit que sur l'ambition globale pour la zone euro.

3.3.3 Consolider la surveillance des risques "systémiques", entre Europe et Bâle

La supervision ne peut se détacher d'un sujet plus global : celui des risques systémiques, puis des instruments et des instances dont les autorités publiques disposent aujourd'hui pour y faire face. On se limitera ici à quelques notations naturellement très résumées.

Les risques tiennent à la volatilité forte des marchés. Les crises y sont toujours nées d'accidents localisés, devenus globaux par les enchaînements grégaires entre les acteurs: dans le temps - c'est le mimétisme à court terme -, comme à travers les frontières, ou entre les différents secteurs (banques/assurances/marchés). Ce qui arrive à un fonds américain touche, dès les heures suivantes, une banque ou un assureur européen. Les évolutions probables peuvent, en même temps que développer des opportunités, augmenter ces risques : concentration accrue des gestionnaires d'actifs, même s'ils sont mieux régulés ; augmentation des flux transfrontières. **L'environnement actuel de taux très bas** est nécessaire pour la croissance : mais il accroît potentiellement les risques, dès aujourd'hui de désajustement entre des passifs courts et des actifs allongés, et demain si une remontée forte des taux entraînerait une chute brutale du prix des obligations ou des actions.

Face à ces risques, **les instruments** des autorités publiques se sont heureusement élargis : la politique monétaire joue sur des leviers nouveaux. La supervision microprudentielle de chaque acteur financier s'est renforcée en Europe, avec l'Union bancaire et à l'avenir l'UMC, il faut le souhaiter. La **politique macroprudentielle** enfin est le troisième champ activement développé depuis la crise : par la régulation, elle vise tous les effets d'entraînements transversaux, entre établissements ou entre secteurs, et les interactions avec la situation macroéconomique. Le débat académique demeure ouvert de savoir si elle est convergente ou non avec la politique monétaire, et si elle doit ou non être confiée aux banques centrales : l'essentiel reste que son existence ait élargi la gamme et renforcé la main des autorités publiques.

Les instances de synthèse, en « poutre faîtière », sont de ce fait décisives¹⁷¹. A Bâle, c'est le Conseil de stabilité financière (CSF), sous mandat du G20 et sous la présidence de Mark Carney : son travail efficace s'appuie sur une bonne participation des Etats membres, dans une trentaine de comités spécialisés ; il est parfois perçu comme sous forte influence anglo-saxonne¹⁷². En Europe, la réponse est moins évidente : le *European Systemic Risk Board* (ESRB), présidé par la BCE, avait été mis en place

¹⁷¹ Cf. annexe 5 sur l'architecture internationale et européenne.

¹⁷² De fait, 60% environ des comités sont présidés par des représentants britanniques, américains ou australiens.

à la suite du rapport Larosière pour évaluer et prévenir les risques d'ensemble. De fait, il ne fonctionne pas bien¹⁷³. La BCE, instance forte, et la Commission, instance ici relativement faible, restent ainsi presque par défaut les deux "lieux de synthèse" européens.

Il serait souhaitable d'améliorer ce dispositif¹⁷⁴. Deux voies de progrès sont en fait étroitement liées :

➤ d'une part, **revisiter l'ESRB** : il faudrait pour cela élargir son mandat, du "*monitoring*" des risques à la cohérence d'ensemble de la régulation européenne. Et son fonctionnement devrait être amélioré: la formation plénière, avec environ 70 participants - dont deux pour chacun des Etats-membres -, est assez inopérante. Le CSF à Bale s'appuie sur un "*Steering Committee*" (un peu) plus restreint, et ses comités spécialisés. Le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) américain, présidé par le Secrétaire au Trésor, ne comporte qu'une dizaine de membres ; le Haut Conseil de Stabilité Financière français présidé par le Ministre des Finances se limite à huit membres, dont trois économistes ;

➤ d'autre part, renforcer **la voix de la zone euro à Bâle**. Beaucoup y ressentent malheureusement que les Européens consacrent plus d'énergie à régler leurs différends internes à Bruxelles, qu'à débattre avec le reste du monde à Bâle. Le changement radical serait que la zone euro y parle d'une seule voix, et de tout son poids. A tout le moins, chacun des grands Etats-membres, dont la France doit s'y investir davantage.

¹⁷³ Cf. en particulier audition de J. de Larosière devant la Commission européenne, « Financial supervision in the EU », mai 2013.

¹⁷⁴ Mme Sylvie Goulard, députée européenne, doit remettre un rapport d'ici quelques mois sur l'articulation avec les instances internationales.

Conclusion: éclairer le débat collectif

La finance est un sujet difficile. Elle est perçue comme trop technique, et à ce titre apanage de spécialistes évoluant dans leur sphère fermée. Plus encore, elle exacerbe les passions depuis la crise financière : la colère est très légitime ; mais elle ne devrait pas simplement conduire à des clivages abrupts pour ou contre les banques, ou les marchés. Car la finance ne doit rester qu'un instrument: c'est pour l'avoir oublié qu'elle porte une responsabilité lourde dans les dérives de 2007, plus encore aux Etats-Unis qu'en Europe. Et la priorité est de **remettre la finance au service des bonnes finalités** : la croissance et l'emploi d'abord, qui sont les premiers des devoirs ; la stabilité qui prévienne les chocs porteurs d'inquiétude et d'inégalités ; l'éthique et la responsabilité enfin, non comme des mots mais comme des impératifs pour chaque dirigeant. Les bons choix publics sont ceux qui orientent fermement la finance en ce sens.

Encore faut-il pour cela que le débat, qui restera techniquement complexe, soit éclairé. Ce rapport espère y avoir contribué pour sa modeste part. Il montre que plusieurs forces jouent aujourd'hui positivement : la régulation a été beaucoup et globalement bien renforcée. La demande des entreprises, pour leurs investissements innovants, incitera à une diversification des financements. L'engagement direct des épargnants et de la société- à travers la finance solidaire, ou la finance participative croissant avec la technologie - ouvre le jeu. A toutes ces évolutions, les professionnels financiers eux-mêmes se préparent activement.

Ceci ne suffit pas, pour autant. Il faut **mieux investir**, y compris dans la formation et les compétences des personnes, pour créer les emplois compétitifs de demain, et ainsi faire reculer durablement le chômage. Et pour mieux investir, il faut – notamment - **mieux financer**. Ce rapport d'étape a formulé dix orientations en ce sens. Elles peuvent bien sûr être discutées, et précisées d'ici le rapport définitif. Une "Union de financement et d'investissement" est un bon projet pour l'Europe et pour la France. Mais plus largement, nous retenons **plusieurs conditions souhaitables pour que le débat collectif sur la finance soit enrichi** :

- il doit être nourri de davantage de données: par exemple le "*cost of equity*" encore mal connu dans ses conséquences sur l'investissement, ou les travaux sur les effets des normes prudentielles ;
- il doit bénéficier d'éclairages croisés. Entrepreneurs, économistes, financiers, et bien sûr responsables publics ont chacun des vues importantes, mais ils les partagent trop rarement. Parce qu'ils ne parlent pas vraiment les mêmes langues, ils en restent à la défiance mutuelle ;
- il faut donc des instances de discussion et de clarification. Il ne s'agit pas de gommer la divergence des intérêts, ou la complexité des décisions. Mais les Parlements - nationaux comme européen - ont ici aussi un rôle central à jouer dans nos démocraties. Et les instances techniques qui réalisent un travail considérable, sous l'impulsion du G20 et des Conseils européens, devraient être plus visibles dans leur fonction précisément de synthèse : le CSF à Bâle, l'échelon européen- encore trop dispersé-, ou le Haut Conseil de stabilité financière à Paris.

De tels souhaits dépassent certes l'ambition de ce rapport: un meilleur investissement en France et en Europe, qui nécessite des financements plus innovants. Mais cette ambition passe plus largement par deux réconciliations: celle des Européens avec le risque, raisonné ; et celle de la finance avec l'économie.

LISTE DES ANNEXES

1. Lettre de mission
2. Liste des personnes rencontrées et consultées
3. Graphiques complémentaires sur l'investissement
4. Documents sur le *cost of equity* (Blackrock et J.P.Morgan)
5. L'architecture de la régulation internationale, européenne et française: schéma et glossaire
6. Notes de la Banque de France sur le chiffrage des effets des règles prudentielles bancaires
7. Proposition d'Esif (Fonds européen d'épargne et d'investissement)
8. Bibliographie de quelques documents de référence en langue française

**ANNEXE 1 –
LETTRE DE MISSION DU PREMIER MINISTRE**



Le Premier Ministre

Paris, le **29 AVR. 2015**

à

Monsieur François VILLEROY DE GALHAU

Objet : Mission sur le financement de l'investissement des entreprises en France et en Europe

Alors que la France a engagé un mouvement de réformes important et que le contexte économique s'améliore, un point fait consensus : le redémarrage de l'investissement des entreprises est la clé pour transformer l'actuelle reprise économique en croissance durable et forte, et par là en emplois. C'est la raison qui a conduit le Gouvernement à présenter le 8 avril dernier une série de mesures incitatives pour que les entreprises reprennent dès aujourd'hui le chemin de l'investissement. Notre défi est de faire en sorte que ces politiques macroéconomiques accommodantes, qui se traduisent dans des niveaux de taux d'intérêt sans précédent, se matérialisent dans les comportements microéconomiques des entreprises et leurs décisions d'investissement.

Dans ce contexte, et suite aux décisions prises en Conseil des ministres pour stimuler l'investissement et l'activité, je vous demande de conduire une mission sur le financement de l'investissement en France et en Europe.

Cette mission partira d'un état des lieux de l'investissement des entreprises au sein de la zone euro, quantitatif et qualitatif. Vous veillerez à comparer en particulier l'investissement des entreprises dans la zone euro par rapport aux Etats-Unis, et à l'intérieur de la zone euro, le cas particulier de la France.

A partir de cet état des lieux, la première priorité de la mission sera, sans exclure les autres déterminants de l'investissement, d'identifier les freins et leviers de l'investissement relevant du secteur financier. A court terme, même si les contraintes financières semblent moins peser sur les entreprises, il convient de s'assurer que ces dernières bénéficient pleinement des effets de la baisse des taux d'intérêt en Europe. Vous comparerez ainsi la disponibilité et les coûts de financement des entreprises en France par rapport à nos voisins de la zone euro et identifierez les sources d'explication d'éventuelles différences : crédits bancaires, instruments de marché, part de l'autofinancement. Un éclairage particulier doit être fait pour les TPE et les PME, enjeu essentiel de la croissance. Vous vous interrogerez par ailleurs sur le maintien d'une référence de coût du capital élevée, pour les décisions d'investissement, malgré la baisse des taux d'intérêt.

Les meilleures pratiques de nos voisins européens issues de votre analyse comparative pourront nourrir les recommandations de la mission.

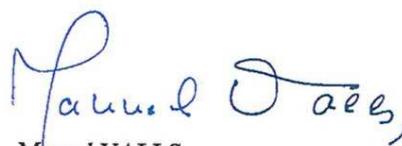
En second lieu, à moyen terme, la France et l'Europe doivent faire face à un changement structurel de financement de leur économie, avec un basculement vers un modèle de financement reposant davantage sur les marchés, du fait des nouvelles règles prudentielles mises en œuvre en matière bancaire et assurantielle. Vous vous interrogerez sur l'impact de ces règles sur les crédits bancaires et l'investissement en cas d'accélération de la reprise et sur les évolutions structurelles à privilégier pour permettre la meilleure adéquation entre la disponibilité des financements et les besoins. Ceci vaut aussi bien sur le plan géographique – éviter une « fragmentation » nocive de l'épargne entre les différents pays de la zone euro – que pour l'objectif économique – favoriser au maximum l'investissement productif de croissance, y compris les entreprises à fort potentiel de développement. Vous contribuerez ainsi aux positions des autorités françaises face au projet « d'Union des marchés de capitaux » proposé par la Commission Européenne.

Vous veillerez à consulter largement les représentants des entreprises, les acteurs publics et sociaux, et le secteur financier, ainsi que nos partenaires européens.

Vous serez notamment assisté dans la conduite de vos travaux par l'inspection générale des finances. Vous pourrez également compter sur la totale collaboration des services du ministre des finances et des comptes publics et du ministre de l'économie, de l'industrie et du numérique, ainsi que de France-stratégie.

Je souhaite pouvoir disposer d'un rapport d'étape sur vos premières conclusions et propositions opérationnelles d'ici la fin juillet. Votre rapport définitif devra m'être remis à l'automne.

Je vous prie de croire, Monsieur, en l'assurance de mes sentiments les meilleurs.


Manuel VALLS

**ANNEXE 2 –
LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET
CONSULTÉES**

SOMMAIRE

1. Ministres, Commissaires européens et Parlementaires.....	6
2. Cabinets et administrations centrales.....	7
3. Acteurs publics du financement.....	8
4. Personnalités qualifiées et économistes.....	9
5. Partenaires sociaux et entreprises.....	9
6. Acteurs financiers.....	11
7. Déplacements de la mission en Europe.....	14

1. Ministres, Commissaires européens et Parlementaires

- M. Michel Sapin, ministre des finances et des comptes publics
- M. Emmanuel Macron, ministre de l'économie, de l'industrie et du numérique
- M. Jonathan Hill, commissaire à la stabilité financière, aux services financiers et à l'union des marchés de capitaux
- M. Pierre Moscovici, commissaire aux affaires économiques et financières, à la fiscalité et aux douanes

Assemblée nationale

- M. Gilles Carrez, député du Val-de-Marne, président de la commission des finances
- M. Dominique Lefebvre, député du Val d'Oise, membre de la commission de finances
- M^{me} Valérie Rabault, députée du Tarn-et-Garonne, rapporteure générale de la commission des finances
- M. Christophe Caresche, député de Paris, membre de la commission des finances
- M^{me} Véronique Louwagie, députée de l'Orne, membre de la commission des finances

Sénat

- M^{me} Michèle André, sénatrice du Puy-de-Dôme, présidente de la commission des finances
- M. Albéric de Montgolfier, sénateur d'Eure-et-Loir, rapporteur général de la commission des finances

Parlement européen

- M^{me} Pervenche Berès, députée européenne
- M^{me} Sylvie Goulard, députée européenne

2. Cabinets et administrations centrales¹

Cabinets

- Elysée
 - M. Jean-Pierre Jouyet, secrétaire général
 - M^{me} Laurence Boone, conseillère Economie et finances
 - M. Jean-Jacques Barbéris, conseiller technique
- Premier ministre
 - M^{me} Véronique Bédague-Hamilius, directrice du cabinet
 - M^{me} Maud Bailly, conseillère économique
 - M. Jérémie Pellet, conseiller technique
- Ministère des finances et des comptes publics
 - M^{me} Claire Waysand, directrice du cabinet
 - M. Pierre Heilbronn, directeur adjoint du cabinet
- Ministère de l'économie, de l'industrie et du numérique
 - M. Alexis Kohler, directeur du cabinet
 - M. Julien Denormandie, directeur adjoint du cabinet

Administrations centrales

Services du Premier ministre

- **Commissariat général à l'investissement**
 - M. Louis Schweitzer, commissaire général
- **France Stratégie**
 - M. Jean Pisani-Ferry, commissaire général
 - M^{me} Selma Mahfouz, commissaire générale adjointe

Direction générale du Trésor (DG Trésor)²

- M. Bruno Bézard, directeur général

Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE)

- M. Jean-Luc Tavernier, directeur général

Direction générale des entreprises (DGE)

- M. Pascal Faure, directeur général

Direction générale des finances publiques (DGFIP)

- M. Bruno Parent, directeur général

Ministère de l'Ecologie et du développement durable

- M^{me} Sylvie Lemmet, directrice des affaires européennes et internationales

¹ La mission a bénéficié, parmi les administrations publiques au sens large, de très nombreuses rencontres et contributions. Tous ne peuvent être cités ici, mais que tous soient chaleureusement remerciés.

² La direction générale du Trésor a apporté son soutien constant et les services économiques régionaux (SER) ont organisé les déplacements en Europe.

3. Acteurs publics du financement³

Banque de France⁴

- M. Christian Noyer, gouverneur
- M^{me} Anne Le Lorier, sous-gouverneur
- M. Robert Ophèle, sous-gouverneur

Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)

- M. Edouard Fernandez-Bollo, secrétaire général

Autorité des marchés financiers (AMF)

- M. Gérard Rameix, président
- M. Benoît de Juvigny, secrétaire général

Médiation du crédit aux entreprises

- M. Fabrice Pesin, médiateur national
- M^{me} Jeanne-Marie Prost, ancienne médiatrice nationale, déléguée nationale à la lutte contre la fraude

Médiation inter-entreprises

- M. Pierre Pelouzet, médiateur national

Caisse des dépôts et consignations

- M. Pierre-René Lemas, directeur général
- M. Franck Silvent, directeur du pôle Finances, Stratégie et Participations
- M. Pierre Ducret, CDC-Climat

Banque publique d'investissement (Bpifrance) :

- M. Nicolas Dufourcq, directeur général
- M. Joël Darnaud, directeur exécutif en charge du financement et du pilotage du réseau
- M. Pascal Lagarde, directeur exécutif en charge de l'international, de la stratégie, des études et du développement

Organisations internationales⁵

European Securities and Markets Authority (ESMA)

- M. Steven Maijor, président
- M. Laurent Degabriel, chef de division « investissement et *reporting* »

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)

- M^{me} Martine Durand, directeur des statistiques et chef statisticien
- M. Paul Schreyer, directeur adjoint des statistiques

³ La mission a bénéficié, parmi les administrations publiques au sens large, de très nombreuses rencontres et contributions. Tous ne peuvent être cités ici, mais que tous soient chaleureusement remerciés.

⁴ La Banque de France, outre de multiples contributions de ses Directions générales, a organisé une journée pour la mission à Lille

⁵ Hors les institutions rencontrées lors des déplacements en Europe (rubrique 7).

- M. Peter van de Ven, chef de la division des comptes nationaux
- M. Nadim Ahmad, chef de la division commerce et compétitivité

Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)

- M. David Wright, secrétaire général

4. Personnalités qualifiées et économistes

Personnalités qualifiées

- M. Jacques Attali
- M. Michel Camdessus
- M. Louis Gallois
- M. Jacques de Larosière
- M. René Ricol
- M. Jean-Claude Trichet

Economistes français⁶

- M. Philippe Aghion, professeur d'économie à Harvard
- Mme Agnès Benassy-Quéré, présidente déléguée du CAE
- M. Anton Brender, directeur des études économiques de Candriam Investors Group
- M. Eric Chaney, chef économiste du groupe AXA
- M. Gilbert Cette, professeur à Aix-Marseille
- M. Olivier Garnier, chef économiste du groupe Société Générale, membre du CAE
- M. Jean-Hervé Lorenzi, président du cercle des économistes
- M. Jean Pisani-Ferry (pm.)
- M. Thomas Philippon, New York University
- M. David Thesmar, professeur de finance, HEC
- M^{me} Natacha Valla, directeur adjoint du CEPII
- M. Nicolas Véron, Bruegel et Peterson Institute

5. Partenaires sociaux et entreprises

5.1. Organisations patronales et d'entreprises

Mouvement des entreprises de France (MEDEF)

- M. Michel Guilbaud, directeur général
- M. Thibault Lanxade, vice-président en charge des TPE-PME
- M^{me} Agnès Lépinay, directrice aux affaires économiques et financières
- M. Sylvain de Forges, président du comité financement

Confédération générale des petites et moyennes entreprises (CGPME)

- M. François Asselin, président – président d'Asselin
- M. Pascal Labet, directeur des affaires économiques et fiscales

⁶ Les économistes européens sont cités parmi les déplacements à l'étranger de la mission (rubrique 7)

- Sur le baromètre KPMG-CGPME : M. Jacky Lintignat, KPMG France, directeur général

Union professionnelle artisanale (UPA)

- M. Pierre Burban, secrétaire général
- M^{me} Nathalie Roy, Conseillère technique chargée de l'économie et de la fiscalité

Association française des entreprises privées (AFEP)

- M. Pierre Pringuet, président
- M. François Soulmagnon, directeur général
- M. Francis Desmarchelier, Directeur des affaires financières
- M. Olivier Chemla, Chef économiste

Mouvement des entreprises de taille intermédiaire (M-ETI)

- M^{me} Elizabeth Ducottet, co-présidente, présidente - directrice générale de Thuasne
- M. Alexandre Montay, délégué général

Union des industries et des métiers de la métallurgie (UIMM)

- M. Alexandre Saubot, président, président – directeur général de Haulotte Group

CroissancePlus

- M. Stanislas de Bentzmann, président, coprésident du directoire du groupe Devoteam
- M^{me} Sandra Le Grand, vice-présidente, présidente du directoire du groupe Kalidea
- M^{me} Florence Dépret, directrice déléguée

5.2. Organisations syndicales

Confédération française démocratique du travail (CFDT)

- M^{me} Marylise Léon, secrétaire nationale
- M. Alexis Masse, secrétaire confédéral
- M. Luc Mathieu, secrétaire confédéral

Confédération générale du travail (CGT)

- M. Fabrice Angei, secrétaire confédéral
- M^{me} Nadia Sahli, commission exécutive confédérale
- M. Denis Durand, secrétaire général de la CGT Banque de France
- M^{me} Fabienne Rouchy, secrétaire générale de la CGT Banque de France

Force ouvrière (FO)

- M. Pascal Pavageau, secrétaire confédéral, secteur économie

Confédération française des travailleurs chrétiens (CFTC)

- M. Serge Bru, conseiller économique

Confédération française de l'encadrement - confédération générale des cadres (CFE-CGC)

- M. Alain Giffard, secrétaire national confédéral, économie et industrie
- M. Kevin Gaillardet, chargé d'études économiques et fiscales

5.3. Entreprises non financières (outre les entrepreneurs vus au titre de leur responsabilité patronale, cf. 5.1)

Saint-Gobain

- M. Pierre-André de Chalendar, président-directeur général

Publicis Groupe

- M. Maurice Lévy, président du directoire

La Poste

- M. Philippe Wahl, président

Tables rondes « entreprises » à Lille

- M. René Salmon
- M. François Dutilleul, président, Groupe Rabot Dutilleul
- M. Gino Scarna, président-directeur général, Groupe Scarna
- M. Gérard Meauxsonne, président-directeur général, Méo
- M. Grégory Sanson, directeur administratif et financier, Groupe Bonduelle
- M^{me} Yvonne Tassou, présidente, CGPME et M. Jean-Philippe Dubiquet, vice-président en charge de l'artisanat, CGPME
- M^{me} Corinne Molina, président du directoire, Groupe Mader
- M. Hubert Tondeur, président, ordre des experts comptables
- M. Laurent Rigaud, président, UPA
- M. Max Vandermarliere, artisan à Comines

6. Acteurs financiers

- M. Fabrice Demarigny, associé chez Mazars

6.1. Associations professionnelles financières

6.1.1. Associations françaises

Paris Europlace

- M. Arnaud de Bresson, délégué général
- M. Edouard-François de Lencquesaing, conseiller spécial
- M. Vivien Lévy-Garboua, président du comité de pilotage

Fédération bancaire française (FBF)

- M^{me} Marie-Anne Barbat-Layani, directrice générale
- M. Benoit de La Chapelle Bizot, directeur général délégué
- M. Richard Boutet, directeur de pôle
- M. Bertrand Lussigny, directeur du département supervision bancaire et comptable

- M. Timothée Waxin, économiste

Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA)

- M. Bernard Spitz, président
- M. Pierre Michel, délégué général
- M^{me} Christine Tarral, directeur adjoint affaires économiques et financières
- M. Antoine Lissowki, CNP Assurances, directeur général adjoint en charge des finances
- M. Stéphane Dédeyan, Generali France, directeur général délégué

Association française de la gestion financière (AFG)

- M. Yves Perrier, président
- M. Pierre Bollon, délégué général

Association française des sociétés financières (ASF)

- M. Philippe Dumont, président, directeur général de Crédit Agricole consumer finance
- M^{me} Françoise Palle-Guillabert, déléguée générale
- M. Yves-Marie Legrand, délégué général adjoint
- M. Thierry Galharret, responsable de BNP Paribas leasing solutions France
- M. Dominique Goirand, président directeur général Financière d'Uzes
- M. Michel Cottet, directeur général SIAGI
- M. Bertrand Prodel, directeur crédit-bail immobilier Natixis lease
- M. Patrick de Villepin, président BNP Paribas Factor

Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC)

- M. Michel Chabanel, président
- M. Paul Perpère, délégué général

Finance solidaire et finance participative

ADIE

- M^{me} Maria Nowak, fondatrice
- M. Bruno Salmon, membre du bureau

Crédit coopératif

- M. Jean-Louis Bancel, président

Finansol

- M. Frédéric Tiberghien, président
- M^{me} Sophie des Mazery, directrice
- M^{me} Laurine Prévost, responsable des relations institutionnelles et des partenariats

France Financement Participatif (FPF)

- M. Nicolas Lesur, président

Association française de l'investissement participatif (AFIP)

- M. Benoît Bazzocchi, président

6.1.2. Associations européennes

European fund and asset management association (EFAMA)

- M. Christian Dargnat, président
- M. David Pillet, BNP Paribas Investment Partners

International capital market association (ICMA)

- M. René Karsenti, président
- M. Nicholas Pfaff, senior director, market practice and regulatory policy

6.2. Entreprises du secteur financier

Amundi

- M. Yves Perrier, directeur général
- Mme Laurence Laplane, secrétaire du comité exécutif

Axa

- M. Henri de Castries, président-directeur général
- M. Denis Duverne, directeur général délégué en charge des finances, de la stratégie et des opérations
- M. Christian Thimann, directeur de la stratégie, de la responsabilité d'entreprise et des affaires publiques

BNP Paribas

- M. Jean Lemierre, président
- M. Michel Pébereau, président d'honneur

CNP Assurances

- M. Frédéric Lavenir, directeur général
- M^{me} Marie Grison, directrices des risques

Crédit Agricole

- M. Xavier Musca, directeur général délégué

Crédit mutuel

- M. Nicolas Théry, président de CM11-CIC

Generali France

- M. Eric Lombard, directeur général
- M^{me} Hélène N'Diaye, directrice des risques

Groupama

- M. Antoine de Salins, directeur des gestions de Groupama Asset management

Natixis / BPCE

- M. Laurent Mignon, président

SCOR

- M. Denis Kessler, président-directeur général

Société générale

- M. Frédéric Oudéa, directeur général
- M. Séverin Cabannes, directeur général délégué

Fonds d'investissement actions ou dettes

Iris Toulouse

- M. Jean-Baptiste Toulouse

PAI Partners

- M. Lionel Zinsou, président

BC Partners

- M. André François-Poncet, senior advisor

Tikehau Capital

- M. Antoine Flamarion, président

7. Déplacements de la mission en Europe

7.1. Bruxelles (Commission européenne)

- M. Jonathan Faull, directeur général à la stabilité financière, aux services financiers et à l'union des marchés de capitaux (DG FISMA)
- M. Olivier Guersent, directeur général à la stabilité financière, aux services financiers et à l'union des marchés de capitaux (DG FISMA)
- M. Marteen, Verwey, directeur général adjoint des affaires économiques et financières (DG ECFIN)
- M. Olivier Bailly, chef de cabinet du commissaire M. Pierre Moscovici
- M. Juho Romakkaniemi, chef de cabinet du vice-président Katainen
- M. Miguel Gil-Tertre, membre du cabinet du vice-président Katainen en charge de l'investissement
- M. John Berrigan, directeur surveillance du système financier et gestion de crises (DG FISMA)
- M. Mario Nova, directeur régulation et supervision prudentielle des institutions financières (DG FISMA)
- M. Niell Bohan, chef de l'unité CMU (entretien à Paris)

7.2. Francfort

Banque centrale européenne (BCE)

- M. Benoît Coeuré, membre du directoire
- M. Peter Praet, membre du directoire
- M^{me} Danielle Nouy, présidente du SSM
- M. Sergio Nicoletti Altimari, director general, macroprudential policy and financial stability
- M^{me} Fatima Pires, head of division, macro-financial policies division
- M. Arnaud Mares, conseiller spécial du Président

Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA)

- M. Gabriel Bernardino, président

7.3. Luxembourg

Banque européenne d'investissement (BEI)

- M. Ambroise Fayolle, vice-président
- M. Julien Chebbo, conseiller

7.4. Bâle

Conseil de Stabilité Financière (FSB)

- M. Mark Carney, président (entretien à Londres)
- M. Svein Andresen, secrétaire général
- M. Bertrand Badré, directeur général de la Banque mondiale, membre du « Steering Committee » du CSF (entretien à Paris)

Banque des règlements internationaux

- M. Hervé Hannoun, directeur général adjoint
- M. Claudio Borio, économiste en chef

Comité de Bâle

- M. William Coen, secrétaire général

7.5. Berlin

Bundestag

- Mme Lisa Paus, membre du Bundestag (Verts), commission des finances
- M. Manfred Zöllmer, membre du Bundestag (SPD), commission des finances

Bundesministerium der Finanzen

- Dr. Levin Holle, directeur général « marchés financiers »
- M. Carsten Frank, chef du bureau « stabilité financière »

Bankenverband

- M. Markus Becker-Melching, directeur

Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR)

- M. Gerhard Hofmann, membre du directoire

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (assureurs)

- M. Frank von Fürstenwerth, directeur
- M. Tim Ockenga, chef du département « investissements »

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin)

- M. Marcel Fratzscher, président (auteur du rapport sur l'investissement)

Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)

- M. Ulrich Grillo, président (entretien à Paris)

7.6. Rome

- ◆ **Banca d'Italia**
 - M. Ignazio Visco, Gouverneur
- ◆ **Cassa Depositi e Prestiti**
 - M. Franco Bassanini, Président
- ◆ **BNL**
 - M. Giovanni Ajassa, chef économiste

Cabinet de M. Renzi

- M. Marco Simoni, conseiller économique du Président
- ◆ **Ministerio dell'Economia e delle Finanze**
 - M. Fabrizio Pagani, chef du cabinet du ministre
- ◆ **Associazione Bancaria Italiana (ABI)**
 - M. Giovanni Sabatini, general manager,

7.7. Londres

- ◆ **Banque d'Angleterre**
 - M. Mark Carney, gouverneur
 - Sir Jon Cunliffe, sous-gouverneur stabilité financière
- ◆ **The Investment Association**
 - M. Daniel Godfrey, directeur exécutif
- ◆ **autour de City of London Corporation**
 - M. Mark Boléat, directeur général du policy and resources committee, City of London Corporation
 - M^{me} Elisabeth Corley, CEO d'Allianz Global Investors
 - Sir Nigel Wicks, président de la British Bankers' Association
 - M. Ludovic de Montille, président de BNP Paribas UK
 - M. André Villeneuve, président d'ICE Benchmark Association
 - M. Simon Lewis, CEO de l'Association for Financial Markets in Europe
- ◆ **EY**
 - M. Martin Watkins, directeur services financiers
- ◆ **Autorité bancaire européenne (EBA)**
 - M. Adam Farkas, directeur exécutif
 - M^{me} Isabelle Vaillant, directrice de la régulation
 - M. Philippe Allard, direction de la régulation

◆ **HM Treasury**

- M. Charles Roxburgh, directeur général des services financiers
- M. Richard Knox, directeur adjoint marchés et *securities*

M. Peter Ricketts, ambassadeur du Royaume-Uni en France (entretien à Paris)

ANNEXE 3 –
GRAPHIQUES COMPLÉMENTAIRES SUR
L'INVESTISSEMENT

GRAPHIQUES COMPLÉMENTAIRES SUR L'INVESTISSEMENT

Le chiffrage du déficit d'investissement : une question européenne plus que spécifiquement française

3.1 - FBCF – Tendence observée et tendance « soutenable » (UE à 28, en Md€, au prix de 2013)

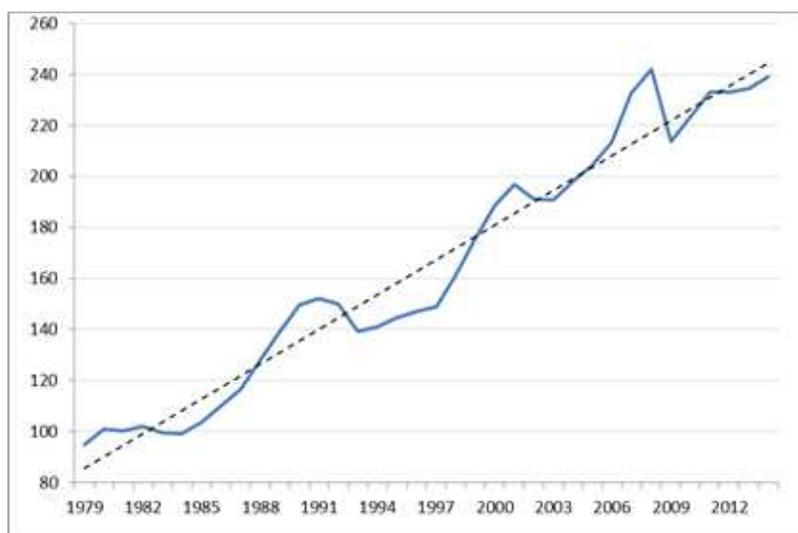


Chiffrage retenu dans le « plan Juncker » :

La méthode de la Commission européenne conduit à chiffrer un déficit moyen de 300 Md€ à partir d'un taux d'investissement compris entre 21 et 22% du PIB.

Source : Commission européenne.

3.2 - FBCF des sociétés non financières et tendance de long terme en France (en volume, en Md€)



Chiffrage de la mission :

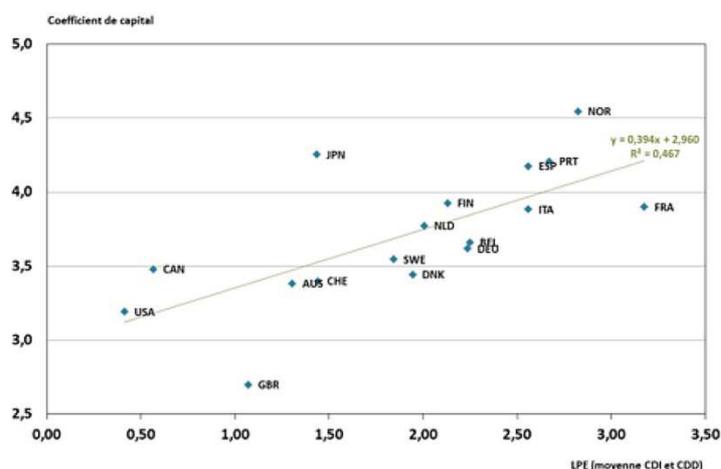
Cette méthode (régression linéaire sur longue période) reprend celle utilisée par Bruegel (« Measuring Europe's investment problem – a long term view of investment growth in Europe »).

Par rapport à sa tendance de long terme (depuis 1979), le déficit d'investissement des entreprises françaises apparaît alors d'ampleur très limitée (2 Md€ en 2014).

Source : INSEE, calculs mission.

Travaux de Gilbert Cette sur le lien entre le volume de l'investissement, sa qualité, et les régulations du marché du travail

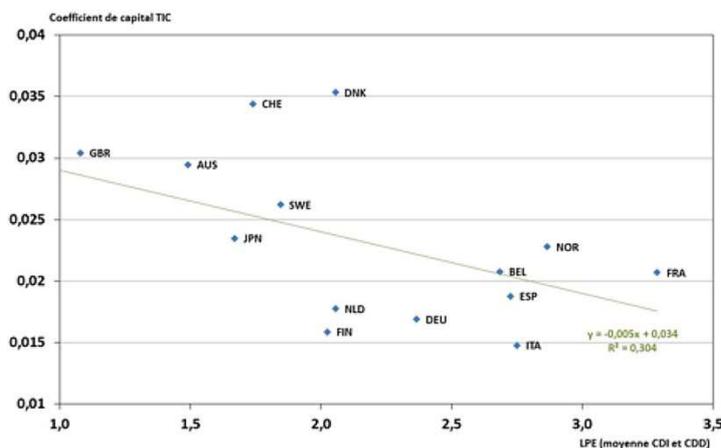
3.3 - Régulation du marché du travail et coefficient de capital (capital / PIB), en valeur courante



L'effet quantité : le coefficient de capital (capital / PIB) est croissant avec les régulations sur le marché du travail.

Source : données OCDE et Cette, Bresson et Clerc (2015), calculs Gilbert Cette.

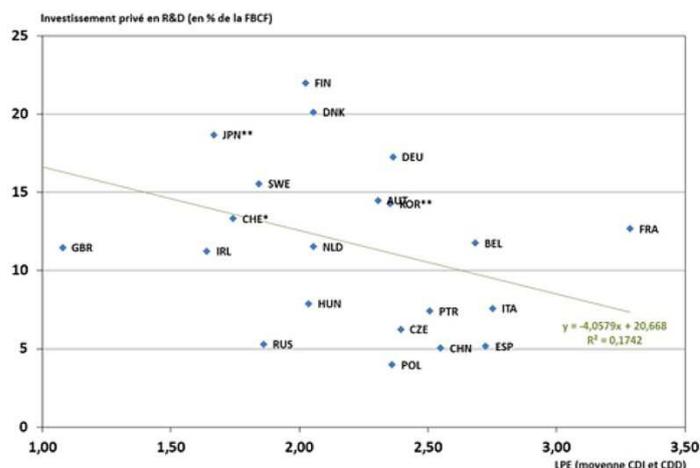
3.4 - Régulation du marché du travail et coefficient de capital TIC (capital TIC / PIB), en valeur courante



L'effet qualité : le coefficient de capital TIC (capital TIC / PIB) est décroissant avec les régulations sur le marché du travail.

Source : OCDE et Cette, Bresson et Clerc (2015), calculs Gilbert Cette.

3.5 - Régulation du marché du travail et part de la R&D dans la FBCF, Business sector (en valeur courante, en %)

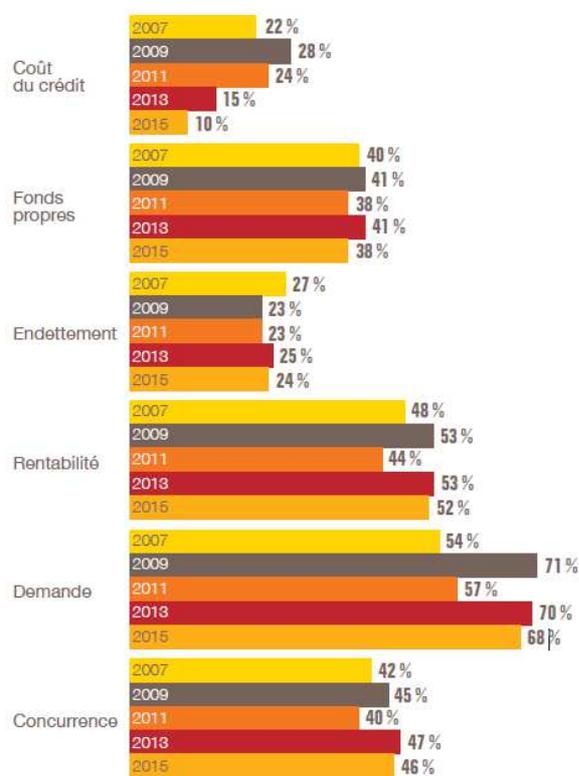


L'effet qualité : la part de la R&D privée dans la FBCF est décroissante avec les régulations sur le marché du travail.

Source : OCDE, calculs Gilbert Cette.

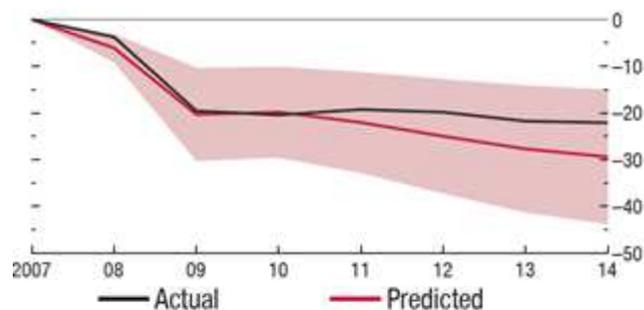
La concordance des données micro et macro sur le poids des déterminants de l'investissement : le facteur demande constitue le principal déterminant de l'investissement

3.6 - Jugement sur les obstacles à l'investissement (part des répondants en %)



Source : Bpifrance Le Lab, 61^{ème} enquête de conjoncture PME, juillet 2015.

3.7 - Investissement brut des entreprises dans les économies avancées observé et prévu sur la base de l'activité économique (pourcentage d'écart par rapport aux prévisions du printemps 2007)



Source : FMI, World Economic Outlook (chap. 4), « Private Investment : What's the Holdup ? », avril 2015.

ANNEXE 4 –
DOCUMENTS SUR LE *COST OF EQUITY*

DOCUMENTS SUR LE *COST OF EQUITY*

Exemple de courrier adressé par le gestionnaire d'actifs Blackrock

BLACKROCK

Laurence D. Fink
Chairman and
Chief Executive Officer

55 East 52nd Street
New York, NY 10055
Tel 212-810-5300
www.blackrock.com

April 10, 2015

Dear

Over the past several years at BlackRock, we have engaged extensively with companies, clients, regulators and others on the importance of taking a long-term approach to creating value. We have done so in response to the acute pressure, growing with every quarter, for companies to meet short-term financial goals at the expense of building long-term value. This pressure originates from a number of sources—the proliferation of activist shareholders seeking immediate returns, the ever-increasing velocity of capital, a media landscape defined by the 24/7 news cycle and a shrinking attention span, and public policy that fails to encourage truly long-term investment.

As I am sure you recognize, the effects of the short-termist phenomenon are troubling both to those seeking to save for long-term goals such as retirement and for our broader economy. In the face of these pressures, more and more corporate leaders have responded with actions that can deliver immediate returns to shareholders, such as buybacks or dividend increases, while underinvesting in innovation, skilled workforces or essential capital expenditures necessary to sustain long-term growth.

In 2014, dividends and buybacks in most developed markets reached record levels. With interest rates approaching zero, returning excessive amounts of capital to investors—who will enjoy comparatively meager benefits from it in this environment—sends a discouraging message about a company's ability to use its resources wisely and develop a coherent plan to create value over the long term.

There is nothing inherently wrong with returning capital to shareholders in a measured fashion, as part of a broader growth strategy—indeed, it can be a vital part of a responsible capital strategy. Nor are the demands of activists necessarily at odds with the interests of other shareholders; some activist investors take a long-term view and have pushed companies and their boards to make productive changes.

It is critical, however, to understand that corporate leaders' duty of care and loyalty is not to every investor or trader who owns their companies' shares at any moment in time, but to the company and its long-term owners. Successfully fulfilling that duty requires that corporate leaders engage with a company's long-term providers of capital: that they resist the pressure of short-term shareholders to extract value from the company if it would compromise value creation for long-term owners; and, most importantly, that they clearly and effectively articulate their strategy for sustainable long-term growth. Corporate leaders and their companies who follow this model can expect our support.

We fully appreciate that the business ecosystem has evolved significantly and presents a daunting challenge for companies working to resist short-term market pressures. But a clear,

BLACKROCK

April 10, 2015

Page 2

effective articulation of long-term strategy and goals will help your company explain to shareholders the short-term accommodations that businesses invariably do need to make at times to adapt to a changing environment. Overall, companies' ability to resist short-term pressures—and attract long-term stakeholders—will rest on their ability to both develop and communicate their plans for future growth.

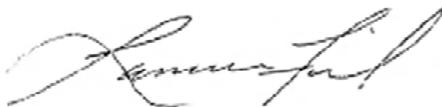
Companies should not have to fight this battle alone. We believe that government leaders around the world—with a concerted push from both investors and companies—must act to address public policy that fosters long-term behavior. We believe that tax policy could be reformed to incentivize long-term investment, for example, by introducing a steeply decreasing tax rate on investments held for more than three years, potentially dropping to zero after 10 years. This would create a profound incentive for more long-term holdings and could be designed to be revenue neutral. In short, tax reform that promotes long-term investment will benefit both the companies who rely on capital markets and the hundreds of millions of people saving for retirement.

Asset managers like BlackRock also have an important role to play, which is why we engage actively with companies on the key governance factors that in our experience support long-term, sustainable, financial performance. Chief among these is board leadership—in our view, the board is management's first line of defense against short-term pressures. Our starting point is to support management, particularly during periods where performance has deviated from the long-term trajectory. But this is more difficult to do where management has not articulated a clear long-term vision, strategic direction and credible metrics against which to assess performance. In such cases, we will take action to ensure that the owners' interests are effectively served.

To that end, we have revised our proxy voting guidelines this year to make clear our expectations of boards and set out when we may vote against directors, such as instances where we see evidence of board entrenchment or other signs of ineffective governance. But we also believe that engagement by firms such as ours should not be overly concentrated on proxy season or around earnings reports—rather, it should be consistent and sustained, and cover issues broader and deeper than board elections or earnings per share.

Throughout 2015, BlackRock will continue to focus on these issues, because we recognize that although much of the financial and business community is in agreement on the need for a more long-term atmosphere, more concrete steps must be taken to achieve it. We urge you to join us and with your fellow corporate leaders to invest in the future and thereby lay the foundation for stronger, more sustainable, and more stable economic growth.

Yours sincerely,



Larry Fink
Chairman and CEO

Note J.P.Morgan « Bridging the gap between interest rates and investments », septembre 2014 (extraits)

1. Bridging the gap between interest rates and investments

The contrast between interest rates and corporate hurdle rates is staggering:

- Current yield on the World Government Bond Index: **1.2%**
- Median reported hurdle rate of S&P 100 companies: **18%**

Over the past five years, S&P 500 firms have allocated \$8.5 trillion of capital: 44% (\$3.7 trillion) to capex and R&D, 20% (\$1.7 trillion) to cash M&A, 21% (\$1.8 trillion) to buybacks and 15% (\$1.3 trillion) to dividends. More capital has traditionally been allocated to capex than has been returned to shareholders. Today, however, the balance between capex and shareholder distributions is roughly even.¹ **Several commentators have suggested that this rise in shareholder distributions at the expense of corporate investments has been detrimental to economic growth.²**

This shift toward more distributions and less investment is both surprising and frustrating for policy makers, especially in the light of years of Fed-induced record-low cost of debt. Year after year, U.S. and European firms have been raising financing at staggeringly low rates. Why then do they not invest more? Firms set hurdle rates based on their risk-adjusted cost of capital. Projects that generate returns higher than the hurdle rate should, in principle, be pursued. Ultimately then, excess capital is returned to shareholders in the form of dividends and buybacks. **With lower interest rates, policy makers rightfully expected lower costs of capital, lower hurdle rates and greater investment.** The link between the record-low cost of debt financing and corporate investment has, however, been weaker than expected for the following reasons:

- (a) **Low cost of debt \neq low cost of capital:** While the cost of debt dropped to record lows in the post-crisis period, the cost of equity has remained relatively stable. As most large U.S. firms are primarily capitalized with equity, their weighted average cost of capital has not dropped commensurately with interest rates. In addition, with the recent equity market run-up, market leverage (i.e., debt relative to market capitalization) has declined
- (b) **Low cost of capital \neq low hurdle rates:** Most firms maintain hurdle rates that are materially higher than their estimated cost of capital. Even firms that rely significantly on debt financing, and hence, benefit from a reduced cost of capital in today's environment, have been reluctant to lower their hurdle rates. This is due to a belief that interest rates are artificially low and likely to soon rebound

EXECUTIVE TAKEAWAY

Interest rates have been at record lows for years now. The weak link between low interest rates and firms' hurdle rates can perhaps explain, in part, why capex and M&A have not responded as vigorously as expected to the low-rate environment. Nevertheless, our analysis suggests that many firms use hurdle rates that are much higher than their cost of capital would be even if Treasury yields were to return to their historical averages. Firms have significant room to lower their hurdle rates and may create value by doing so.

¹ For further details, please see our March 2014 report "2014 Distribution Policy: Challenging conventional wisdom about dividends and buybacks" located at: http://www.jpmorgan.com/directdoc/JP Morgan_CorporateFinanceAdvisory_2014DistributionPolicy.pdf

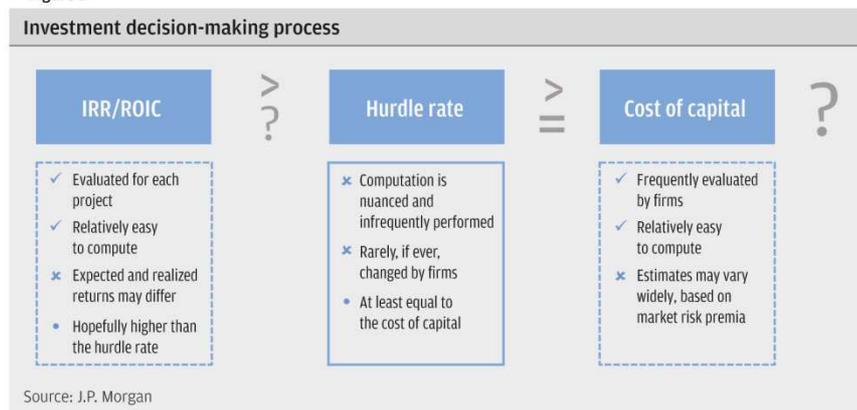
² For instance, BlackRock Chairman and Chief Executive Officer Laurence Fink has stated, "Too many companies have cut capital expenditure and even increased debt to boost dividends and increase share buybacks. We certainly believe that returning cash to shareholders should be part of a balanced capital strategy; however, when done for the wrong reasons and at the expense of capital investment, it can jeopardize a company's ability to generate sustainable long-term returns." [Mr. Fink's letter to S&P 500 Chief Executive Officers in March 2014]

2. Rates, cost of capital, hurdle rates and project returns

The typical investment decision-making process consists of three return components: the project's Internal Rate of Return (IRR) or Return on Invested Capital (ROIC), the risk-adjusted cost of capital and the risk-adjusted hurdle rate (Figure 1).

- The **expected returns** of potential projects are widely acknowledged to vary with economic cycles. In some industries or for some projects, realized returns tend to be close to expected returns. In sectors that are innovation or commodity driven, for example, realized returns may vary materially from expected returns
- The **cost of capital** is the weighted average of the cost of equity and the after-tax cost of debt. As a result, it depends on market dynamics. Most firms regularly re-estimate their cost of capital
- Firms typically **use a risk-adjusted hurdle rate, not the project's cost of capital, to make capital allocation decisions**. The hurdle rate is the rate that decision makers feel a project's return should be expected to surpass to be approved

Figure 1



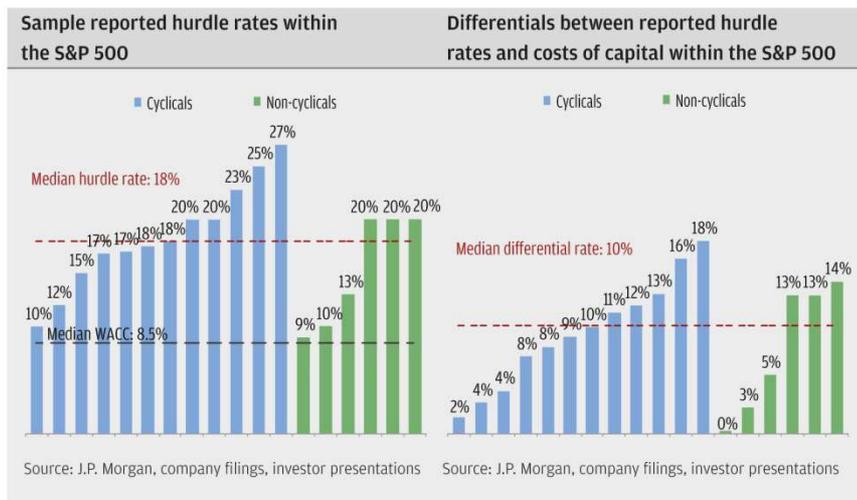
While most practitioners agree that the hurdle rate should be greater than or equal to the cost of capital, there is little agreement as to the size, if any, of the delta between the two. Many firms tend to rarely, if ever, think about revising hurdle rates. Data discussed later suggest that firms may be employing hurdle rates that are significantly, and perhaps unjustifiably, in excess of their current and long-term cost of capital.

EXECUTIVE TAKEAWAY

Hurdle rates are critical to the corporate capital allocation process. Most corporations, however, pay very limited attention to hurdle rates despite dedicating significant resources to project returns and cost of capital. Even with today's unique market conditions, many firms are still using hurdle rates set years ago. Is this practice driving the weak link between interest rates and corporate investment?

Many large firms rely on hurdle rates that are significantly higher than their cost of capital. The median hurdle rate for a sample of S&P 500 firms reporting their target hurdle rates was 18% (Figure 3). This target hurdle rate is significantly higher than both the current median S&P 500 WACC of 8.5%, as well as the simulated upper bound of 10.1%. Only two of these 18 firms reported a hurdle rate close to its specific cost of capital. The median difference between the reported hurdle rate and our WACC estimate for this sample is approximately 10%. Some firms may view the high hurdle rates as a sign of caution. As we describe in the next section, we believe that an unreasonably high bar may actually be counterproductive to value creation, and, in some cases, increase risk.

Figure 3



EXECUTIVE TAKEAWAY

A common refrain of firms looking to lower hurdle rates is that they may have to increase them in the near future once interest rates are back to historical levels. This argument seems fallacious since the cost of capital has been roughly flat through the recent cycle. Going forward, rising rates are likely to be accompanied by a decrease in the market risk premium, limiting the increase in firms' WACCs. This provides firms with space to lower their hurdle rates to levels sustainable through economic cycles.

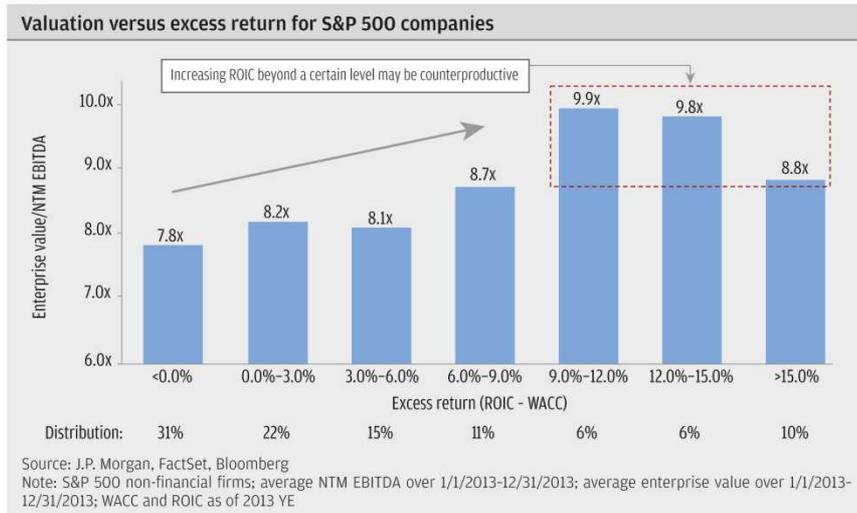
4. The perils of high hurdle rates

Conventional wisdom asserts that a higher ROIC leads to greater value creation, but this principle does not always apply in practice. For instance, a firm may turn down a project with an IRR that is greater than its cost of capital, but less than its hurdle rate. Further, too high a hurdle rate can also lead to the pursuit of only higher risk projects and the gradual migration to a higher overall risk profile. Potential consequences for ROIC of too high a hurdle rate include:

- (a) A higher average ROIC, but value-creation potential may be lost. Over time the firm could lack growth and either become subscale relative to peers or subject to takeover risk
- (b) A lower average ROIC if unused capital is not returned to shareholders and the firm has excess underutilized capital

Evidence suggests that equity market investors look beyond ROIC. In Figure 4, we show that valuation generally increases with excess return (defined as ROIC - WACC). Beyond a certain point, however, an increase in ROIC - WACC does not seem to lead to higher valuation multiples. If anything, the highest ROICs seem to be associated with lower multiples. Firms with the highest ROICs may not be able to find enough projects to generate the growth profile that leads to the highest multiples. These firms may therefore be able to boost valuation through lower hurdle rates. In contrast, about one-third of the firms do not generate ROICs that exceed their WACC. In our view, this contrasting trend is not coming from too low a hurdle rate; rather, it likely results from project returns that turn out to be lower than expected returns.

Figure 4



EXECUTIVE TAKEAWAY

The notion that higher ROICs, achieved through higher hurdle rates, are uniformly beneficial is misplaced. In today's environment, excessively high hurdle rates can be counterproductive by leading to less growth and/or a riskier profile. Firms with the highest excess returns do not necessarily have the highest valuation multiples.

ANNEXE 5 –
L'ARCHITECTURE DE LA RÉGULATION
INTERNATIONALE, EUROPÉENNE ET
FRANÇAISE : SCHÉMA ET GLOSSAIRE

Gouvernance de la régulation financière : un schéma simplifié

Secteur Niveau	Banques	Assurances	Marchés
International (G20)	Conseil de Stabilité Financière – CSF ^{1 4} (FSB)		
	Basel Committee on Banking Supervision – BCBS ¹ (CBSB)	International Association of Insurance Supervisors – IAIS ¹ (AISA)	International Organization of Securities Commissions – IOSCO ¹ (OICV)
Européen	European Systemic Risk Board – ESRB (CERS) ⁴ / (Banque Centrale Européenne – BCE / Commission Européenne)		
	European Banking Authority – EBA ² & Mécanisme de Surveillance Unique pour l’Union Bancaire – MSU ³ (SSM)	European Securities and Market Authority – ESMA ²	European Insurance and Pensions Authority – EIOPA ²
Français	Haut Conseil de Stabilité Financière – HCSF ⁴		
	Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution – ACPR ³		Autorité des Marchés Financiers – AMF ²

¹ Enceintes de réglementation financière et prudentielle sans pouvoir direct de mise en œuvre et de supervision de la norme

² Autorités de supervision, dotées de compétences réglementaires d’application

³ Autorités de supervision, non dotées de compétences réglementaires d’application

⁴ Enceintes d’analyse et de concertation sur les risques pesant sur la stabilité financière

SIGLES UTILISÉS DANS LE RAPPORT

ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
ADIE	Association pour le droit à l'initiative économique
AMF	Autorité des marchés financiers
BBB	<i>British business bank</i>
BCBS	<i>Basel committee on banking supervision</i> (CBSB – Comité de Bâle sur la supervision bancaire, en français)
BCE	Banque centrale européenne (ECB- <i>European central bank</i> , en anglais)
BEI	Banque européenne d'investissement
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
BFR	besoin en fonds de roulement
BOE	<i>Bank of England</i>
BRI	Banque des règlements internationaux
CAE	Conseil d'analyse économique
CDC	Caisse des dépôts et des consignations
CDP	<i>Cassa depositi et prestiti</i>
CEPR	<i>Centre for economic and policy research</i>
CGEIET	Conseil général de l'économie, de l'industrie, de l'énergie et des télécommunications
CMU	<i>capital markets union</i>
CNIS	Conseil national de l'information statistique
COE	<i>cost of equity</i>
CRR	<i>cash reserve ratio</i>
DSGE	<i>dynamic stochastic general equilibrium</i>
DPI	droits de la propriété intellectuelle
EBA	<i>European banking authority</i> (ABE - Autorité bancaire européenne, en français)
EIOPA	<i>European insurance and occupational pensions authority</i> (AEAPP - Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, en français)
ELTIF	<i>European long-term investment fund</i>
EMIR	<i>European market infrastructure regulation</i> (règlement relatif aux produits dérivés négociés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux, en français)
ESIF	<i>European savings investment fund</i> (FEEL en français)
ESMA	<i>European securities market authority</i> (Autorité européenne des marchés financiers en français)
ESRB	<i>European systemic risk board</i> (CERS – Comité européen du risque systémique, en français)

FBCF	formation brute de capital fixe
FEI	Fonds européen d'investissement
FIBEN	Fichier Bancaire des ENtreprises
FMI	Fonds monétaire international
HCSF	Haut conseil de stabilité financière
HQLA	<i>High quality liquid assets</i>
ICO	<i>Instituto de Crédito Oficial</i>
IAIS	<i>International association of insurance supervisors</i> (AISA – association internationale des superviseurs d'assurance, en français)
IGF	Inspection générale des finances
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
IOSCO	International organization of securities commission (OICV - Organisation internationale des commissions de valeurs, en français)
KfW	<i>Kreditanstalt für Wiederaufbau</i>
LEI	<i>Long-term economic impact</i>
LCR	<i>liquidity coverage ratio</i>
MAG	<i>Macro assessment group</i>
MIFID	<i>Markets in financial instruments directive</i> (directive européenne sur les marchés d'instruments financiers, en français)
MSU	Mécanisme de surveillance unique pour l'union bancaire (SSM en anglais)
NPL	<i>non performing loans</i>
NSFR	<i>net stable funding ratio</i>
OCDE	organisation de coopération et de développement économiques (OECD en anglais)
OPC	organisme de placement collectif
QIS	<i>quantitative impact study</i>
SEC	<i>Securities and exchange commission</i>
SNF	société non financière
SSM	<i>single supervisory mechanism</i> (MSU en français)
TIC	technologies de l'information et de la communication
TLAC	<i>total loss absorbing capacity</i>
TLTRO	<i>targeted longer-term refinancing operations</i>
TRI	taux de rentabilité interne
UMC	union des marchés de capitaux (CMU en anglais)
VA	valeur ajoutée
WACC	<i>weighted average cost of capital</i>

ANNEXE 6 –
NOTES DE LA BANQUE DE FRANCE SUR LE
CHIFFRAGE DES EFFETS DES RÈGLES
PRUDENTIELLES BANCAIRES

**L'impact des réglementations
L'Union des Marchés de Capitaux**

1. Les effets des réglementations financières sur le financement de l'économie

1.1. Études d'impacts des régulateurs, instances officielles et représentants et de l'industrie

Le programme réglementaire initié lors du sommet du G20 de Pittsburg de 2009 a visé à renforcer la résilience des banques, et plus généralement du secteur financier, mais aussi dès le départ, à le remettre au service de l'économie. Chacune des réglementations proposées a fait l'objet d'études d'impact. En pratique, ces études d'impact se sont cependant concentrées principalement sur les réglementations pouvant donner lieu à une évaluation quantitative et non pas uniquement qualitative (en particulier CRD IV/Bale III, réglementation des dérivés OTC).

- **Impact des nouvelles exigences prudentielles CRDIV/CRR sur le coût du crédit et sur le PIB**
- ✓ Des travaux ont été menés par **différentes instances officielles**. On citera en particulier les travaux :
 - du Comité de Bâle (travaux du LEI – Long-term Economic Impact : *An assessment of long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*⁷) - et du FSB-BCBS (travaux du MAG – Macroeconomic Assessment Group : *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*⁸)
 - mais aussi ceux de l'OCDE (*Macroeconomic Impact of Basel III*⁹)
 - et du FMI (*Estimating the Costs of Financial Regulation*¹⁰)

Les travaux des instances officielles ont conclu à un impact modéré du « paquet CRD IV. À titre d'exemple, le MAG a conclu à un impact de -0,22 % sur le niveau du PIB au bout de 9 ans (cf. encadré MAG). L'impact à moyen terme estimé par l'OCDE de la mise en œuvre des règles de Bâle III sur la croissance du PIB est de l'ordre de -0,05 à -0,15 point de pourcentage par an, qui pourrait cependant être compensé par une réduction des taux de la politique monétaire.

- ✓ Notons également que les **autorités** ont réalisé plus récemment des études sur les effets potentiellement négatifs (*unintended effects*) des réglementations. S'agissant des réglementations bancaires, ce point a fait l'objet d'un papier de Mme Nouy paru en mai 2013 dans le numéro 5 de Débats économiques et financiers de l'ACPR (*Banking regulation and supervision in the next 10 years and their consequences*¹¹).
- ✓ Des études ont été menées sur le même thème par **l'industrie** (en particulier International Institute of Finance – IIF – *Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework*¹²) dont les résultats étaient alarmistes : soit un impact de -2,4 % sur le PIB entre 2011 et 2020. Il existe également un rapport de PwC de novembre 2014 commandité par l'Association for Financial Markets in Europe – *Impact of bank structural reforms in Europe*¹³) qui conclut à une réduction structurelle permanente de 0,15% du PIB et à une estimation de 316 000 emplois détruits dans l'Union européenne.
- ✓ Autres documents utiles :
 - Cecchetti, S G (2014), *The Jury is In*¹⁴, CEPR Policy Insight 76, Décembre. S'agissant de ce premier document, il convient de mentionner deux facteurs additionnels ayant joué un rôle important dans

⁷ <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>

⁸ <http://www.bis.org/publ/othp12.pdf>

⁹ [http://www.oecd-](http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kghwnhkkjs8.pdf?expires=1433326403&id=id&accname=guest&checksum=8E3461D6024D70CC5288ADD6E63F85B8)

[ilibrary.org/docserver/download/5kghwnhkkjs8.pdf?expires=1433326403&id=id&accname=guest&checksum=8E3461D6024D70CC5288ADD6E63F85B8](http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5kghwnhkkjs8.pdf?expires=1433326403&id=id&accname=guest&checksum=8E3461D6024D70CC5288ADD6E63F85B8)

¹⁰ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1211.pdf>

¹¹ https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/Debats_economiques_et_financiers/201305-Banking-regulation-and-supervision-in-the-next-10-years-and-their-unintended-consequences.pdf

¹² <https://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0CCsQFjAA&url=https%3A%2F%2Fwww.iif.com%2Ffile%2F7097%2Fdownload%3Ftoken%3DsNl6fvgv&ei=ec9uVaikDcuvU8btgsgl&usq=AFQjCNHbsOpl6ees851v8FWTUEvNxs9pFA&bvm=bv.94911696,d.d24>

¹³ <http://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/impact-bank-structural-reforms-europe.jhtml>

¹⁴ http://www.cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight76.pdf

l'évolution des coûts de financement : le contexte de récession et le tarissement de la demande de crédit d'une part ; les politiques non conventionnelles qui ont permis aux banques de bénéficier de très bonnes conditions de financement d'autre part. Au total, cela explique pourquoi l'impact sur le coût de financement des nouvelles contraintes réglementaires a été si faible.

- Cohen, B H and M Scatigna (2014), *Banks and capital requirements: channels of adjustment*¹⁵, BIS Working Paper 443, March.
- Les rapports de l'EBA (*Report on impact assessment for liquidity measures under Article 509(1) of the CRR*¹⁶ et *Second report on impact assessment for liquidity measures under Article 509(1) of the CRR*¹⁷) s'attachent principalement à l'évaluation de l'impact des contraintes en ratios de liquidité imposés par CRR
- le rapport n°104 en date du 31 décembre 2012 du Conseil d'Analyse Économique sur « **le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire** »¹⁸ et notamment, en page 133, le point sur les études d'impact de Bâle III et les principales évaluations alors disponibles.
- **Impact des nouvelles exigences relatives aux dérivés OTC**

Sous l'égide de la BRI, le *Macroeconomic Assessment Group on Derivatives (MAGD)* a produit un *Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms*¹⁹ les nouvelles réglementations relatives aux marchés OTC diminueraient significativement la probabilité d'occurrence d'une crise financière, permettant d'éviter des pertes macroéconomiques s'élevant à 0,16% de PIB par an. Les coûts, induits par la nécessité de détenir plus de capital et de collatéral, sont estimés à 0,04 points de PIB par an. In fine, les réformes permettraient donc d'éviter chaque année des pertes moyennes égales à 0,12 % de PIB

- **Impacts cumulés des réglementations financières**

De nombreuses réglementations financières ont été construites en silo malgré l'effort de coordination du FSB. Prises individuellement, les pressions exercées par les réglementations peuvent être mesurées. Une difficulté est d'évaluer leur pression cumulée, qui peut être difficilement gérable pour les acteurs financiers, notamment les banques. Les réglementations interagissent et peuvent même se contredire.

- ✓ La Commission Barnier a effectué un bilan consolidé des réglementations dans un document de mai 2014 intitulé *Economic review of the financial regulation agenda*²⁰ mais ce bilan est principalement qualitatif.

Notons que, à la suite du sommet du G20 de juin 2012 au Mexique, la Commission européenne avait lancé une consultation afin d'initier un débat sur les moyens de favoriser l'offre de financement et comment améliorer et diversifier le système d'intermédiation financière. Cette consultation a conduit à la publication d'un Livre vert sur le Financement à long terme de l'économie européenne²¹.

- ✓ S'agissant des travaux du FSB : on signalera le récent rapport rédigé à l'attention du G20 intitulé *Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance*²². Ce document fait le résumé d'une enquête menée auprès de différents États membres du FSB dont la France. Il aborde notamment la question des effets inattendus des réglementations.

¹⁵ <http://www.bis.org/publ/work443.pdf>

¹⁶ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/16145/EBA+BS+2013+415+Report+regarding+LCR+impact.pdf>

¹⁷ <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/2014+LCR+IA+report.pdf>

¹⁸ <http://www.cae-eco.fr/Le-financement-de-l-economie-dans-le-nouveau-contexte-reglementaire.196.html>

¹⁹ <http://www.bis.org/publ/othp20.pdf>

²⁰ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/20140515-erfra-working-document_en.pdf

²¹ http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0001.03/DOC_1&format=PDF

²² http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140916.pdf

Capital réglementaire, crédit et croissance économique

Une revue des analyses d'impact réalisées depuis le MAG (2010)

Les travaux du *Macro Assessment Group* (MAG), réalisés en 2010 sous l'égide du Comité de Bâle sur la Supervision Bancaire, constituent l'étude de référence sur les coûts macroéconomiques de la mise en œuvre de Bâle 3. Selon ses évaluations, une augmentation d'un point de capital réglementaire conduirait à une baisse du niveau du PIB de 0,15 point de pourcentage à un horizon de 5 ans. Les bénéfices de la nouvelle réglementation des fonds propres, évalués par une autre équipe, l'emporteraient par ailleurs très largement sur les coûts.²³

Depuis la parution de ces travaux en décembre 2010, de nombreuses études ont été publiées qui en permettent une mise à jour. Reposant sur des méthodes variées (études empiriques ou d'évènements, modèles structurels estimés ou calibrés, modèles d'équilibre général stochastiques dynamiques (DSGE)), elles tendent généralement à montrer que les effets de court et de long terme d'une hausse des exigences réglementaires sur l'activité économique sont généralement plus marqués que les estimations initiales du MAG. On en présente ici succinctement les principales caractéristiques avant de proposer quelques explications des écarts constatés avec les résultats du MAG.

1/ Les « projections » du MAG et les réalisations sur la période 2010-2014

Avant de présenter les études mentionnées ci-dessus, il peut être utile de comparer les « projections » du MAG aux réalisations sur la période 2010-2014. Deux études récentes sont consacrées à cette évaluation.

La première, réalisée par Cohen et Scatigna (2014), analyse la façon dont les banques ont augmenté leur capital réglementaire sur la période susmentionnée. Ces augmentations ont été importantes : près de 4,5 point de pourcentage pour les grandes banques internationales et environ 2,7 point de pourcentage en moyenne pour les petites banques. Pour les 2/3 environ, l'augmentation du capital a été réalisée par rétention des dividendes et pour le tiers restant par émission de capital. Le « *deleveraging* », i.e. la baisse du volume des crédits distribués, ne se serait donc pas matérialisé sauf pour les banques européennes. En particulier, sous l'effet notamment des contraintes pesant sur leur financement en dollar, ces dernières ont abandonné certaines activités, notamment aux États-Unis ou en Asie. L'impact macroéconomique a cependant été très faible voire nul, ces activités ayant été reprises par des banques asiatiques, canadiennes ou australiennes. En outre, un ajustement de l'actif a été observé lors de l'exercice de recapitalisation de l'EBA en 2011-2012 (voir plus bas l'étude de Mésonnier et Monk).

La deuxième, réalisée par Stephen Cecchetti (2014) qui présidait le MAG en tant que chef économiste de la BRI, note pour sa part que l'évaluation du MAG peut, elle-même, être considérée comme pessimiste : loin de se contracter, le crédit aurait en effet progressé dans la plupart des pays du G20. A l'instar d'économistes comme A. Admati et M. Hellwig (2013), Cecchetti considère que le coût social d'une augmentation du capital bancaire est très faible. Cette étude passe toutefois sous silence un certain nombre de facteurs dont l'impact expliquent en grande partie ces résultats : l'impact des politiques monétaires non conventionnelles sur les conditions de marché et de financement des banques, qui sont allées bien au-delà de la contrainte « zéro » sur les taux d'intérêt nominaux ; la forte contraction de la demande de crédit dans un contexte de récession ; la capacité des banques à retenir les dividendes dans ce contexte macroéconomique. Par ailleurs, il est à noter que les banques ont aussi engagé d'importants efforts de restructuration visant à réduire leurs coûts et accroître leur efficacité opérationnelle.

2/ La plupart des études réalisées depuis celle du MAG mettent en évidence un impact plus marqué d'une hausse du capital réglementaire

On peut classer les travaux réalisés depuis le MAG en trois grandes catégories : les études empiriques ou d'évènements ; les estimations réalisées à l'aide de modèles structurels estimés ou calibrés ; les modèles d'équilibre général stochastiques dynamiques (DSGE). Le tableau 1 ci-dessous présente les résultats de certaines de ces études. On observe une grande dispersion des évaluations. Toutefois, toutes ces études concluent à des effets négatifs et significatifs d'une hausse des exigences réglementaires sur le crédit ou l'activité économique.

²³ Cf. "Long Term Economic Impact" Group, piloté par Claudio Borio (BRI).

Tableau 1 : impact du capital réglementaire sur le crédit, l'activité et le bien-être

Référence	Capital (%)	Impact crédit	Impact PIB	Impact bien-être*
a / Études empiriques				
De Nicolo (2015) Pays OCDE	1 point		Court- terme : -0,9 % Long -terme : -1 %	
Aiyar et al. (2014)	1 point	-6,5 à -7,2 %		
Mésionnier et Monk (2014)	1 point	-1,2 %		
b/ Modèles structurels				
De Nicolò et al. (2012,2014)	0 à 4% 4 à 12%	15% -2,4%		+ -
Corbae and D'Erasmus (2014)	4 à 6%	-8%		
c/ Modèles DSGE				
Christiano and Ikeda (2013)	5 à 6%			1,2
Martinez-Miera and Suarez (2014)	7 à 14%	-20%	-8%	1
Nguyen (2014)	4 à 8% 8 à 20%			1,1 -18
Clerc et al, (2014)	8 à 10% 10 à 14%	-1,3% -4,5%	0,8% -1%	1,7 -1,2
Begenau (2015)	6 à 14%		2,1	16

*En point de consommation permanente

a/ Études empiriques ou d'évènements

Ces études sont réalisées à partir de panels larges de données de bilans bancaires. De Nicolo (2015) utilise par exemple un panel d'environ 1 400 banques provenant de 43 pays industrialisés et émergents sur la période 1982-2013. Il procède en deux étapes : dans une première étape, il estime l'impact d'une modification du capital des banques (et non du capital réglementaire comme dans le MAG) sur le taux de croissance du crédit (mesurant l'impact de court terme) ; dans une deuxième étape, l'impact du taux de croissance du ratio Crédit/PIB sur le PIB réel par tête (mesurant l'impact de long terme). Ses résultats, encore préliminaires, sont assez proches de ceux obtenus avec des modèles structurels (de Nicolo et al. ,2015 ; Corbae & d'Erasmus, 2014) ou DSGE (Clerc et al. 2014 en particulier). Deux limites sont cependant à signaler : les régressions portent sur le capital des banques et non le capital réglementaire ; l'hypothèse implicite est donc que l'écart entre les deux est constant au cours du temps. Il n'est pas possible, du fait de l'absence de variables de contrôle, de savoir si la baisse du crédit résulte de facteurs d'offre (hausse du capital réglementaire) ou de demande.

Les études d'évènements permettent, elles, une identification plus précise des chocs d'offre de crédit. Mésonnier et Monk étudient ainsi le comportement d'un panel d'environ 250 banques européennes lors de l'exercice de recapitalisation de l'EBA de 2011-2012. Les résultats obtenus (une hausse d'un point de capital cause une réduction de 1,2% du crédit) sont proches d'autres travaux similaires.²⁴ L'analyse d'Aiyar et al. (2014) porte sur un panel de banques anglaises sur la période 1990-2000 : durant cette période, la FSA avait en effet la possibilité d'imposer des exigences réglementaires variant au cours du temps au niveau individuel. Sur la base des données

²⁴ En particulier : Maurin, L. & Toivanen, M., 2012. "Risk, capital buffer and bank lending: a granular approach to the adjustment of euro area banks," Working Paper Series 1499, European Central Bank et Francis, W.B., et M. Osborne (2009), "Bank regulation, capital and credit supply: Measuring the Impact of Prudential Standards," Occasional Papers 36, Financial Services Authority.

exploitées, l'impact sur le crédit bancaire apparaît très significatif. Dans un papier complémentaire, les mêmes auteurs mettent toutefois en avant les stratégies de contournement de ces réglementations : suite à une hausse des exigences, le crédit distribué par les succursales des banques étrangères, non soumises à cette réglementation, ou en dehors du système bancaire (*shadow banking*) augmente. L'effet macroéconomique, qui n'est pas évalué dans ces travaux, est donc potentiellement fortement réduit.

Ces études d'événements souffrent cependant d'un biais : la réaction des banques ne mesure pas nécessairement l'impact d'une hausse du capital réglementaire sur le crédit ou l'activité en général, mais reflète la réponse des banques aux modalités de l'exercice de recapitalisation en particulier. Dans le cas de l'EBA par exemple, l'objectif de recapitalisation a été fixé en termes de ratio, offrant aux banques la possibilité de réduire les actifs pondérés pour l'atteindre. Un objectif fixé en termes de niveau de capital, comme ce fut le cas pour l'exercice de stress test conduit par la FED en 2009 par exemple, n'aurait pas induit ces effets négatifs sur le volume des crédits distribués.

b/ les modèles structurels calibrés ou estimés

Deux modèles récents retiennent l'attention : De Nicolo et al. (2012 et 2014) et Corbae et D'Erasmus (2014). Ces deux modèles sont estimés ou calibrés sur des données américaines. Tous deux intègrent un système bancaire soumis à un certain nombre de frictions financières (coût d'émission du capital élevé, contraintes de financement à court terme). Le premier, qui vise également à étudier l'impact de la régulation sur la liquidité, suppose en outre que les banques sont engagées dans un processus coûteux de transformation de maturité. Le deuxième analyse plus particulièrement l'impact du changement des exigences réglementaires sur les risques et les faillites bancaires ainsi que sur la structure du marché bancaire (en particulier les interactions avec les conditions de concurrence). Ces deux modèles montrent que le passage de Bâle II à Bâle III (hausse de 4 à 6% du capital réglementaire) a un impact marqué sur la distribution de crédit. Dans le premier modèle, l'augmentation du capital devient d'autant plus coûteuse que le rendement des investissements est décroissant : les banques préfèrent donc ajuster leur actif à la baisse et couper les crédits. Dans le deuxième modèle, le taux de sortie du marché des petites banques diminue de moitié, le système bancaire se concentre et les grandes banques révisent à la baisse leur offre de crédit. Les taux d'intérêt augmentent alors de près de 50 points de base.

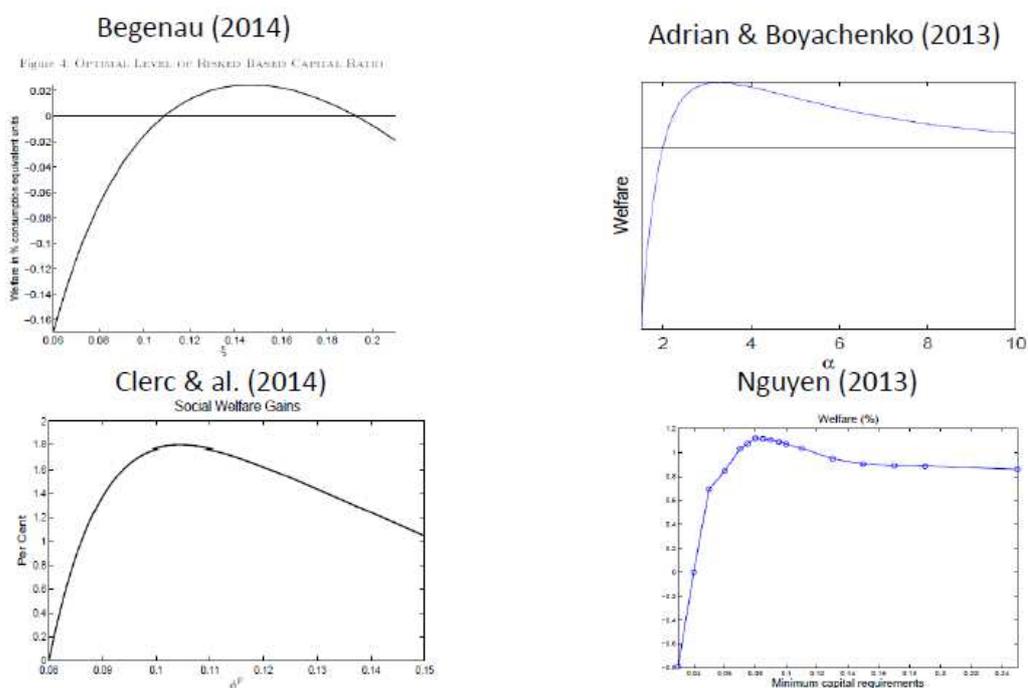
c/ les modèles d'équilibre général (DSGE)

C'est dans ce domaine que la recherche a le plus progressé. Ces modèles, contrairement aux autres modèles, sont « micro-fondés » : les décisions des agents découlent directement de programmes d'optimisation. Ces modèles sont donc supposés être robustes à des changements de régimes, en particulier réglementaires, contrairement aux modèles et approches présentés ci-dessus. Ils permettent en outre d'évaluer, dans un contexte d'équilibre général, les effets des politiques prudentielles. Les principales améliorations portent sur la modélisation du secteur bancaire et l'intégration, pour certains d'entre eux, de la possibilité de faillites à l'équilibre pour toutes les catégories d'agents emprunteurs (ménages, entreprises et banques).

Ces modèles mettent en particulier en avant le rôle du cycle d'endettement dans la montée des déséquilibres financiers. Ils insistent également sur les mécanismes de transferts de risque. L'hypothèse de responsabilité limitée en cas de faillite ainsi que la présence d'assurance des dépôts incitent les banques à prendre beaucoup plus de risque et à distribuer beaucoup plus de crédit que nécessaire. Il en résulte une situation d'excès de crédit et de surinvestissement. Les banques finançant des entreprises non performantes ou plus risquées, le taux de faillite augmente dans l'économie. Cette hausse des défauts, qui s'étend à la sphère bancaire, incite alors les ménages à exiger une prime de risque sur les dépôts, ce qui accroît les coûts de financement dans l'économie. Il en résulte une baisse du crédit et un sous-investissement. Ces deux phénomènes jouent donc en sens opposés. La plupart de ces modèles montre que les effets positifs l'emportent lorsque l'on accroît les exigences prudentielles et que ces dernières sont initialement basses. La hausse du capital réglementaire réduit en effet la subvention implicite, le crédit ralentit alors, en particulier celui à destination des projets les plus risqués ou des entreprises les moins performantes. Le nombre de faillites diminue dans l'économie. Toutefois, à partir d'un certain seuil, les effets négatifs de la hausse des exigences réglementaires l'emportent : l'impact positif de la hausse du capital réglementaire sur la probabilité de défaut des banques disparaît tandis que celui, négatif, sur le coût de financement augmente, du fait notamment de la rareté du capital. La hausse du coût de financement conduit à son tour à une réduction de l'investissement, de la consommation et de la production.

La plupart de ces modèles font donc apparaître une relation en forme de « U » inversé entre le capital réglementaire et l'activité économique ou le bien-être (graphique 1).

Graphique 1 – capital réglementaire et bien- être



Selon les calibrations et les mécanismes à l'œuvre, l'impact de la hausse du capital réglementaire est plus ou moins marqué. En outre, le niveau de capital optimal varie entre 8 et 14%. Si ces modèles ont pour avantage de reposer sur des canaux de transmission plus riches et s'ils mettent en évidence des effets d'équilibre général et des non-linéarités non présents dans les autres approches, ils manquent encore de robustesse et leur capacité à reproduire les fluctuations économiques reste à démontrer.

Au total, il semble donc difficile de privilégier une approche sur une autre et sans doute doit-on, comme ce fut le cas lors des travaux initiaux conduits par le MAG, les considérer toutes.

3/ Comment expliquer de tels écarts avec les résultats du MAG ?

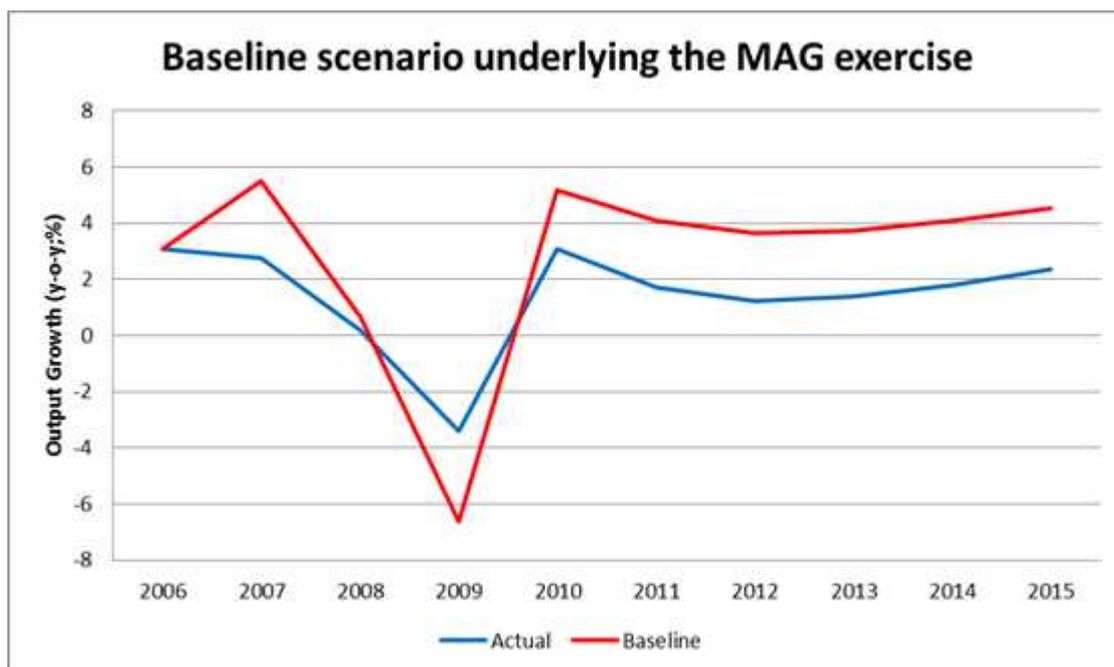
Plusieurs facteurs permettent d'expliquer les écarts observés entre ces études récentes et les évaluations initiales du MAG.

a) Les conditions initiales et du scénario central

Le MAG peut être considéré comme un exercice de projections économiques conditionnelles au scénario de durcissement de la réglementation bancaire sur un horizon de 5 ans (de 2010 à 2015). Ses résultats sont donc très dépendants des conditions initiales (situation des bilans des agents économiques, niveau d'endettement, niveau de capital initial, etc.) ainsi que du scénario central.

Dans le graphique 2 ci-dessous, on confronte le scénario de croissance mondiale sous-jacent au MAG, produit par les équipes du FMI, avec les évolutions observées sur la période 2010-2015.

Graphique 2 : Scénario de croissance mondiale (MAG) et réalisations



Source :FMI – World Economic Outlook, Avril 2015 et MAG (2010)

Les hypothèses de croissance qui sous-tendent les travaux du MAG apparaissent très optimistes, avec un retour très rapide aux tendances antérieures à la crise et, sur la période 2010-2015, un taux de croissance supérieur de plus de 2 points aux évolutions observées. On comprend pourquoi les études empiriques, qui reposent sur les données observées ultérieurement, délivrent des résultats bien plus négatifs que ceux du MAG.

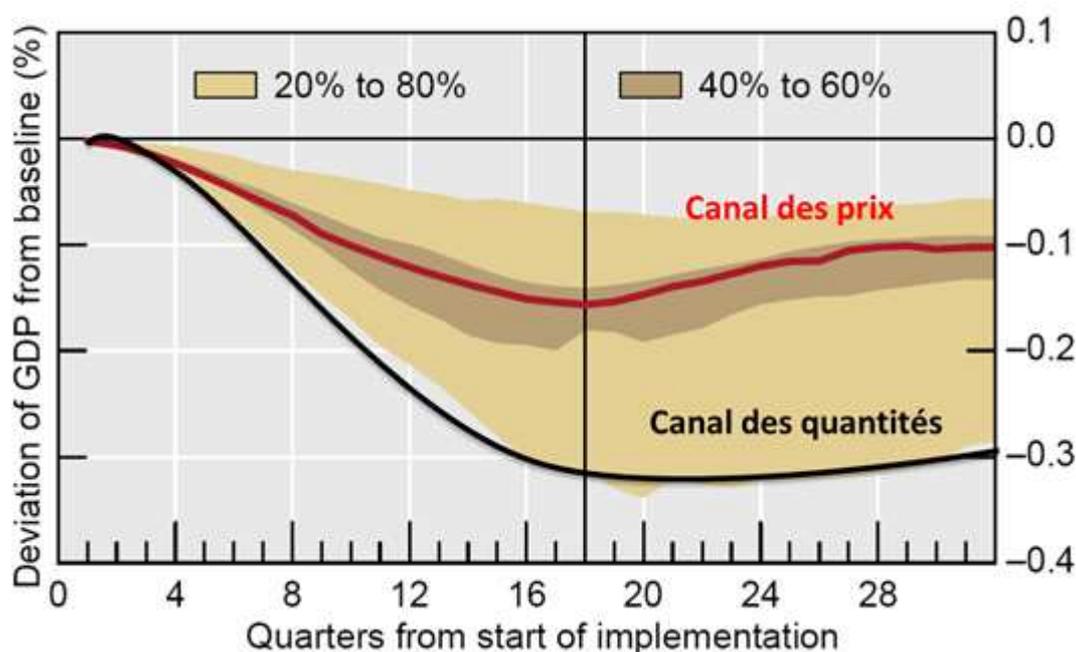
b) L'ampleur de la stimulation monétaire n'a pas été anticipée

Les projections du MAG supposent en outre que la politique monétaire est exogène et ne réagit donc pas au ralentissement de l'activité causé par le durcissement réglementaire. Toutefois, le groupe a également produit des projections où la politique monétaire est endogène. Dans ce cas, l'impact négatif de la hausse du capital réglementaire sur l'économie est divisé par deux. L'accommodation monétaire dans le MAG repose sur l'hypothèse que la fonction de réaction des banques centrales suit une règle de Taylor : le taux d'intérêt réagit donc à l'écart du taux d'inflation à l'objectif fixé par la banque centrale et à l'écart de production. Dans ce contexte, le taux d'intérêt baisse consécutivement à une hausse du capital réglementaire pour compenser l'impact récessif de cette dernière. Les taux d'intérêt qui résultent de ces simulations sont toutefois beaucoup plus élevés que ceux qui ont été observés sur la période et qui ont atteint, dans de nombreux pays, le plancher de 0%. En outre, la baisse agressive des taux d'intérêt a été accompagnée par des politiques non conventionnelles de grande ampleur dont on estime qu'elles correspondent à des taux d'intérêt nominaux de Taylor proches de -5 à -6%. Les banques ont donc bénéficié de conditions de financement tout à fait exceptionnelles réduisant, voire annulant, l'impact de la hausse des exigences réglementaires sur les taux débiteurs.

c/ Les hypothèses de comportement des banques et le canal des quantités

Le MAG suppose que les banques réagissent à la hausse des exigences réglementaires par une augmentation des spreads de taux ou des taux débiteurs, sous l'hypothèse conservatrice de ROE constant. Or, comme on l'a vu sur la période 2010-2015, c'est par la hausse des bénéfices non distribués, l'augmentation du capital et l'accroissement de leur efficacité opérationnelle qu'elles y ont répondu. Les études récentes mesurent quant à elles plutôt un impact transitant par l'ajustement à la baisse des volumes de crédit : c'est notamment le cas des études empiriques ou d'évènement et de certains modèles macroéconomiques. La plupart des modèles, en particulier DSGE, considèrent cependant la possibilité d'agir sur les taux ou le volume de crédits distribués. La prise en compte des effets quantités expliquent une partie des écarts constatés avec le MAG. Dans ce dernier, certaines simulations ont été effectuées en supposant un ajustement par les volumes. Le graphique 3 ci-dessous montre que le canal des quantités aurait un impact près de trois fois plus élevé et beaucoup plus persistant sur l'activité économique que le canal des prix.

Graphique 3 : Coût d'une hausse des exigences réglementaires : canal des prix et des quantités



Source : MAG (2010) et Banque de France

En conclusion, une actualisation des travaux du MAG paraît nécessaire. Les différentes études mentionnées pointent vers des effets négatifs substantiellement plus élevés que ceux initialement anticipés. En outre, les circonstances exceptionnelles –en particulier liées aux politiques monétaires non conventionnelles – ont fortement affecté les conditions de financement. Dans ce contexte, l'utilisation des élasticités estimées par le MAG en 2010 pour les travaux de quantification des exigences de TLAC paraissent très hasardeuses.

Études d'impact post MAG (2010) : bibliographie indicative

Aiyar, S., C. W. Calomiris and R Wieladak, 2014. Identifying channels of credits substitution when bank capital requirements are varied. Bank of England Working Paper No 485, January.

Angelini, P., L. Clerc, V. Curdia, L. Gambacorta, A. Gerali, A Locarno, A. Motto, W. Roeger, S. Van den Heuvel, J, Vlcek, 2014, "Basel III: Long-Term Impact on Economic Performance and Fluctuations", [Manchester School](#), University of Manchester, vol. 83(2), pages 217-251, 03

Baker, Malcolm, and Jeffrey Wurgler, 2015, Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Bank Regulation, Capital Structure, and the Low-Risk Anomaly, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 105(5): 315–320
<https://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.p20151092>

Begenau, Juliane, 2015, Capital Requirements, Risk Choice, and Liquidity Provision in a Business Cycle Model, Harvard Business School Working Paper, No. 15-072, March.
http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/15-072_0a2520f5-569a-49f1-833b-e3344e17736a.pdf

Brun, Matthieu, Henri Fraisse and David Thesmar, 2013, The real effects of bank capital requirements, *Débats économiques et financiers*, No.8, Banque de France https://acpr.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/acp/publications/Debats_economiques_et_financiers/20130802-The-Real-Effects-of-Bank-Capital-Requirements.pdf

Cecchetti, S. G., 2014. The Jury is In. CEPR Policy Insight 76, Décembre http://www.cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight76.pdf

Clerc, Laurent, Alexis Derviz, Caterina Mendicino, Stephane Moyen, Kalin Nikolov, Livio Stracca, Javier Suarez, Alexandros P. Vardoulakis, 2014, Capital Regulation in a Macroeconomic Model with Three Layers of Default, forthcoming in the *International Journal of Central Banking*
(http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCYQFjAAahUKEwjn6JKTWIfGAhWIWROKHxoSAIQ&url=http%3A%2F%2Fwww.cepr.org%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2FSuarez%2520-%25203D_revised.pdf&ei=JGx5VefGMYizUfqkgKAI&usq=AFOjCNEftpj-B4daR9ISZybHnoOSZfEtO&cad=rja)

Cohen, B. H. and M. Scatigna (2014); “Banks and capital requirements: channels of adjustment”, BIS Working Paper 443, March. <http://www.bis.org/publ/work443.pdf>

Corbae, D., and P D'Erasmus, 2014, Capital Requirements in a Quantitative Model of Banking Industry Dynamics, mimeo, <http://www.ridge.uy/wp-content/uploads/2014/10/DERASMO.pdf>

De Nicolò Gianni, Andrea Gamba, and Marcella Lucchetta, 2012, Microprudential Regulation in a dynamic model of banking, *Review of Financial Studies*, Vol. 27, 7, 2097-2138 <http://rfs.oxfordjournals.org/content/27/7/2097.full.pdf+html?sid=5b74f5f3-397f-42fe-8a1b-48fdcff76a4e>

Gersbach, Hans, Jean-Charles Rochet, and Martin Scheffel, 2015, Taking Banks to Solow, http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=10439#

Martinez-Miera, D. and J. Suarez (2014). Banks' endogenous systemic risk taking. Working paper. <http://www.cemfi.es/~suarez/mmiera-suarez2014.pdf>

Mesonnier, Jean-Stephane, and Allen Monks, 2014, Did the EBA capital exercise cause a credit crunch in Euro area?, Banque de France Working Paper No. 491., <https://www.banque-france.fr/en/economics-statistics/research/working-paper-series/document/491-1.html>

Nguyen, Thien Tung, 2014, Capital Requirements: A Quantitative Analysis, mimeo, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2356043

Rochet, Jean-Charles, 2014, “The extra cost of Swiss banking Regulation”, Swiss Finance Institute White Paper, February http://www.swissfinanceinstitute.ch/the_extra_cost_cost_of_swiss_banking_regulation.pdf

ANNEXE 7 –
PROPOSITION DE FONDS EUROPÉEN D'ÉPARGNE
ET D'INVESTISSEMENT (ESIF)

PROPOSITION DE FONDS EUROPÉEN D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT (ESIF²⁵ /FEEI)



*Edmond Alphandéry, Jacques de Larosière, Olivier Garnier, Daniel Gros, Thomas Mayer
(Proposition initialement formulée en mars 2014)*

1. Tout au long de sa première décennie d'existence, la zone euro avait enregistré une balance courante à peu près à l'équilibre : les larges surplus de l'Allemagne et des Pays Bas avaient alors été compensés par les déficits des autres économies. En outre, les flux de capitaux allant des pays du « cœur » de la zone vers ceux de la « périphérie » avaient principalement pris la forme d'investissements en obligations (publiques et privées) et de prêts interbancaires, plutôt que d'investissements directs ou en actions. Lorsque la crise de la dette a débuté en Grèce en 2010, les flux de capitaux privés ont subitement cessé de financer la dette externe des pays en déficit, et les créanciers publics (États de la zone euro, BCE, FMI) ont dû prendre le relais pour assurer la sauvegarde du système. Toutefois, les financements publics transfrontaliers étant plus restreints et soumis à des conditions sévères, les pays de la périphérie ont été contraints de prendre des mesures pour éliminer rapidement leurs déficits. L'Allemagne et les Pays-Bas ayant continué d'accumuler de larges excédents externes (mais cette fois-ci vis-à-vis du reste du monde), la zone euro affiche depuis lors un surplus record de sa balance courante (de plus de 300Mds€, soit plus de 3% du PIB), qui dépasse même en valeur absolue celui de la Chine.

2. Aujourd'hui, la zone euro dans son ensemble souffre à la fois d'un surplus d'épargne et d'un déficit d'investissement. L'épargne et l'investissement sont de surcroît inégalement répartis entre les pays-membres de la zone euro. Les surplus structurels d'épargne se situent au « nord » (avec des taux d'épargne nationale supérieurs à 25% du PIB). Au contraire, c'est désormais dans le « sud » que les déficits d'investissement sont les plus importants, du fait de la chute des taux d'investissement survenue depuis la crise et du besoin d'y redresser le potentiel de croissance.

3. Ce déséquilibre géographique se double aujourd'hui d'une inadéquation entre la composition de l'épargne et celle des besoins à financer. D'un côté, les épargnants du « nord » conservent une préférence marquée pour investir directement ou indirectement dans des instruments de dettes ; de l'autre, les entreprises et les banques du « sud » ont d'abord et avant tout besoin de financements en fonds propres, leur endettement étant encore excessif. En particulier, la demande pour des placements en dettes est très importante en Allemagne, c'est-à-dire dans le pays où se trouve le plus gros surplus d'épargne. De fait, les épargnants allemands ont une aversion prononcée aux investissements en actions, et ils continuent d'accumuler leur épargne sous la forme de dépôts bancaires, d'obligations du Trésor allemand et d'assurance-vie (à son tour principalement investie en titres de dettes), même si c'est avec une rémunération tombée aujourd'hui au voisinage de zéro (voire négative !). D'où un couple rendement-risque sous-optimal : bien qu'ils ne soient plus – directement ou indirectement – détenteurs de dettes périphériques en tant qu'épargnants, les ménages allemands restent exposés à ce risque en tant que contribuables.

4. Nous proposons la création d'un Fonds européen d'épargne et d'investissement (FEEI), dont la finalité serait d'utiliser les surplus d'épargne de la zone euro pour combler les déficits

²⁵ *European Savings Investment Fund.*

d'investissement en fonds propres. Le FEEI émettrait des instruments de dettes et placerait les fonds levés dans des investissements en fonds propres. Il offrirait ainsi aux épargnants les véhicules qu'ils demandent et aux entreprises – en particulier aux PME - les fonds propres dont elles ont besoin. Le FEEI viserait un rendement financier à long terme attractif pour un risque modéré, sur la base du principe suivant : la transformation de risques idiosyncratiques relativement élevés en un risque systémique plus faible grâce à une longue période de détention et une large diversification des investissements. De fait, un portefeuille d'actions bien diversifié produit, sur le long terme, un rendement supérieur (à risque donné) à celui d'un portefeuille d'obligations. Or le FEEI pourrait investir sur des durées plus longues et avec davantage de possibilités de diversification que ne peuvent le faire les épargnants individuels.

5. Le FEEI émettrait des bons d'épargne à très long terme, assortis d'une garantie de rendement réel minimal sous condition d'une période de détention suffisamment longue (de l'ordre de 1% à 1,5% par an hors inflation, pour un placement sur 20 ans). Différentes durées de détention pourraient être proposées en fonction de la date de départ à la retraite. Les retraits anticipés ne seraient pas possibles, sauf dans certaines circonstances exceptionnelles (et avec pénalités). La maturité moyenne de ces bons serait ainsi d'environ 20 ans. Le caractère attractif de ces bons d'épargne pourrait être renforcé en les rendant éligibles au régime fiscal couramment appliqué en matière d'épargne-retraite : les montants investis dans ces bons seraient déductibles du revenu imposable tandis que leur produits seraient taxés à la sortie, c'est-à-dire normalement au moment de la retraite.

6. Le FEEI investirait dans un portefeuille géographiquement diversifié et constitué d'actions cotées, d'actions non cotées ainsi que possiblement de dettes hybrides. Les investissements du FEEI pourraient notamment faciliter des processus de conversions de dettes en actions, y compris dans le secteur public.²⁶ Des réserves de cash seraient constituées en fonction du calendrier prévisionnel des remboursements, ainsi que d'éventuels retraits anticipés.

7. La collecte de l'épargne pourrait être centralisée au sein des banques publiques nationales (telles que KfW en Allemagne, la Caisse des dépôts en France, Cassa depositi e prestiti en Italie, ICO en Espagne,...). Ces institutions publiques garantiraient le rendement réel minimal et le remboursement des bons d'épargne (avec le soutien des Etats qui devraient les indemniser contre toute perte éventuelle liée au programme).²⁷ Elles seraient aussi en charge de sélectionner et contrôler les gérants privés d'actifs à qui les investissements seraient délégués. L'objectif du FEEI étant l'optimisation du rendement à niveau de risque fixé, les gérants devraient agir dans le seul intérêt financier du Fonds dans le cadre d'un mandat clairement défini. Les gérants – et les institutions publiques en charge de les superviser – devraient être protégés contre toute interférence politique dans leurs décisions d'investissement.

²⁶ Dans le secteur des administrations publiques, de telles conversions de dettes en actions peuvent se faire via des opérations de privatisations, si le produit des actifs cédés est affecté au désendettement public. L'existence du FEEI pourrait faciliter la mise sur le marché d'actifs publics.

²⁷ La protection sur le rendement réel minimal viendrait d'abord et surtout de la durée longue de détention et de la large diversification. La garantie des Etats resterait serait formelle et ne devrait pas avoir à être exercée en pratique, sauf occurrences très exceptionnelles. Il ne serait pas non plus nécessaire d'acheter de la protection sur le marché, ce qui serait inutilement coûteux.

ANNEXE 8 –
BIBLIOGRAPHIE DE QUELQUES DOCUMENTS DE
RÉFÉRENCE EN LANGUE FRANÇAISE

BIBLIOGRAPHIE DE QUELQUES DOCUMENTS DE RÉFÉRENCE EN LANGUE FRANÇAISE

- « [Rapport Larosière](#) », Groupe de haut niveau sur la régulation financière en Europe, Bruxelles 2009
- « [Rapport Gallois](#) », Pacte pour la compétitivité de l'industrie française, 2012
- « [Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire](#) », rapport n°104 du CAE, décembre 2012
- « [Le financement des TPE en France](#) », Observatoire du financement des entreprises, juin 2014
- « [Le financement des entreprises industrielles](#) », Conseil national de l'industrie, rapport du groupe de travail présidé par Jeanne-Marie Prost, novembre 2014
- « [Financement de l'économie : de nouveaux canaux pour la croissance](#) », Revue de la stabilité financière, Banque de France, avril 2015
- [Premier rapport](#) du Haut Conseil de stabilité financière, juin 2015
- [Note de conjoncture](#) de l'INSEE, juin 2015

Sur l'Union des marchés de capitaux

- [Livre vert](#) de la Commission européenne, février 2015
- « [Rapport Demarigny](#) » : 25 recommandations pour une Union des marchés de capitaux axée sur l'investissement et le financement, mai 2015.
- [Discours du Ministre](#) des Finances à Paris-Europlace, prononcé par Claire Waysand, juillet 2015