



**Les Rencontres du financement de l'économie  
Paris - 26 mars 2019**

Intervention de Denis Beau,  
Premier sous-gouverneur

**Opportunités et risques d'un financement de l'économie en mutation**

Mesdames, messieurs, je suis très heureux d'introduire ces 6<sup>èmes</sup> rencontres du financement de l'économie. En toile de fond à vos échanges je voudrais concentrer mes remarques sur les mutations en cours du financement de l'économie française et européenne et les opportunités et les risques qui les accompagnent, du point de vue d'une banque centrale, la Banque de France, et d'un superviseur, l'ACPR, chargés de veiller à la stabilité de notre système financier et de contribuer ainsi à un financement résilient aux chocs et sain de la croissance. Trois raisons confèrent une forte actualité à cette préoccupation d'un financement de la croissance solide et efficace :

- les risques qui pèsent à la baisse sur les perspectives d'expansion de la zone euro se sont amplifiés au cours des derniers mois,
- la révolution numérique a commencé à se déployer largement au sein de nos économies, source d'opportunités et de gains mais aussi de menaces pour ceux qui ne sauraient pas s'adapter,
- l'importance du crédit bancaire qui en France, représente **[Planche 1]** 60 % de l'endettement des entreprises. Les 40 % restants proviennent de financements de marché qui sont l'apanage des seules grandes entreprises. Cette situation n'est pas propre à la France. Elle est assez générale en Europe en opposition avec celle qui prévaut aux États-Unis.

D'ores et déjà, plusieurs facteurs, comme la recherche de rendement suscitée par un environnement de taux d'intérêt bas, les nouvelles contraintes réglementaires qui pèsent sur le système bancaire, et la digitalisation, modifient la façon dont les financements sont conçus, produits, distribués et gérés. **Cette transformation conduit à une structure de financement de nos économies plus diversifiée. Cette diversification est-elle opportune ? Cette diversification est-elle suffisante ?**

#### **I. Une diversification opportune des financements pour accélérer la croissance et l'innovation, qui doit continuer à être soutenue**

Ma réponse à la première question est oui, car une trop forte dépendance au financement bancaire peut constituer pour le développement des entreprises une source de vulnérabilité en cas de choc affectant le système bancaire. **Le rythme assez lent de développement de cette diversification montre toutefois qu'elle n'est pas si simple à réaliser, et qu'il convient de continuer à l'encourager.**

A. À court terme, il convient de poursuivre les efforts d'adaptation du cadre réglementaire et de standardisation des financements alternatifs au crédit bancaire déjà engagés

Pour soutenir le développement de financements alternatifs au crédit bancaire un effort significatif d'adaptation du cadre réglementaire a été mené par les autorités publiques au cours des dernières années. Cet effort doit être poursuivi et accompagné par les acteurs privés d'un effort parallèle de standardisation du marché.

Ainsi, depuis 2017, l'Union européenne dispose de nouvelles règles permettant le développement d'une titrisation saine, c'est-à-dire simple, transparente et standardisée pour libérer le bilan des banques et favoriser ainsi l'émission de nouveaux prêts, tout en offrant une exposition sur les marchés obligataires à des emprunteurs qui n'y ont généralement pas accès, telles les PME. Le potentiel de développement est significatif : dans la zone euro, les émissions d'ABS et de MBS sur le marché sont aujourd'hui trois fois moindre qu'elles ne l'étaient qu'avant la crise de 2008<sup>1</sup>.

D'autres actions concernent des supports d'investissement qui permettent aux entreprises de bénéficier de ressources provenant d'investisseurs prêts à prendre davantage de risques. Par exemple, les placements privés en euro (EuroPP), dotés depuis 2015 d'une charte, constituent désormais une offre complémentaire à celles des USPP aux États-Unis et des *Schuldscheine* en Allemagne. Les montants émis par des sociétés françaises ont atteint 2,28 milliards d'euros en 2018<sup>2</sup>, mais sont en recul depuis le pic de 2015 (4,3 milliards d'euros), faute d'offrir des conditions de taux suffisamment attractives. Il importe donc que les professionnels de la Place poursuivent leur effort de promotion de ce type de placement et accentuent leurs actions en faveur d'une standardisation du marché.

En revanche, le développement des plateformes de financement participatif (*crowdfunding*), bien que modeste est bien orienté en France, même si le modèle économique de ces plateformes n'a pas encore trouvé son point d'équilibre, avec + 20 % de fonds collectés en 2018, à 402 millions d'euros<sup>3</sup>, et un nombre croissant de projets financés. Ce développement a bénéficié du cadre réglementaire du financement participatif mis en place en 2014 et actualisé en 2016. Ce cadre français devrait encore s'assouplir avec la Loi PACTE. À terme un projet de règlement européen en cours de négociation pourrait partiellement substituer au cadre français un statut européen harmonisé et favoriser ainsi le développement des opérations transfrontières.

---

<sup>1</sup> Source : Dealogic

<sup>2</sup> Source : Société Générale

<sup>3</sup> Source : Baromètre du crowdfunding en France 2018, Financement Participatif France et KPMG

Quant aux *Initial Coin Offerings* (ICO), qui permettent aux start-up de lever des fonds en crypto-actifs très rapidement, leurs flux en France sont encore embryonnaires (71,7 millions d'euros durant les trois premiers trimestres de 2018, soit 0,5 % du total mondial) mais sont en plein essor (4 fois plus qu'en 2017)<sup>4</sup>. Le cadre législatif, en préparation, offrira des repères précieux aux investisseurs, et sera susceptible de renforcer leur confiance dans les mécanismes associés aux crypto-actifs et donc d'en favoriser le développement.

B. À plus long terme, l'objectif doit être le renforcement des fonds propres pour financer l'innovation

Dans une économie proche de la « frontière technologique », comme c'est le cas en France, la clé de la croissance réside dans l'innovation des entreprises, et donc dans le financement par fonds propres sur le long terme : l'innovation étant plus risquée, son financement doit en effet rapporter davantage.

Mais en France, l'épargne des ménages est modestement investie sur des produits de fonds propres, ce qui se reflète dans le financement des entreprises. **[Planche 2]**. Le contraste est grand entre les États-Unis, où les fonds propres des entreprises représentent 122 % du PIB, et la France où le ratio n'est que de 77 %. De ce point de vue, la France ne se distingue pas du reste de la zone euro hors Allemagne (80 %).

Quelles sont les solutions ?

Au plan national, le projet de loi PACTE propose certaines avancées en matière d'assurance-vie, qui est de loin le premier placement financier des Français (1 700 milliards d'euros d'encours à fin 2018), en particulier pour relancer le fonds euro-croissance en le rendant plus simple et plus lisible pour les épargnants et pour augmenter les investissements des assureurs dans le financement de l'innovation. Les autorités françaises sont également très attentives à ce que la revue en cours de la directive Solvabilité 2 soit favorable à l'investissement à long terme des assureurs dans les actions.

Au plan européen **[Planche 3]**, il nous faut construire une véritable « Union de financement pour l'investissement et l'innovation » pour mieux mobiliser nos ressources – une épargne excédentaire de 345 milliards d'euros dans la zone euro<sup>5</sup> – au service des fonds propres et de l'innovation. Cette Union de financement doit rassembler et amplifier les initiatives existantes, l'Union des marchés de capitaux, l'Union bancaire et le plan d'investissement Juncker.

---

<sup>4</sup> Source : Autorité des marchés financiers

<sup>5</sup> Excédent du compte des transactions courantes sur la période de douze mois cumulés s'achevant en janvier 2019 (source : BCE)

J'en viens maintenant à la réponse à ma seconde question : la diversification engagée des sources de financement est-elle suffisante ? De mon point de vue, la réponse est non car la diversification s'accompagne de risques qu'il est nécessaire de bien maîtriser.

**II. Diversifier les sources de financement est une entreprise complexe dont le succès nécessite de maîtriser tous les risques classiques ou nouveaux auxquels font face les intermédiaires**

**A. En premier lieu, il y a les risques liés à la dette du secteur privé qui croît un peu trop vite**

L'endettement de nos entreprises s'accroît beaucoup plus vite que chez nos voisins **[Planche 4]**. Nous sommes maintenant significativement au-dessus de la moyenne de la zone euro. La question de la soutenabilité de cet endettement, et de l'impact d'un choc à la hausse sur les taux d'intérêt ou à la baisse sur l'activité, se pose. Ce d'autant plus que le contexte macroéconomique s'annonce plus incertain (tensions commerciales, budget italien, *brexit*, gilets jaunes).

Face à cette situation, il était indispensable d'éviter une course sans limite à l'endettement. Le Haut Conseil de Stabilité Financière, sous la présidence du ministre Bruno Le Maire, a ainsi décidé en décembre 2017 d'abaisser à 5 % de leurs fonds propres le plafond des expositions des principales banques sur les grandes entreprises les plus endettées. Il a aussi décidé d'augmenter le taux du coussin de fonds propres contracyclique des banques françaises, de 0,25 % en juin 2018 puis à nouveau de 0,25 % en mars 2020. Ce coussin contracyclique, exprimé en pourcentage des fonds propres de base et appliqué aux expositions françaises, vise à permettre aux banques de se constituer une réserve de capital pour préserver leur capacité d'offre de crédit en cas de retournement du cycle financier, le coussin étant alors relâché avec application immédiate.

Toutefois, ces instruments contraignants ne s'appliquent qu'aux banques, alors que l'on peut observer un rôle croissant de l'intermédiation non bancaire dans le financement de l'économie. Selon les statistiques de la BCE, les dépôts et les prêts des fonds d'investissement de la zone euro ont triplé depuis 2011. Il convient donc de faire évoluer la politique macroprudentielle pour mieux appréhender cette nouvelle dimension. Le HCSF s'est résolument engagé dans cette voie. Il dispose des pouvoirs pour lui permettre d'intervenir au-delà du secteur bancaire et a commencé à travailler à l'élaboration de tests de résistance couvrant l'ensemble des secteurs.

B. Parallèlement, de nouveaux risques plus structurels émergent également, induits par la digitalisation et le réchauffement climatique

La digitalisation d'abord donne une dimension systémique au risque cyber. En effet, la démultiplication des usages numériques contribue à la propagation du risque cyber et l'amplifie, via les liens entre les institutions financières, mais aussi entre celles-ci et leurs prestataires de services. Le fait que certains de ces prestataires soient des *Fintechs* et des *Bigtechs*, non réglementés et peu substituables, est un facteur de vulnérabilité supplémentaire.

Pour y faire face, il faut résister à la tentation du *bunker*, qui est une impasse et, au contraire, imaginer un dispositif de sécurité où celle-ci se conjugue à l'ouverture et à l'innovation. C'est dans cet esprit qu'à la Banque de France et à l'ACPR nous travaillons avec les autres superviseurs de l'Eurosystème, en faisant en sorte que les entités que nous contrôlons prennent en charge le risque cyber et en déployant un programme complet de protection des infrastructures que nous exploitons. La cyber-sécurité est l'une des grandes priorités de la présidence française du G7 en 2019. Dans ce cadre plus large, la Banque de France apporte aussi sa contribution en coordonnant la préparation et la réalisation d'un test de cyber-résilience du secteur financier mondial.

Quant aux risques liés au changement climatique, ils ne peuvent plus être ignorés. Les risques physiques – correspondant à la hausse de la fréquence et de la gravité des phénomènes météorologiques extrêmes – constituent évidemment les plus visibles et les plus immédiats pour le secteur financier. Les risques de transition – liés à l'ajustement vers une économie à faible émission de carbone – sont à plus long terme et de ce fait moins visibles. Pour mieux les évaluer, nous avons besoin à la fois de mesurer des expositions et de réaliser des tests de résistance prospectifs.

Il nous faut également développer les immenses opportunités associées au financement de la transition vers une économie à faible émission de carbone **[Planche 5]** – il s'agit de trouver près de 90 trillions de dollars d'ici 2030 –, tout en prévenant le risque d'éco-blanchiment (*greenwashing*). Un beau programme de travail pour le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS), lancé par la Banque de France en décembre 2017 et qui compte aujourd'hui près de 40 participants ou entités sur le point d'adhérer.

Pour conclure et résumer mon propos, la diversification engagée des sources de financement est la promesse d'un renforcement de la capacité du système financier à accompagner l'innovation et une croissance économique durable, dès lors que cette diversification demeure encouragée et ses risques bien maîtrisés.

Face à cette promesse, la lenteur des évolutions observées, les progrès pour l'instant modestes vers une union des marchés de capitaux, la complexité des enjeux de la digitalisation et de la finance verte doivent nous inciter à continuer d'agir avec détermination, patience et persévérance. Chemin faisant nous pourrions trouver soutien et réconfort dans cette citation de l'ancien président de la République tchèque, Vaclav Havel : « L'espoir, ce n'est pas la conviction qu'une chose aura une issue favorable, mais la certitude que cette chose a un sens, quoi qu'il advienne. ».

Je vous remercie de votre attention.