



ECOLE D'ECONOMIE DE PARIS
PARIS SCHOOL OF ECONOMICS

ProF-En-EcoS

*Programme de Formations
des Enseignants d'Economie du Secondaire et du Supérieur
(Labex OSE)*

Le financement de l'économie

Jézabel Couppey-Soubeyran

PSE – Université Paris 1

Journée PAF, académie de Versailles

Plan de la présentation

1. Financement : notions clés
2. Le mythe de la désintermédiation
3. Un développement incontrôlé du crédit
4. Un lien rompu entre finance et croissance
5. Le renforcement nécessaire des règles prudentielles

1. Notions clés

- autofinancement / financement externe
- capacité / besoin de financement externes
- financement direct / financement indirect

Autofinancement (ou financement interne)

Activité productive + détention de titres financiers, d'immeubles et de terrains



= revenus primaires



distribution secondaire (cot. sociales, impôts, presta. sociales ...)



= RDB



- Dépense de consommation



= EB



- FBCF

Auto-financement = partie de la dépense d'investissement financée par l'épargne brute

Financement externe = partie de la dépense d'investissement qui a nécessité un financement par un tiers

Cf. séquence comptes non financiers des secteurs institutionnels, site web INSEE



Institut national de la statistique
et des études économiques
Mesurer pour comprendre

Mobile | Actualités | Agendas | Contactez-nous | Aide | FAQ | Liens | English | Home page

Chercher sur le site 

[Accueil](#) [Thèmes](#) [Bases de données](#) [Publications et services](#) [Régions](#) [Définitions et méthodes](#) [Accès par public](#) [L'Insee et la statistique publique](#)

Thèmes

- Agriculture
- Commerce
- ▼ Comptes nationaux - Finances publiques
 - PIB et grands agrégats économiques
 - Revenu, pouvoir d'achat et consommation des ménages
 - Finances publiques
 - Entreprises non - financières
 - Comptes nationaux trimestriels
 - ↳ Comptes nationaux annuels
- Conditions de vie - Société
- Conjoncture
- Économie
- Enseignement - Éducation
- Entreprises
- Industrie - IAA - Construction

[Accueil](#) > [Thèmes](#) > [Comptes nat...](#) > [Comptes nat...](#) > [Secteurs in...](#) > [Entreprises...](#) > 7.101 - Compte des sociétés non financières (S11) (En milliards d'euros)

7.101 - Compte des sociétés non financières (S11) (En milliards d'euros)

:: Téléchargement

 [Télécharger la série longue](#)

Mise à jour le 12 septembre 2013

7.101 Compte des sociétés non financières (S11)

Milliards d'euros

	Intitulés	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Compte de production							
	Ressources							
P1	Production au prix de base	2 289,2	2 425,1	2 507,8	2 316,3	2 415,8	2 548,7	2 564,8
P11	dont : Production marchande	2 260,2	2 393,6	2 475,4	2 285,4	2 384,1	2 516,2	2 532,1
P12	Production pour emploi final propre	29,0	31,4	32,4	31,0	31,7	32,5	32,7
	Emplois							
P2	Consommation intermédiaire	1 377,2	1 459,2	1 512,7	1 362,3	1 440,0	1 542,1	1 546,5
B1	Valeur ajoutée brute	912,1	965,8	995,1	954,0	975,8	1 006,5	1 018,3
	Compte d'exploitation							
	Ressources							

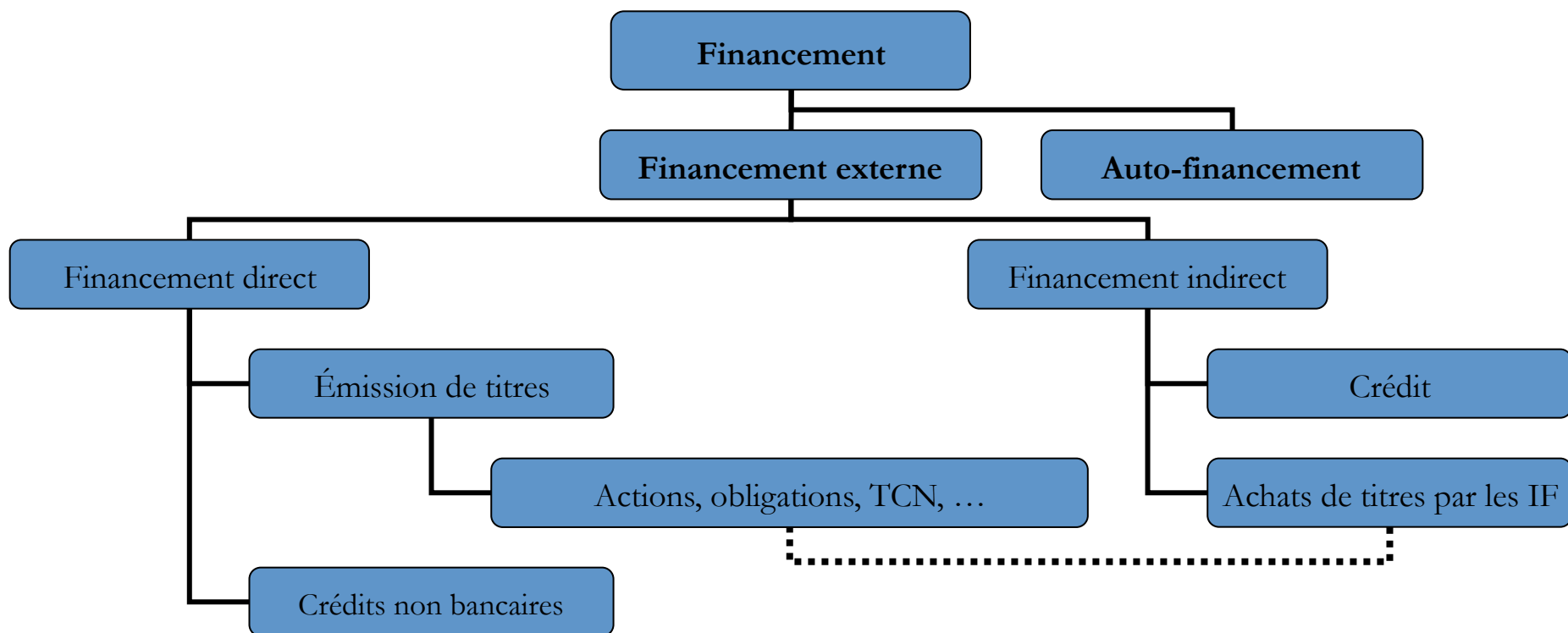
capacité / besoin de financement externe

- $EB > FBCF \rightarrow$ **capacité de financement** :
globalement le cas, chaque année, des ménages
(même si les ménages peuvent également avoir recours individuellement au financement externe)
- $EB < FBCF \rightarrow$ **besoin de financement** (externe) :
globalement le cas, chaque année, des entreprises ($\Leftrightarrow$ ampleur de leur FBCF) et des administrations publiques ($\Leftrightarrow$ faiblesse de leur EB $\Leftrightarrow$ ampleur des dépenses publiques)

financement direct / financement indirect

- C'est au sein du système financier que s'organise la rencontre entre les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement
- Cette rencontre peut se faire selon **deux modalités** :
 - **Directe** : émission de titres sur un marché
 - **Indirecte** ou **intermédiée** : un intermédiaire financier (banque) s'interpose entre les deux
- Financements externes en dehors du système financier : crédits interentreprises

Le schéma du financement



Une frontière de plus en plus floue entre financements directs et financement indirects

- Les financements directs sont des financements de marché (titres)
- Les financements indirects font intervenir des intermédiaires financiers
- Mais les intermédiaires financiers achètent aussi des titres
- Achat de titres par les IF = « financements de marché intermédiés »
- La distinction finance directe / finance indirecte a perdu de son sens.

Un clivage persistant dans la littérature économique

- Là où prédomine la finance directe →
« systèmes orientés marchés »
- Là où prédomine la finance indirecte →
« systèmes orientés banques »
- Clivage « systèmes orientés marchés » /
« systèmes orientés banques » (Ross Levine)
reste très présent dans la littérature
- Plus pour des raisons analytiques
qu'empiriques

Système orienté banques

- Financement indirect
- Relations bilatérales entre ANF et IF grâce à l'info produite par les IF
- Risques mutualisés par les IF
- Forte concentration du capital des entreprises
- grandes banques universelles
- Exerçant un contrôle sur les entreprises

**Censé caractériser les
pays européens de
droit civil**

Système orienté marchés

- Financement direct
- Relations multilatérales entre ANF grâce à l'info des prix marché
- Transfert des risques
- Fragmentation du capital des entreprises (forte détention directe d'actions)
- banques étroites, spécialisées
- Règles de gouvernement d'entreprises & discipline de marché

**Censé caractériser les
pays anglo-saxons de
common law**

2. Le mythe de la désintermédiation

- La diminution du rôle des intermédiaires financiers, et surtout des banques, a souvent été présentée comme un phénomène moteur de la globalisation financière opérée à partir des années 1980.
- Ce processus a été désigné sous le terme de « désintermédiation financière » supposé décrire une diminution notable des financements intermédiés dans le total des financements des entreprises.

Empiriquement, le financement intermédié est demeuré prépondérant

- la part des financements intermédiés est restée assez stable en Europe : près de 70% en moyenne
- dans beaucoup de pays, la baisse des crédits a été en partie compensée par celles des titres achetés par les intermédiaires financiers

En % des financements externes des ANF (1994-2001)

- **Crédits**

- Allemagne : 62% → 56%
- Belgique : 31% → 25%
- Espagne : 42% → 44%
- France : 42% → 34%
- Suède : 41% → 38%
- R-U : 34% → 43%
- **Europe : 44% → 43%**

- **Titres achetés par les IF**

- Allemagne : 10% → 20%
- Belgique : 22% → 27%
- Espagne : 23% → 24%
- France : 22% → 29%
- Suède : 38% → 26%
- R-U : 27% → 31%
- **Europe : 23% → 25%**

Source : J. Couppey-Soubeyran & G. Capelle-Blancard, « Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant », *Economie et Statistiques* n°366, 2003

Attention aux effets de structure !

- La baisse des crédits concerne essentiellement les APU (pas les SNF)
 - La hausse des besoins de financement des APU a augmenté le poids des APU (et de leur comportement financier) dans les financements externes de l'ensemble des ANF
- **effets de structure** (changement dans la composition des FE) >> effets de variation pure (changement dans les comportements financiers de tous les agents)

La baisse des crédits concerne les administrations publiques mais pas les entreprises !

- **Crédits aux APU en % de leur FE**

- Allemagne : 40% → 35%
- Belgique : 20% → 11%
- Espagne : 22% → 14%
- France : 30% → 18%
- Suède : 10% → 15%
- R-U : 21% → 19%
- **Europe : 24% → 19%**

- **Crédits aux SNF en % de leur FE**

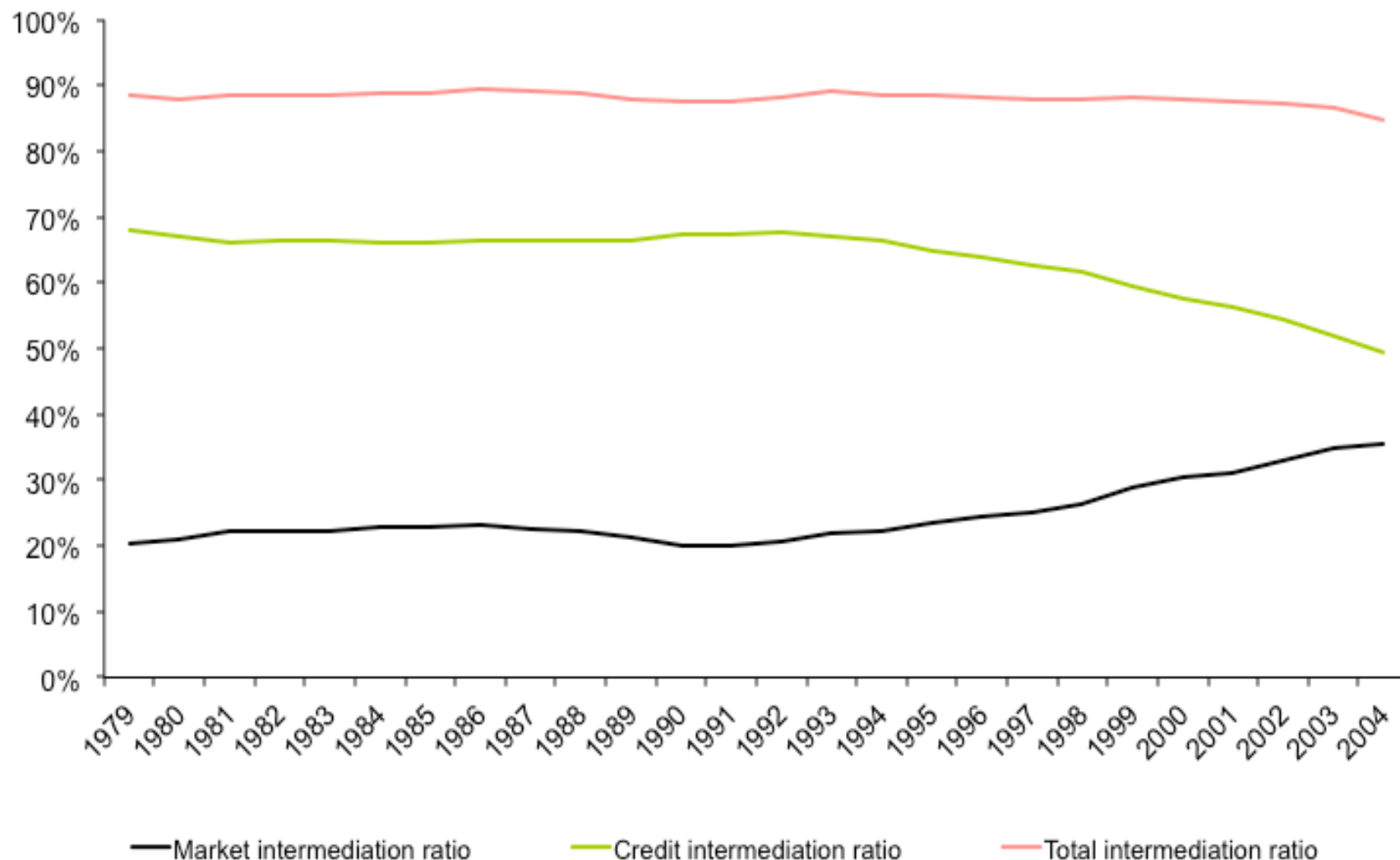
- Allemagne : 69% → 78%
- Belgique : 47% → 47%
- Espagne : 46% → 74%
- France : 44% → 44%
- Suède : 59% → 64%
- R-U : 28% → 57%
- **Europe : 49% → 61%**

Source : J. Couppey-Soubeyran & G. Capelle-Blancard, « Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant », *Economie et Statistiques* n°366, 2003

Le cas du Japon

« Effet de structure »

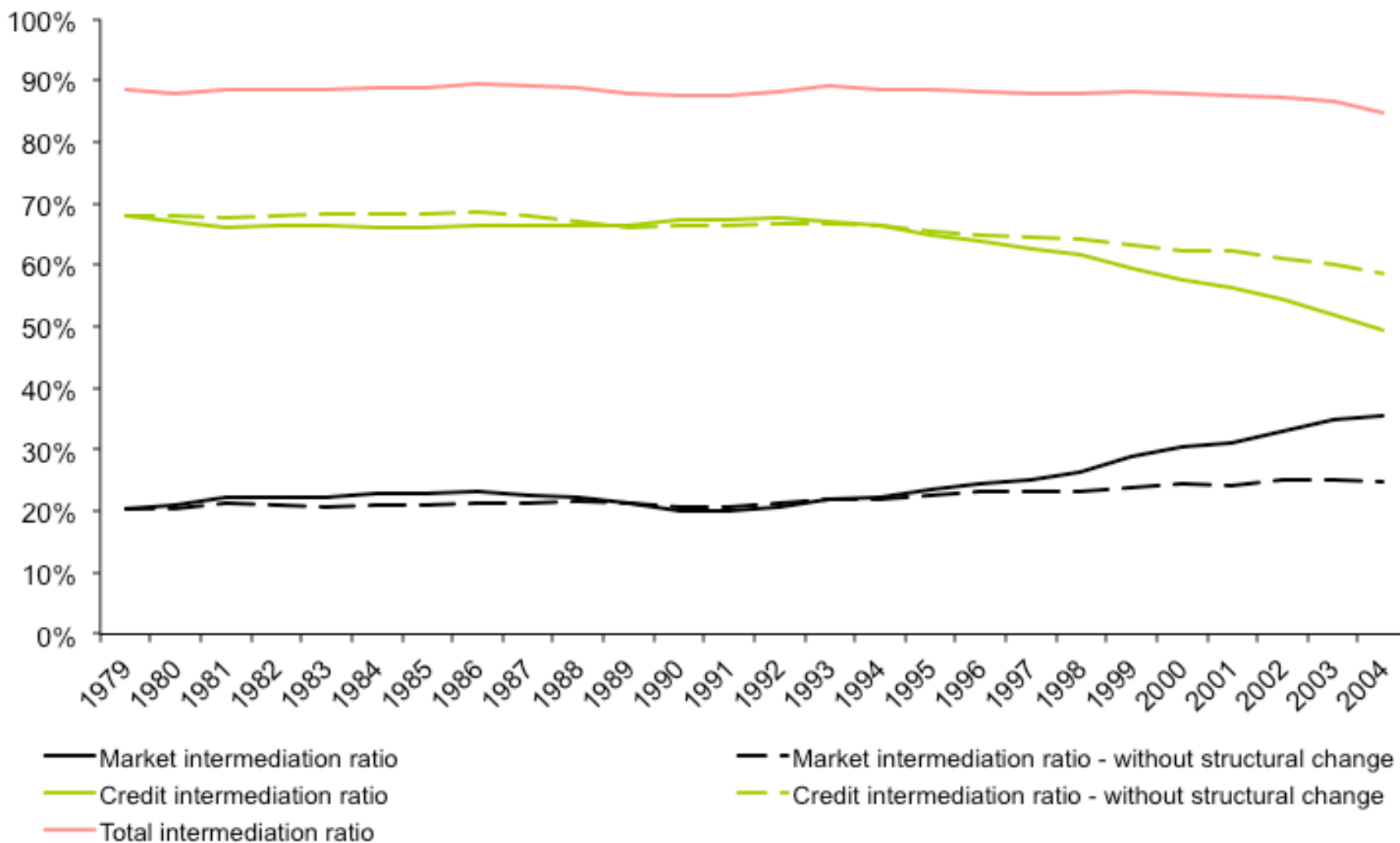
Japan and the World Economy
20 (2008) 40–60



Le cas du Japon

« Effet de structure »

Japan and the World Economy
20 (2008) 40–60



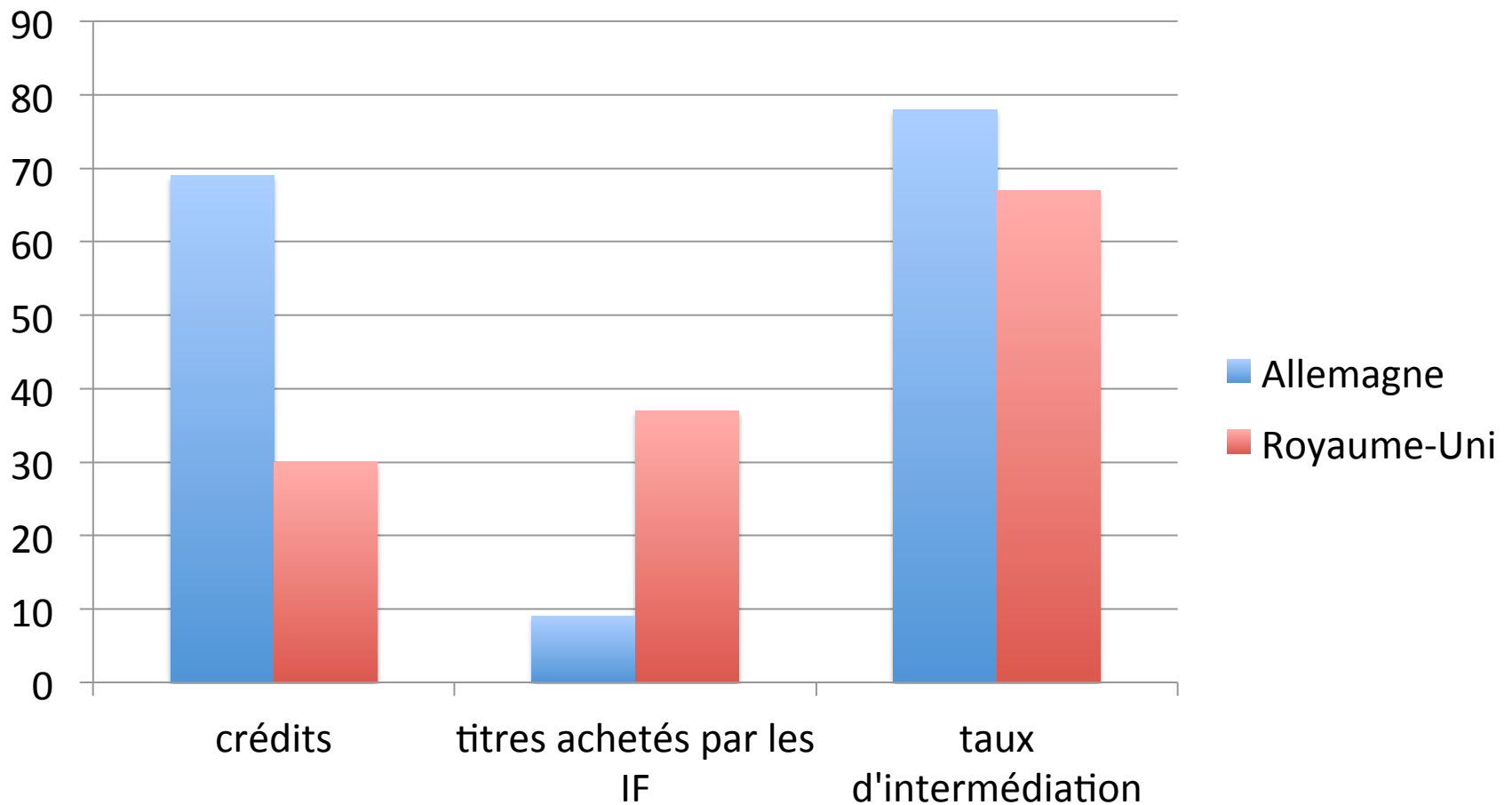
Attention aux effets de valorisation boursière !

- La part des financements intermédiés doit être évaluée **en encours mais en volume** pour corriger l'effet de la valorisation boursière
- Effet mécanique de la valorisation boursière souvent assimilé à tort à de la désintermédiation
- *Exemple* : évolution du taux d'intermédiation en France entre 1994 et 2001
 - Part des crédits
 - valeur (estimation biaisée) : 42% → 22%
 - volume : 42% → 34%
 - Part de l'ensemble des financements intermédiés
 - valeur (estimation biaisée) : 64% → 49%
 - volume : 64% → 62%

Pas de convergence des systèmes financiers vers une « orientation marché »

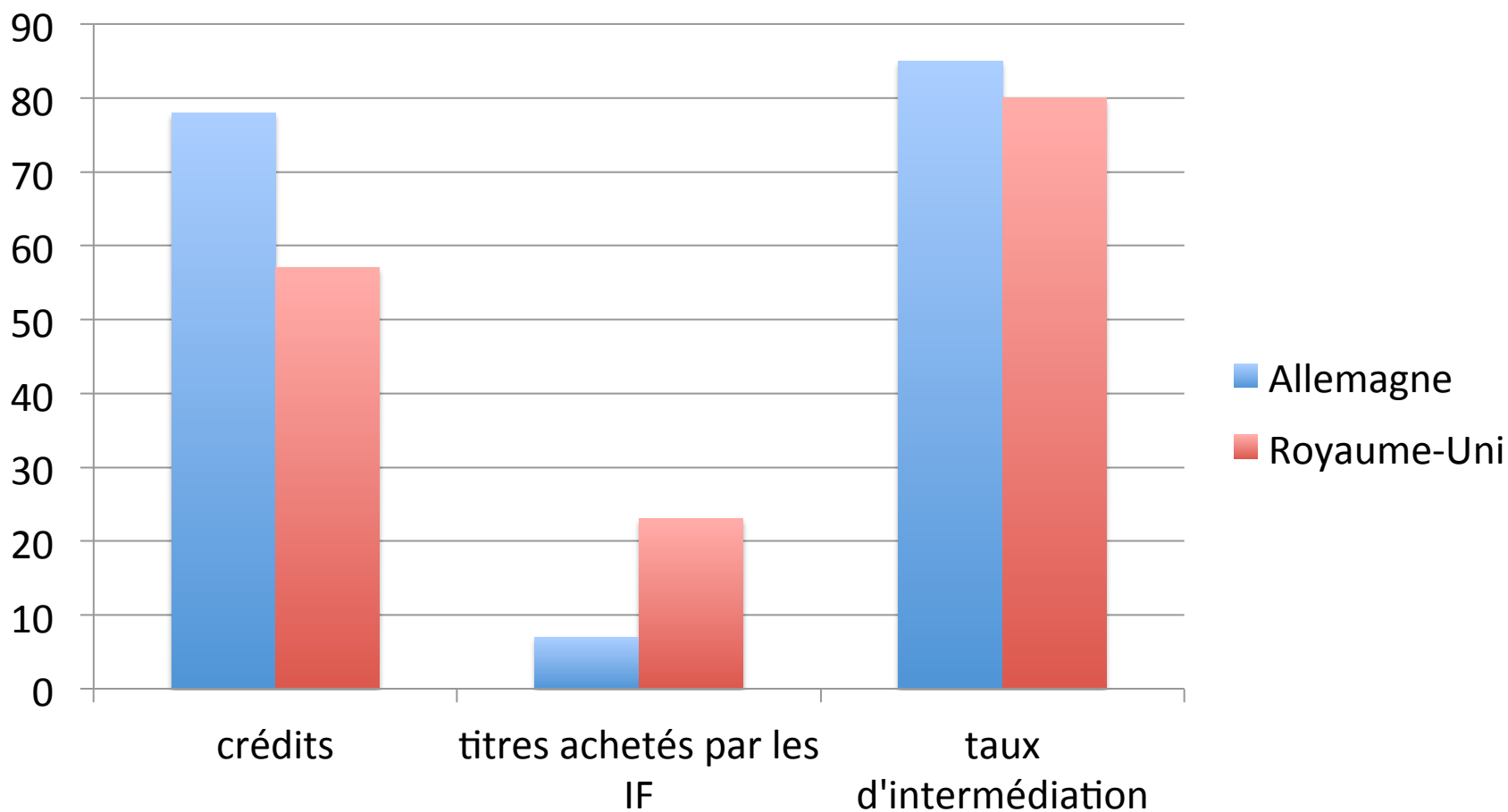
- Le clivage orientation banque / orientation marché est en réalité très peu discriminant
- Quand on compare les structures de financement par pays, les écarts tiennent bien plus aux modalités de l'intermédiation elle-même, qu'à celles des financements externes dans leur ensemble.
- Si convergence il y a, ce n'est pas vers moins d'intermédiation mais vers plus d'intermédiation de marché.

Structure du financement des entreprises : Allemagne/R.U (1995)

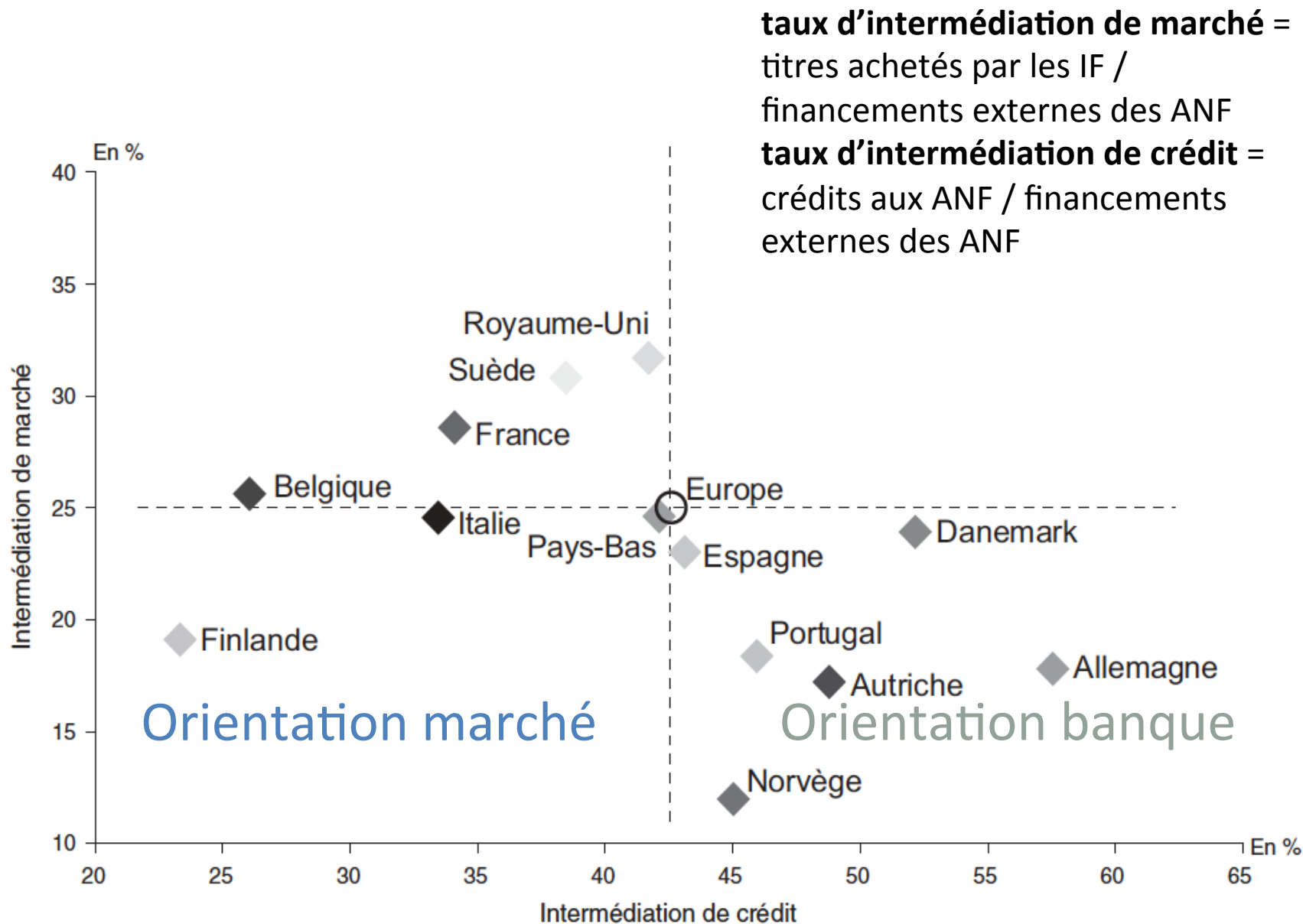


En % du financement externe des SNF

Structure du financement des entreprises : Allemagne/R.U (2001)



En % du financement externe des SNF



Pas de désintermédiation des placements non plus

- Les placements des ménages restent fortement intermédiés (assurance-vie, OPCVM, ...):
 - 70% aux USA, 80% en Allemagne, en France ou au R.U.
- Peu de détention directe de titres en France

Peu de détention directe de titres (actions)

**Tableau 6. - Détention d'actions par les ménages en France et aux États-Unis, 1995-2003
(en % de leur patrimoine financier)**

	Détention directe (*)		Détention indirecte (**)		Détention totale	
	France	États-Unis	France	États-Unis	France	États-Unis
1995	5,3	19,1	5,2	16,1	10,6	35,2
2000	5,8	22,9	11,5	22,4	17,4	45,3
2003	3,4	17,9	9,6	20,1	13,0	38,0

* Détention directe hors action non cotées.

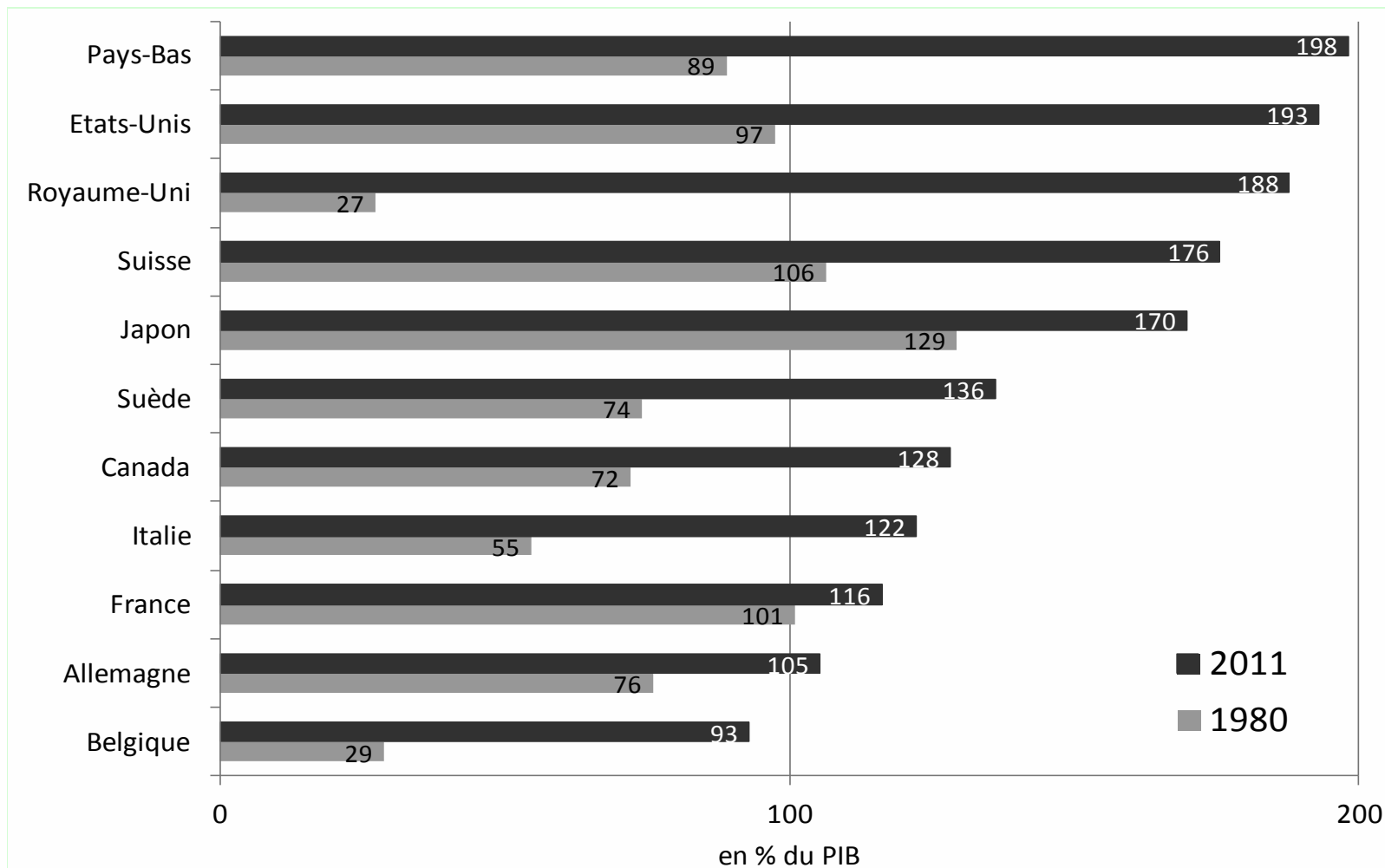
** Détention indirecte *via* les investisseurs institutionnels (OPCVM, FCPE, autres fonds d'investissement et assurances-vie en unités de compte pour la France ; fonds de pension, compagnies d'assurance, *Mutual funds* et autres supports collectifs pour les États-Unis).

Sources : Banque de France, FFSA, AMF, *Federal Reserve*. Tableau réalisé à partir de : « Les tendances du patrimoine financier des ménages français », *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers*, n° 13, avril 2005.

3. Un développement incontrôlé du crédit

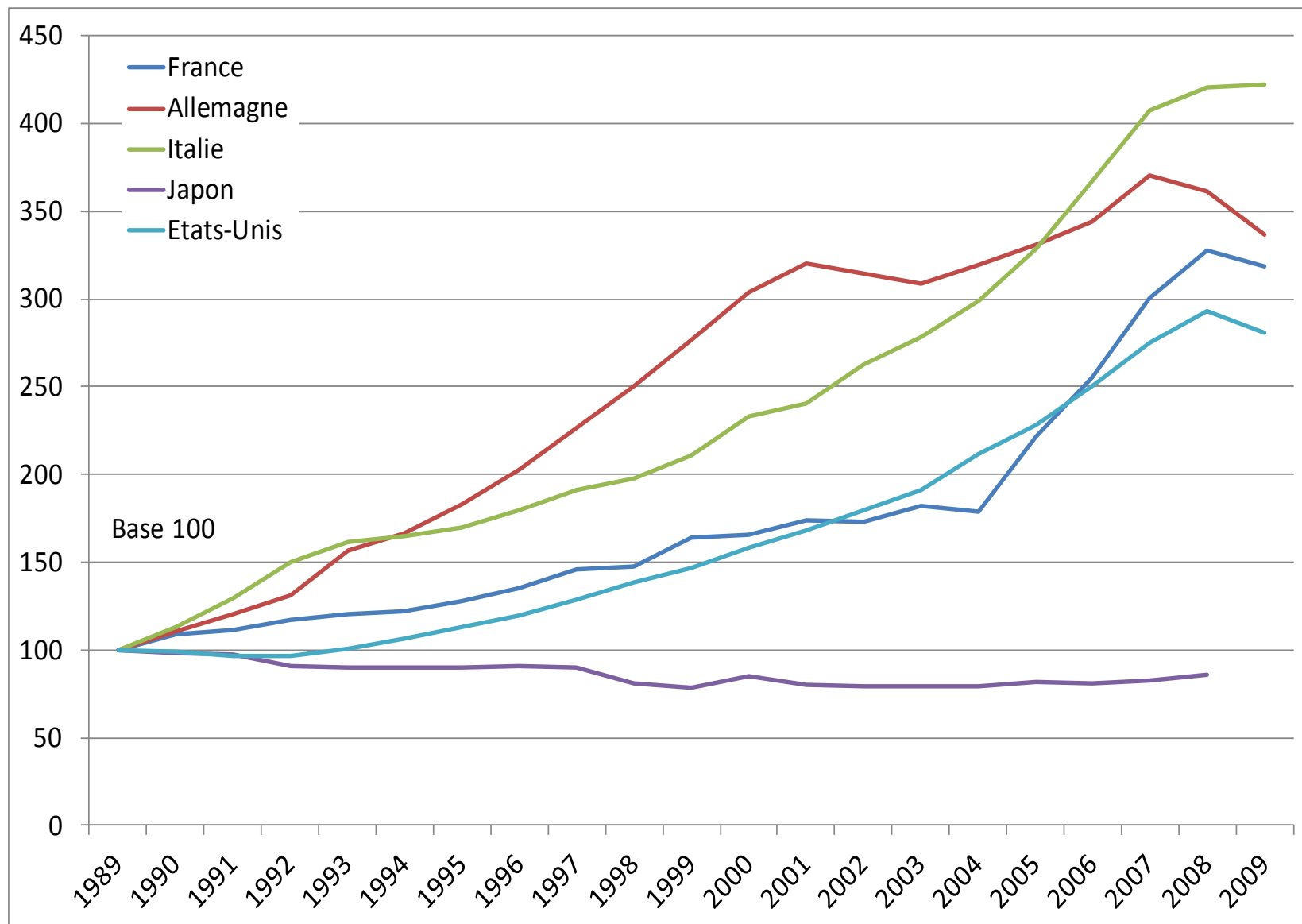
- Le crédit a progressé partout dans les pays de l'OCDE ...
- Atteignant un niveau qui dépasse largement le seuil que la littérature empirique considère comme un point de rupture dans la relation entre finance et croissance économique
- Mauvaise allocation du crédit
- Le canal du crédit est demeuré le principal vecteur de l'instabilité financière

Crédit au secteur privé



Source : Economie mondiale 2013, coll. Repères, La Découverte

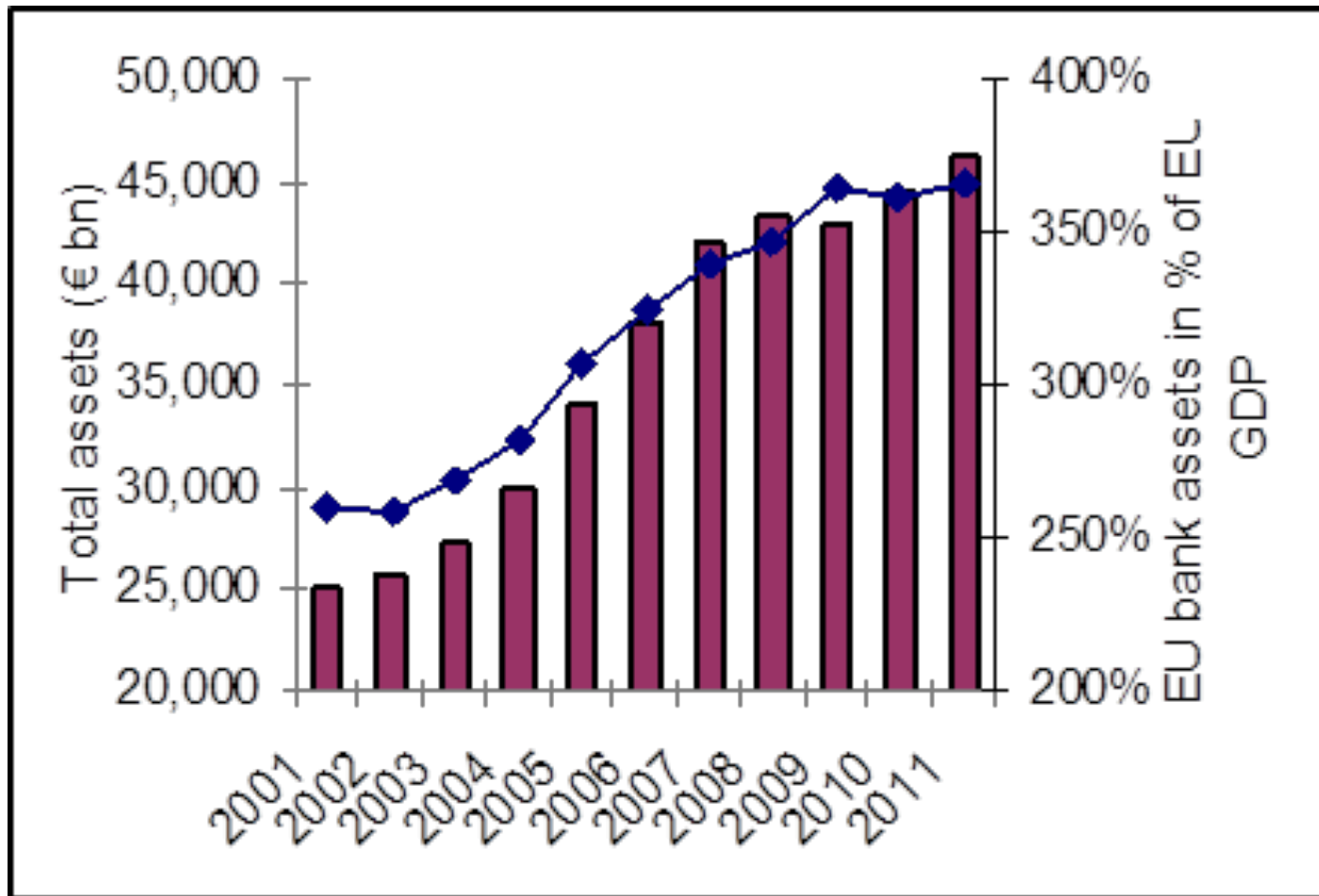
Evolution des actifs bancaires dans les principaux pays de l'OCDE



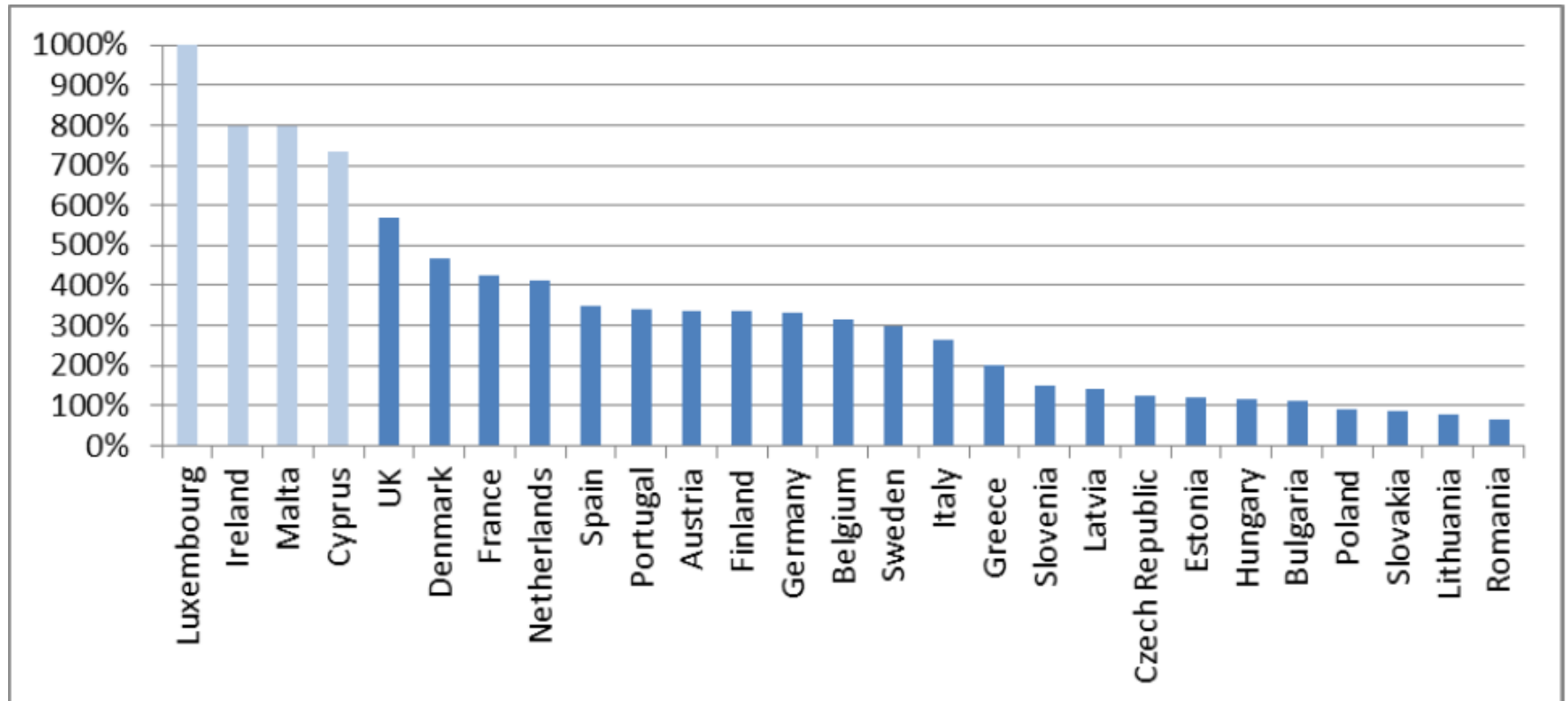
Source : Capelle-Blancard & Couppey-Soubeyran, CPO 2013.

Données : OCDE - Analyse du compte de résultat et du bilan. Note : les données ne sont pas disponibles pour le Royaume-Uni.

Une augmentation incontrôlée des bilans bancaires



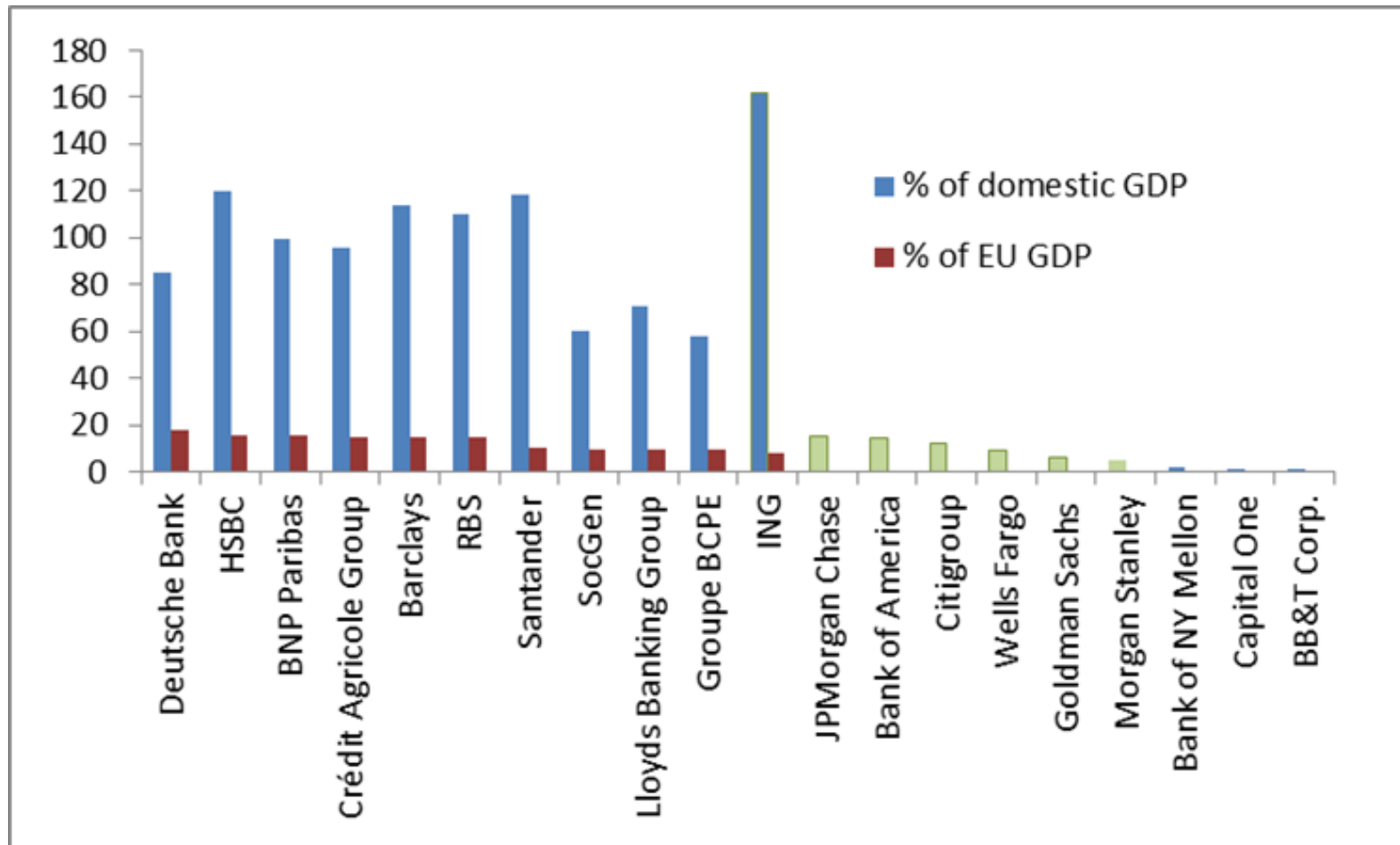
Le poids du secteur bancaire (en % du PIB, 2011)



Rapport Liikanen (2012)

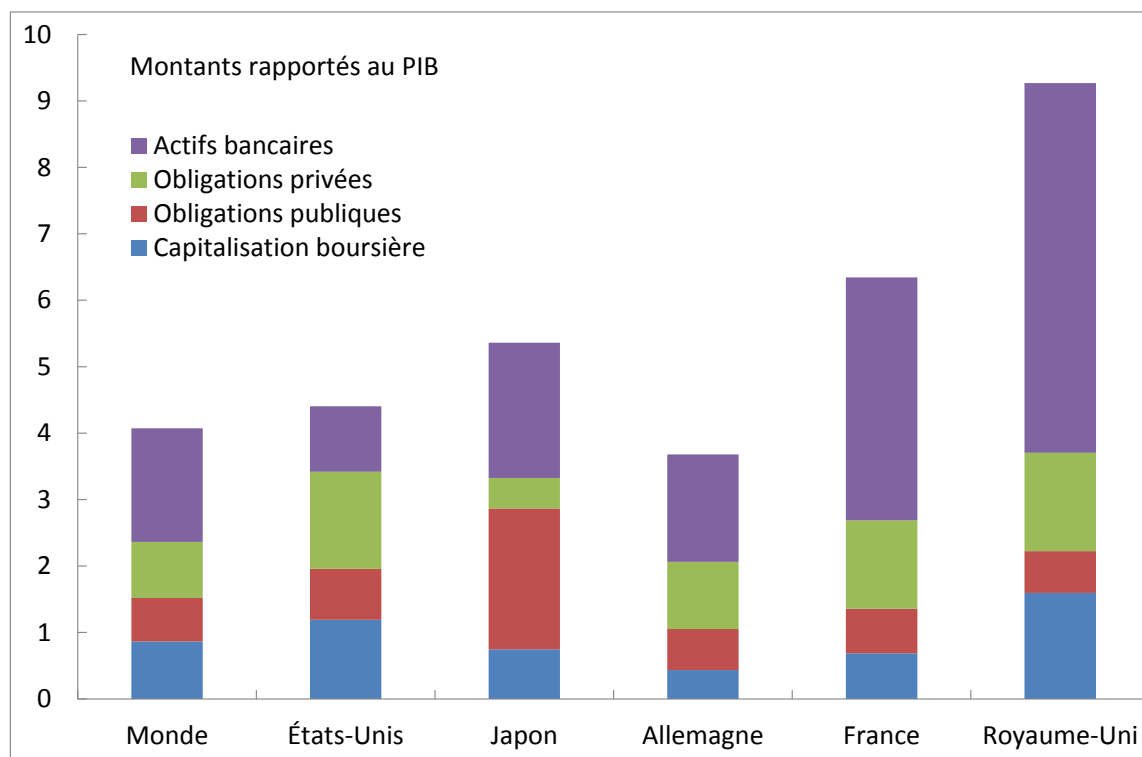
N.B: axe vertical coupé – Luxembourg = 2400% !

Actif total des groupes bancaires (UE & US, 2011 en % du PIB national)



Source : Rapport Liikanen (octobre 2012)

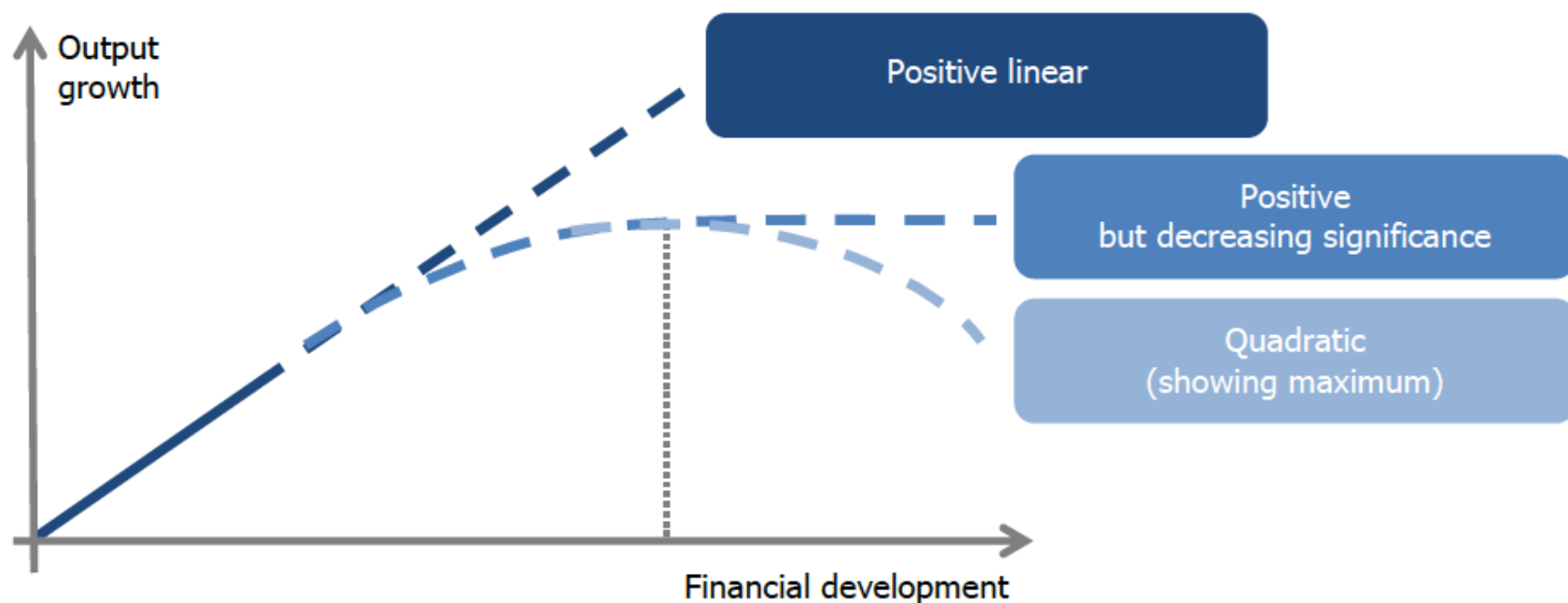
Le poids de la sphère financière



Source : Economie mondiale 2013, coll. Repères, La Découverte

4. Un lien rompu entre finance et croissance

Fig. 1-1 Problem definition



The financial sector and the economy: a pillar or a burden?, 2013, Suisse, secrétariat d'Etat à l'économie

Too much finance?

Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes, Ugo Panizza,
7 April 2011 (<http://www.voxeu.org/article/has-finance-gone-too-far>)

- Au cours des trente dernières années, le secteur financier US a cru six fois plus vite que le PIB
- Il existe un seuil au-delà duquel le secteur financier a un impact négatif sur la croissance : $\text{Credit} / \text{PIB} > 110\%$
- Toutes les économies avancées qui ont souffert de la crise avaient dépassé ce seuil
- Ils concluent en faveur du renforcement des normes de crédits (Bâle 3).

5. Le nécessaire renforcement des règles prudentielles

- Bâle 3 entre en application en Europe en 2014 :
 - Renforcement des fonds propres en qualité et en quantité : composante dure des FP de base renforcée (4% aujourd'hui, 7% en 2019) + coussin de conservation de 2,5% + coussin contracyclique → le ratio réglementaire pourra atteindre jusqu'à 13%
 - Ratio de levier : $FP/A > 3\%$
 - Deux ratios de liquidité (LCR, NSFR)
 - Surcharges systémiques

Ajustement à Bâle 3 sans grande difficulté selon les études d'impact du comité de Bâle

- Bâle 3 très critiqué par les banques :
 - « restriction du crédit », « forte augmentation du coût du crédit », « Shadow banking » ... Beaucoup de mauvaise foi !
- Les études d'impact du comité de Bâle montrent que l'ajustement s'opère sans grande difficulté:
 - CET1 moyen des « grandes banques » = 8,5% > 7%
 - CET1 moyen des « petites banques » = 9% > 7%
 - Et pour que « toutes » respectent l'exigence 7% d'ici 2019, manque l'équivalent d'environ 6 mois de profit.
- Le bilan de Bâle 3 doit comparer les coûts pour l'activité bancaire et les gains en termes de stabilité financière

Le renforcement des règles prudentielles est-il préjudiciable au financement de l'économie ?

- Dispositions nécessaires pour renforcer la solidité des banques
- Moins contraignantes que le font croire les lobbies bancaires et pourtant assouplies en jv 2013 (LCR, ratio de levier)
- Et même si ces nouvelles règles réduisaient les profits des banques : « Healthy Banking System is the Goal, not Profitable Banks ! » (Anat Admati, Financial Times, 9 Novembre 2010)
- Deleveraging nécessaire. Ampleur liée à l'insuffisance des fonds propres.
- La collectivité a tout à gagner d'un secteur bancaire mieux contrôlé dont on empêche les excès

Un peu de lecture !

- Anat Admati & Martin Hellwig, The Bankers' New Clothes. What's Wrong with Banking and What to Do about It ?, Princeton University Press, 2013, 416 p.
- Comment rhabiller la banque ?, La vie des idées (sept. 2013 :
<http://www.laviedesidees.fr/Comment-rhabiller-la-banque.html>
- Les réformes de la régulation bancaire, décembre 2013, n°174, Idées économiques et sociales
- Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire, Rapport du CAE n°104 (déc. 2012)