



LE CERCLE TURGOT

LABEX
LABORATOIRE D'EXCELLENCE
REGULATION FINANCIERE
FINANCIAL REGULATION LAB
ReFi

Sous la direction de **CHRISTIAN DE BOISSIEU** et **DOMINIQUE CHESNEAU**

SAMIR ASSAF
DENIS BEAU
ANDRÉ CARTAPANIS
OLIVIER DAVANNE

OLIVIER GARNIER
MIGUEL GIL-TERRE
ELYÈS JOUINI
ANDRÉ LÉVY-LANG

JEAN-JACQUES PLUCHART
JEAN-PAUL POLLIN
DHAFER SAIDANE
CÉDRIC TEISSIER



Financer l'économie réelle

EYROLLES

Nous vivons dans un monde où les liquidités sont abondantes, et où, paradoxalement, l'investissement productif se révèle trop souvent insuffisant pour consolider la croissance et faire reculer le chômage.

Ce livre cherche à éclairer ce paradoxe, ainsi que beaucoup d'autres. Il propose, dans une démarche souvent prospective, forcément alimentée par l'évolution récente, des voies et des moyens pour mettre plus et mieux la finance au service de l'économie réelle. Une autre colonne vertébrale du livre, complémentaire, porte sur les défis de la « refondation » de la finance, telle qu'elle est menée au G20, au Conseil de stabilité financière et en Europe.

Comment, par quels instruments financiers, par quelle réglementation et par quelle politique fiscale, attirer une part plus élevée de l'épargne privée afin d'accélérer la croissance et les créations d'emplois ?

Vaste programme, pour lequel les analyses croisées proposées ici fournissent repères et pistes d'action.



Le Cercle Turgot rassemble les meilleurs experts du monde de la finance, universitaires, dirigeants d'entreprises et d'institutions réputées, auteurs de nombreux best-sellers dans le domaine économique et financier.

Le **Laboratoire Régulation Financière** (Labex Refi) est un centre de recherche universitaire dédié à l'évaluation des politiques de régulation. Il vise d'une part à faire progresser la connaissance du fonctionnement des systèmes financiers et de leur régulation, et d'autre part à « conseiller » et « guider » en toute indépendance l'action des pouvoirs publics.

Financer l'économie réelle

Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris Cedex 05
www.editions-eyrolles.com

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2016
ISBN : 978-2-212-56566-9

Cercle Turgot et Labex Réfi

Sous la direction de
Christian de Boissieu et Dominique Chesneau

Samir Assaf
Denis Beau
André Cartapanis
Olivier Davanne

Olivier Garnier
Miguel Gil-Tertre
Elyès Jouini
André Lévy-Lang

Jean-Jacques Pluchart
Jean-Paul Pollin
Dhafer Saidane
Cédric Teissier

Financer l'économie réelle

EYROLLES

Le laboratoire d'excellence Régulation financière

La régulation des activités financières est au centre de l'actualité économique et politique. La crise a en effet amené les régulateurs, mais également le monde académique, à se poser des questions nouvelles sur l'efficacité des politiques de régulation. Pour répondre à ces interrogations, le Laboratoire d'excellence sur la régulation financière (Labex Réfi) a été constitué à l'initiative du CNAM, de l'ENA, de l'université Paris-I Panthéon-Sorbonne et d'ESCP Europe (porteur du projet) dans le cadre du grand emprunt. Financé sur dix ans, le Labex Réfi sera évalué par l'Agence nationale de la recherche. La gouvernance du Labex Réfi est organisée autour d'un conseil scientifique sous la direction du professeur Christian de Boissieu, d'un conseil d'orientation stratégique composé de régulateurs et de personnalités académiques et professionnelles et d'un comité exécutif où sont représentées les institutions partenaires. Le Labex Réfi est dirigé actuellement par François-Gilles Le Theule, directeur exécutif, et Raphaël Douady, directeur scientifique. Il est un centre de recherche dédié à l'évaluation des politiques de régulation. Il vise d'une part à faire progresser la connaissance du fonctionnement des systèmes financiers et de leur régulation et, d'autre part, à « conseiller » et « guider » en toute indépendance l'action des pouvoirs publics dans la mise en œuvre des politiques de régulation en apportant une expertise académique. Le Labex Réfi est un laboratoire pluridisciplinaire réunissant des économistes, des comptables, des financiers et des juristes issus de plusieurs institutions. Toutes ces disciplines s'intéressent à la régulation, mais avec des outils, des langages et des systèmes d'incitation et d'évaluation qui leur sont propres. Un des objectifs du Labex Réfi est d'amener des chercheurs d'horizons différents à produire ensemble des travaux de recherche « utiles » à la mise en œuvre des politiques de régulation. C'est un enjeu important parce que la régulation a souvent été caractérisée par des logiques « en silos ». Chaque discipline travaille de manière séparée et élabore sa propre doctrine, sans parfaitement appréhender les questions posées par les interactions avec les autres disciplines.

Consulter le site www.labex-refi.com

CERCLE TURGOT

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901

Siège social : 14, rue Pergolèse – CS 11655 – 75773 PARIS Cedex 16

Conférences : Maison de la chasse et de la nature, Hôtel de Guénégaud – 75003 PARIS

Centre de réflexions et d'analyses financières traitant des grands sujets économiques et sociaux, il a pour vocation d'encourager les auteurs, de favoriser la recherche fondamentale et appliquée dans ces domaines, la pédagogie, principalement en économie financière, et de promouvoir les jeunes talents, économistes, auteurs et chercheurs.

L'Association édite des ouvrages, des rapports, organise ou participe à des colloques, séminaires, conférences ou débats.

L'Association se compose, outre les membres d'honneur, de membres Fondateurs, Associés, Actifs, des lauréats des éditions du Prix Turgot (25), des représentants de l'économie, de la finance et de l'entreprise. Le Cercle soutient l'événement annuel du Prix Turgot du meilleur livre d'économie financière créé sous le haut patronage du ministère de l'Économie et des Finances, et le Prix FFA-Turgot de la Francophonie en étroite liaison avec l'Association des élèves et anciens élèves de l'Institut de haute finance, **IHFI**, institut créé par le président Pompidou en 1972.

<p style="text-align: center;">Membre d'honneur et bienfaiteur</p> <p>Monsieur le conseiller, Marco PICCININI</p>	<p>Philippe JURGENSEN, président de l'ACAM Laure KLEIN, prix spécial Turgot 2008 Fabrice LACOMBE, président Michael Page Alain LAURENT, philosophe Jean-Claude LE LAN, président d'Argan Michel LE LAN, vice-président FNCD Vivien LEVY-GARBOUA, ancien membre du Comex BNP André LEVY-LANG, prix Turgot 2006 Frédéric LIOTARD, président Prospective Thierry LUTHI, président DFCG Mickaël MANGOT, prix Turgot 2005 Jean-Bernard MATEU, président d'Optiverse Consulting François MEUNIER, ancien DGA de Coface Serge MICHEL, journaliste, prix Albert-Londres Jacques MISTRAL, directeur des études économiques à l'Institut français des relations internationales (IFRI) Pierre MONZANI, préfet Philippe NASZÁLYI, directeur RSG Valérie OHANNESSIAN, DGA FFB Pierre PARIENTE, directeur général de l'IFG Olivier PASTRE, professeur à Paris VIII Georges PAUGET, grand prix 2009 Jean-Pierre PETIT, prix Turgot 2003 Jean-François PHELIZON, directeur général adjoint Groupe St-Gobain Jean-Michel PIGNOUX, rédacteur en chef <i>Bulletin quotidien</i> Jean-Jacques PLUCHART, professeur à Paris I Anne-Claude PONT, <i>managing director</i> France RBS Olivier RAY, grand prix 2011 Jean-Michel RAYNAUD, CES Vincent REMAY, conseiller du président Viel & Cie Claude REVEL, conseiller commerce extérieur Pierre-Emmanuel RICHARD, directeur SIRCOM Hubert RODARIE, directeur général SMA BTP Xavier ROIRET, délégué général C1F Michel ROUSSEAU, président Fondation Concorde Pierre SABATIER, économiste Christian SAINT-ÉTIENNE, prix Turgot 1994 Guy SALZIGER, <i>past president</i> de l'ACSED (Association des cadres supérieurs et dirigeants de France Télécom) Michel SCHELLER, président 3 AF Jean-Michel SEVERINO, grand prix 2011 François-Xavier SIMON, Finharmony Carol SIROU, présidente Standard & Poor's France Bertrand SOURISSEAU, directeur général Services Neully Jean-Marc SYLVESTRE, journaliste Jean-René TANCREDE, rédacteur en chef <i>Annales de la Seine</i> Jean-Michel TREILLE, président GAPSE Général François VACQUIER, MIRVOG Agès VERDIER, MOJINIER, directeur général IFRAP Daniel VITRY, professeur à Paris II Christian WALTER, directeur de la chaire « Éthique et finance » ICP Paris Daniel ZAJDENWEBER, prix Turgot 2000</p>
<p style="text-align: center;">Membres d'honneur</p> <p>Voir le site www.lecerclereturgot.com</p>	<p>Sont aussi Membres : – Les coauteurs des ouvrages publiés par le Cercle (<i>Repenser la Planète Finance</i>, 2009 ; <i>Chinamérique</i>, 2010 ; <i>Rigueur ou relance</i>, 2011 ; <i>Grandeur et misère de la finance mondiale</i>, 2013 ; <i>Après la récession... inflation ou déflation ?</i>, 2014) – Les Nominés primés dans chaque édition (grand prix – prix spécial du jury et prix spéciaux)</p>
<p style="text-align: center;">Conseil d'administration</p> <p>Président d'honneur fondateur : Jean-Louis CHAMBON, président du prix Turgot François PEROL, président du directoire de BPCE Vice-présidents : Patrick COMBES, DG Viel – Philippe DESSERTINE, DG IHFI – Nicolas BOUZOU, président Astères Administrateurs : Michel BON, Frank BOURNOIS, Pascal BLANQUE, Jean-Gilles SINTES, Jean-Bernard MATEU, Jean-Jacques PLUCHART, Pierre SABATIER, Jacques-Henri DAVID, Christian WALTER, Yves MESSAROVITCH, Hubert RODARIE, Michel SCHELLER Trésorier : Michel GABET</p>	<p style="text-align: center;">Autres membres actifs</p> <p>Michel AGLIETTA, professeur université Marie ALLAVENA, directeur général Groupe Eyrolles Armand ANGELLI, président d'EOA Jean-Pierre AVER, président HPR Daniel BACQUEROET, ancien président de la DFCG et DGA de Brink's Nicolas BARRE, <i>past</i> directeur général délégué de la rédaction des <i>Échos</i> Nicolas BAVEREZ, économiste Caroline BERTIN DELACOUR, prix Turgot 2009 Jean-Paul BETBEZE, économiste Pascal BLANQUE, économiste Arnaud de BRESSON, DG de Paris Europlace Jean-Luc BUCHALET, économiste Daniel BURLIN, <i>past</i> DG Techimp Hervé de CARMOY, président d'Etam Marc CHAMBAULT, ADAE Dominique CHESNEAU, président TRESORISK Daniel COHEN, prix Turgot 2009 Laurent COHEN-TANUGI, avocat essayiste Daniel CORFMAT, président ADAE Bernard COURTOIS, ancien président Alain DAUTRIAT, professeur de marketing Jean-Luc DECORNOY, président KPMG. Pierre DOCKES, prix Turgot 2009 Yves DOUTRIAUX, conseiller d'État François DROUIN, président d'OSEO Christian DUUILLET, directeur général de LCL Marc FOSSIER, directeur France-Télécom Michel GABET, secrétaire général AEIHI Pierre-Noël GIRAUD, prix Turgot 2001 Jacques GODRON, vice-président du Cercle Colbert et conseiller auprès d'Hervé Novelli Jean-Claude GRUFFAT, dirigeant de banque Alexa GUENOU, directeur général de Téménos Marc GUILLAUME, prix Turgot 2009 Christophe GUILLEMIN, directeur général French American Foundation France Jean-Michel HILSENKOPF, président Téménos Marcel JAYR, conseil consultatif de l'AMF Bruno JULIEN, directeur général de Tocqueville Finance, président de la holding Tocqueville Finance, président de Thiriet Gestion</p>

Sommaire

Avant-propos	Christian de Boissieu et Dominique Chesneau	1
--------------	--	---

PARTIE 1

LES DÉFIS MACROÉCONOMIQUES

Chapitre 1

Les dérèglements macroéconomiques
et la fragilité de la croissance mondiale

André Cartapanis 5

Chapitre 2

Crise de la zone euro et réponses de la BCE

Christian de Boissieu..... 21

Chapitre 3

La Banque centrale européenne prêteur en dernier ressort

Jean-Jacques Pluchart 39

Chapitre 4

Un système bancaire plus stable pour un coût raisonnable

Jean-Paul Pollin 67

Chapitre 5

De la bonne dose de désintermédiation bancaire
en zone euro

Olivier Garnier..... 83

Chapitre 6

Les nouveaux risques systémiques

Olivier Davanne 99

PARTIE 2

L'ÉVOLUTION DES MODÈLES

Chapitre 7

De l'Union bancaire à l'Union des marchés de capitaux :
l'Europe en mouvement

Christian de Boissieu..... 115

Chapitre 8

Évolution des modèles bancaires et financement
de l'économie européenne

Denis Beau 129

Chapitre 9

Évolution des modes de financement
des entreprises financières

André Lévy-Lang..... 143

Chapitre 10

Évolution des modes de financement des entreprises, des ETI
et des PME

Dominique Chesneau 151

PARTIE 3

LES NOUVEAUX LEVIERS DE FINANCEMENT : NOUVEAUX BESOINS, NOUVELLES RÉPONSES

Chapitre 11

Le plan d'investissement pour l'Europe

Miguel Gil-Tertre 161

Chapitre 12

Diversification des solutions de financement
pour les entreprises, les ETI et les PME

Dominique Chesneau 177

Chapitre 13**La finance islamique : une finance libre d'intérêt
au service de la croissance ?**

Elyès Jouini et Dhafer Saidane... 203

Chapitre 14**Le financement de la transition énergétique**

Samir Assaf 223

Chapitre 15**Les FinTech dans le financement des entreprises**

Dominique Chesneau 235

Chapitre 16**Le financement du cycle d'exploitation des entreprises
et les solutions numériques**

Cédric Teissier..... 249

Les auteurs..... 259

Index 263

Avant-propos

Christian de Boissieu et Dominique Chesneau

La configuration monétaire et financière actuelle regorge de paradoxes.

Nous vivons dans un monde où les liquidités sont abondantes. Cela était déjà le cas avant le déclenchement de la crise mondiale en 2007-2008, et l'est encore plus depuis que les banques centrales, face à la crise, ont tout lâché. Où est le paradoxe ? Dans ce monde-là, certains marchés et certains segments de la sphère financière sont peu liquides, et la crainte est forte d'une illiquidité avérée en cas de coup de tabac. Telle est, par exemple, l'inquiétude qui taraude un certain nombre d'intervenants sur le marché obligataire... Pour saisir le monde actuel, il faut donc bien distinguer le pluriel et le singulier, les liquidités et la liquidité.

Autre paradoxe, dans ce monde de liquidités abondantes, l'inflation est trop basse, du moins dans les pays les plus avancés. Le monétarisme n'est plus ce qu'il a été, ou prétendu être ! Les liens entre la monnaie et les prix se sont distendus. Cela tient aux modifications, analysées depuis longtemps, dans les comportements de demande de monnaie (donc aussi dans la vitesse de circulation de la monnaie), mais aussi au fait qu'il faut aujourd'hui, en matière de prix, raisonner large en regardant à la fois les prix des biens et services et les prix des actifs. Sous l'angle des prix d'actifs, la bulle devient alors le nouveau nom donné dans certains cas à l'inflation...

Autre paradoxe, dans ce monde où l'épargne est abondante, l'investissement productif se révèle trop souvent insuffisant

pour consolider la croissance et faire reculer le chômage. Il existe donc un sacré problème de « tuyauterie » : comment, par quels instruments financiers et par quelle politique fiscale, attirer une part plus élevée de l'épargne privée afin d'accélérer la croissance et les créations d'emplois ?

Ce livre, qui rassemble des auteurs et des contributions très complémentaires, ne fait pas qu'éclairer ces paradoxes et beaucoup d'autres. Il vise, dans une démarche souvent prospective forcément alimentée par l'évolution récente, à proposer des voies et moyens pour mettre plus et mieux la finance au service de l'économie réelle, c'est-à-dire au service de l'investissement, de la croissance et du développement, et par là, ambition incontournable, de l'emploi. Une autre colonne vertébrale du livre, complémentaire de la précédente, porte sur les défis de la « refondation » de la finance, telle qu'elle est menée au G20, au Conseil de stabilité financière et en Europe. Le débat réglementaire doit privilégier la « qualité » de la réglementation bancaire plutôt que sa volumétrie. Car, il nous faut chercher et si possible trouver, qu'il s'agisse de Bâle III, de Solvabilité II ou de tout autre texte important, le bon calibrage réglementaire, celui qui permet de renforcer la sécurité et la stabilité du système financier, sans menacer le financement de l'économie réelle. Vaste programme à la réalisation duquel cet ouvrage apporte, nous le pensons, une contribution éclairante et utile.