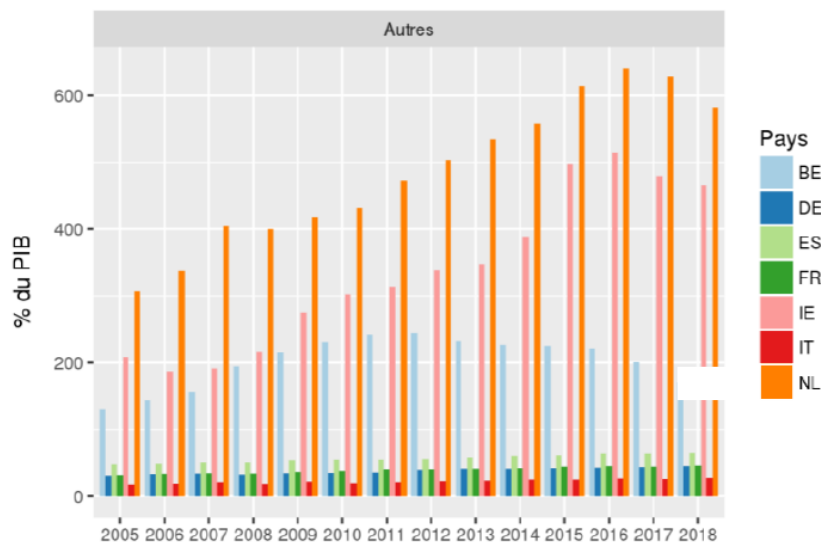


# Évolution de l'organisation des entreprises: Quels risques financiers?

Par Vivien Levy-Garboua, François Mouriaux, Tatiana Mosquera Yon et Mylène Sabatini

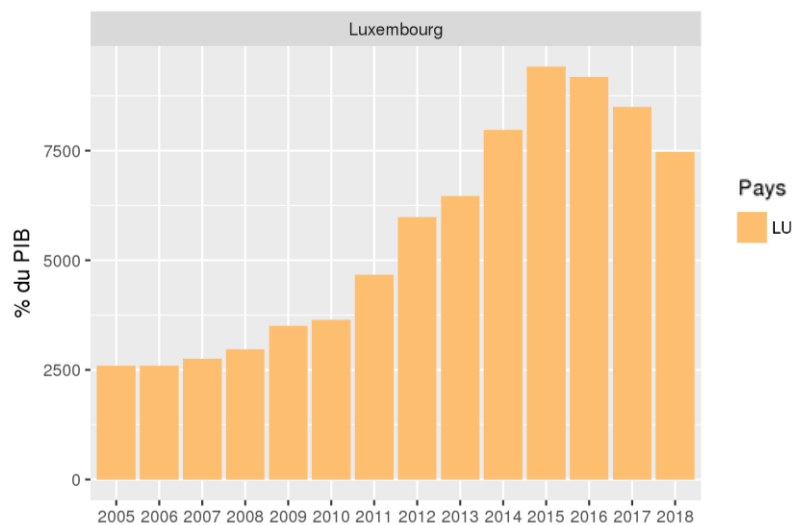
*Depuis la crise financière de 2008, les institutions financières captives (holdings financières, entités ad-hoc), filiales de sociétés non financières (SNF), ont contribué à une croissance du secteur financier plus rapide que celle du PIB. Cette dynamique serait le reflet de la structuration de plus en plus complexe et internationalisée des SNF. Cette évolution ne semble toutefois pas s'être accompagnée d'un développement d'opérations financières à risque de leur part.*

**Graphique 1a. Investissements directs étrangers par pays, passif, en % du PIB**



*Source : BCE*

Au cours des 20 dernières années, les SNF ont organisé leur internationalisation en positionnant des holdings intermédiaires (filiales de ces entreprises mais appartenant au secteur financier et appelées « institutions financières captives ») dans différents pays (Luxembourg, Pays-Bas et Irlande essentiellement) à des fins d'optimisation financière, administrative et fiscale (cf. [Levy Garboua, Mouriaux, Sabatini, 2019](#)). Les graphiques 1a et 1b présentent le stock d'investissements directs (ID) détenu par des entités non résidentes sur des entités résidentes de 8 pays de la zone euro, normalisé par le PIB de chacun de ces pays. Le stock des ID étrangers (en Md€) au Luxembourg (cf. graphique 1b) et en Irlande a été multiplié par 7,5 environ entre 2005 et mi-2019, tandis qu'il a pratiquement triplé dans les six autres économies étudiées.

**Graphique 1b. Investissements directs étrangers au Luxembourg, passif, en % du PIB**

*Source : BCE*

### **Cette nouvelle structuration des SNF fait-elle peser des risques sur le système financier ?**

La réponse à cette question dépend de la nature des opérations entreprises par ces acteurs. En effet, cette évolution semble obéir à différents motifs d'optimisation : fiscale mais aussi administrative et financière. Le risque pour le système financier relatif à l'optimisation fiscale relève d'enjeux économiques, budgétaires et sociaux plus que de questions de stabilité financière. Cependant, la création d'institutions captives répond aussi à l'objectif des entreprises multinationales de centraliser leurs opérations financières dans une seule et même entité localisée dans un pays propice à la gestion de ces opérations (facilité de mise en relation avec les investisseurs, facilitation des démarches juridiques, etc.). Cette structuration plus complexe et internationalisée des entreprises implique un allongement des chaînes de financement, avec leurs effets positifs – gains d'efficacité, en regroupant dans une structure spécialisée un ensemble d'opérations financières – et leurs risques, en facilitant par exemple la mise en place de montages à effet de levier.

Cette nouvelle structuration des entreprises, qu'on pourrait qualifier de désintermédiation verticale (par opposition à une « désintermédiation horizontale » associée par exemple au crédit interentreprises), s'est-elle accompagnée d'un essor d'opérations financières dites de *carry trade* initiées par les SNF et leurs filiales ? Le *carry trade* est une stratégie de placement exploitant les différences de taux d'intérêt entre pays. Elle consiste à emprunter de l'argent dans un pays où les taux d'intérêt sont bas et à prêter les fonds ainsi levés dans un pays où les taux d'intérêt sont élevés. Par exemple, les taux d'intérêt ayant été plus faibles en zone euro qu'aux États-Unis au cours des dernières années, une stratégie assez communément employée consiste à emprunter en euros (concrètement en émettant des obligations en zone euro) et à prêter les fonds obtenus en dollars (concrètement en achetant des titres de créances américains).

Observe-t-on dans la pratique un recours marqué au *carry trade* du fait de ces évolutions ?

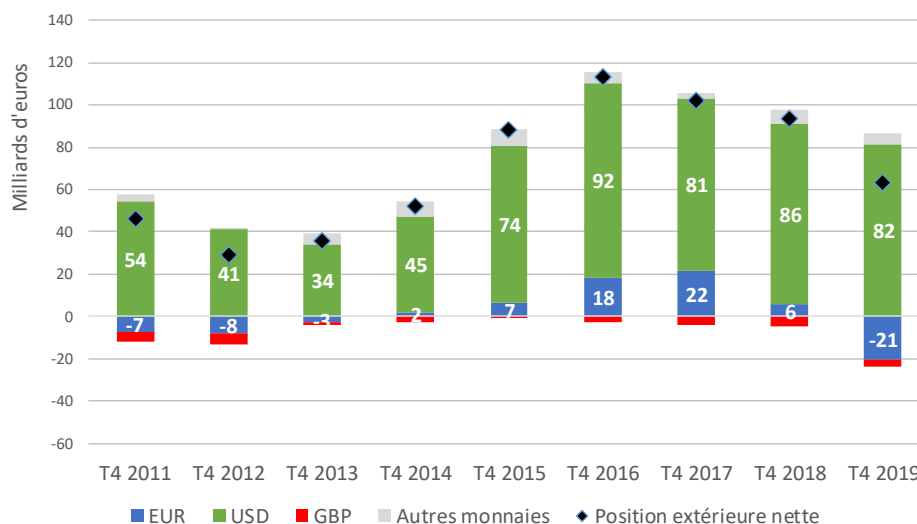
## Les SNF ont des positions nettes divergentes en euros et en dollars

Pour répondre à cette question, il est nécessaire de recourir à des données d'entreprises.

Pour établir la balance des paiements, la Banque de France dispose de données sur les sociétés résidant en France et effectuant des opérations avec l'étranger, notamment communiquées par les plus grandes entreprises désignées comme « Déclarants Directs Généraux (DDG) ». Bien qu'elles n'offrent qu'un aperçu des activités des SNF, ces données sont très riches et nous fournissent de précieux éléments d'information sur la position en devises de ces entreprises.

Ainsi, la décomposition par devise de la position extérieure nette des DDG (avoirs, nets des engagements commerciaux et financiers) témoigne d'un excédent détenu en dollars américains (Graphique 2). La position extérieure nette fluctue quant à elle depuis 2011 dans une fourchette allant de - 20 à + 20 Mds d'euros.

**Graphique 2. Position extérieure nette financière et commerciale des DDG (en milliards d'euros)**



*Source : Banque de France, Collectes [ECO](#) et [EFI](#) auprès des DDG*

*Note de lecture : Créances et dettes commerciales et financières des DDG résidant en France avec le reste du monde. Le losange indique la position extérieure totale.*

Si l'on décompose un peu plus ces données entre la position nette commerciale et la position nette financière d'une part, et, à l'intérieur de cette dernière, entre la position nette vis-à-vis des filiales du groupe et vis-à-vis des non-affiliés d'autre part, on constate qu'au 4<sup>e</sup> trimestre 2019 (cf Tableau) :

1. Les DDG sont receveurs nets en dollars et en euros dans le cadre de leurs opérations commerciales (+35 mds dans les deux devises).
2. Leurs filiales centralisent des euros en les prêtant à leur maison mère en France, ce qui crée une dette **financière** en euros des DDG vis-à-vis de leurs implantations non-

résidentes (- 52 Md€) et légèrement **négative** vis-à-vis des non-affiliés (- 4 Md€, cf. Graphique 3).

- Les DDG prêtent des dollars à leurs filiales (+43 Md€).

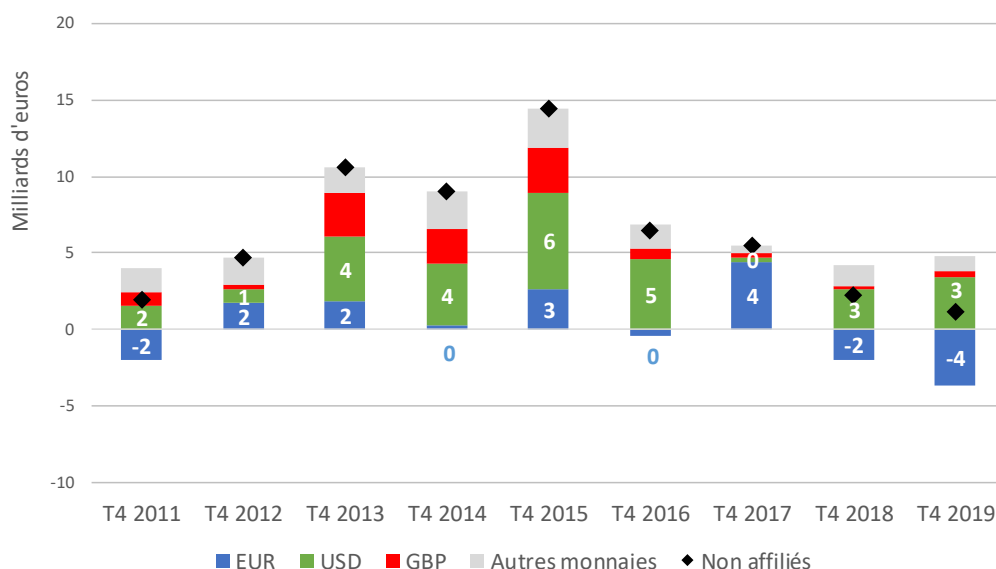
*Tableau. Position financière et commerciale nette des DDG au T4 2019, en Md€*

	euros	dollars	total
1 – position commerciale nette	+35	+35	+74
2 – position financière nette vis-à-vis des affiliés	-52	+43	-12
3 – position financière nette vis-à-vis des non-affiliés*	-4	+3	+1
4 – position financière nette totale	-56	+47	-11
Position commerciale et financière nette	-21	+82	+63

*Source : Banque de France, Collectes [ECO](#) et [EFI](#) auprès des DDG*

\* La position financière nette vis-à-vis des non affiliés recouvre principalement la position des dépôts et crédits bancaires à l'étranger des entreprises résidentes.

*Graphique 3. Position financière extérieure nette des DDG vis-à-vis des non-affiliés*



*Source : Banque de France, Collecte [EFI](#) auprès des déclarants directs généraux*

Ainsi, les données des DDG ne semblent pas révéler une activité de *carry trade* à proprement parler mais refléter leurs opérations commerciales, autrement dit leur activité réelle. Ces grandes entreprises disposent dans leurs opérations à l'international avec leurs filiales financières en situation normale d'un excédent de trésorerie qu'elles peuvent ensuite investir mais n'ont pas besoin d'emprunter pour réaliser ces opérations financières, contrairement à une opération de *carry trade* classique. Les grandes entreprises disposent également d'autres sources de financement : endettement bancaire résident, émission d'obligations sur le marché français ou à l'étranger, qui leur permettent de diversifier la maturité de leurs financements intra-groupes. Néanmoins, si les DDG ne pratiquent pas *a priori* d'opérations de *carry trade*, elles n'en demeurent pas moins vulnérables aux variations des taux de change ou à un ralentissement de l'activité économique. Dans ce

dernier cas, on devrait logiquement s'attendre à voir spontanément disparaître cet excédent de trésorerie et le poids de cette intermédiation financière dans les comptes financiers diminuer, réduisant du même coup le poids relatif de l'intermédiation financière non bancaire.