

NAVIRES et AVIONS

LE FINANCEMENT des INVESTISSEMENTS

1990-1999

CONSEIL SUPÉRIEUR DE LA MARINE MARCHANDE

Actes de la journée d'étude du 4 juillet 1991



IFREMER

Photo de couverture :

haut : L'A 340 (cliché Aérospatiale)

bas : le futur "NORMANDIE" (1992) de Brittany Ferries (cliché B.A.I.)

*Service de la Documentation
et des Publications (S D P)*
IFREMER - Centre de Brest
B.P. 70 - 29280 PLOUZANÉ
Tél. : 98.22.40.13 - Téléx 940 627 F

ISBN 2.905434-37-6

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS.	<i>PIERRE LEONARD</i>	V
1 - LA DEMANDE PREVISIBLE DE CAPITAUX LIEE A L'EVOLUTION DU TRANSPORT AERIEN.	<i>JEAN-YVES DURANCE</i>	1
2 - ESSAI DE QUANTIFICATION DU BESOIN DE FINANCEMENT NECESSAIRE AU RENOUVELLEMENT DE LA FLOTTE DE COMMERCE MONDIALE.	<i>PIERRE JOURDAN-BARRY</i>	21
3 - L'INVESTISSEMENT MARITIME ET SON FINANCEMENT DANS LA DECENNIE DE 1990.	<i>PHILIPPE LAGAYETTE</i>	35
4 - L'APPRECIATION DU RISQUE COMMERCIAL SUR GRANDS PROJETS	<i>DOMINIQUE TUFFRAU</i>	55
5 - LA NOTATION DES CREANCES SUR LES MARCHES DE CAPITAUX ET SON EVENTUELLE ADAPTATION AU FINANCEMENT DU TRANSPORT MARITIME.	<i>PIERRE JARS</i>	65
6 - MOYENS DE FINANCEMENT UTILISES ET UTILISABLES PAR LES TRANSPORTEURS AERIENS ET MARITIMES FRANÇAIS.	<i>EMMANUEL VASSEUR</i>	75
7 - ANNEXE CHIFFREE RELATIVE A LA COMMUNICATION DE M. JOURDAN BARRY		89

* Créé en 1896, refondu par la loi du 28 février 1948, le **CONSEIL SUPERIEUR DE LA MARINE MARCHANDE**, sur saisine ministérielle ou sur celle de ses membres, peut examiner l'ensemble des problèmes concernant la flotte de commerce. Sa loi constitutive lui donne mission permanente de régulariser le développement des concurrences dangereuses entre armements français. A ce titre, il reçoit communication des accords passés entre ceux-ci et leurs confrères étrangers. En outre, la loi d'orientation du transport intérieur lui donne compétence pour suivre l'application de ce texte aux transports maritimes.

* Le **CONSEIL SUPERIEUR** est un organe restreint (30 titulaires, 30 suppléants et un président). Il rassemble sept représentants des ministères concernés dont l'un fait fonction de vice-président (Mer, Economie, Affaires Etrangères, Défense et DOM-TOM), cinq personnalités qualifiées représentant les secteurs économiques intéressés par le transport maritime (crédit, construction navale, usagers, transit, manutention,...etc.), neuf représentants de l'armement et neuf représentants des personnels navigants et sédentaires. Il se réunit en sessions plénières, ordinaires (quatre fois par an) ou extraordinaires. En plus de sa commission permanente en cas d'urgence, il dispose de trois commissions d'études : 1) *Plan et développement technologique*, 2) *Environnement international, économique et social*, 3) *Problèmes sectoriels*, qui se réunissent entre les sessions plénières.

Des groupes de travail temporaires peuvent être aussi constitués pour examiner des problèmes conjoncturels. A ses sessions plénières, le Conseil invite les autorités administratives intéressées et ses commissions font appel à nombre d'experts, professionnels et administratifs.

Le Conseil est géré par un Président (actuellement M. P. Léonard), un Vice-Président (M. P. Bauchet, Professeur d'Economie à l'Université de Paris I) et un Secrétaire Général (l'Administrateur en Chef des Affaires Maritimes G. Tourret). Deux agents lui sont rattachés. La majeure partie de ses frais de fonctionnement est financée par un fonds de concours (taxe parafiscale versée par l'armement français et assise sur le tonnage de ses navires).

* **PUBLICATIONS DU CONSEIL SUPERIEUR :**

- Tableau de bord : 2 éditions annuelles
- Rapport annuel d'activité
- Actes de ses Journées d'étude (1985 - lignes régulières ; 1986 - développement technologique ; 1988 - indicateurs économiques ; 1989 - Construction européenne).

AVANT-PROPOS

Pierre LEONARD

Président du Conseil Supérieur de la Marine Marchande

La présente séance du Conseil supérieur de la marine marchande est exceptionnelle à plus d'un titre.

D'abord, il s'agit d'une journée d'étude ouverte à des personnalités non membres du Conseil, mais qui travaillent pour son compte dans ses commissions. Cette journée est la cinquième du genre, les premières ayant été consacrées à l'activité des lignes régulières en 1985, à l'innovation dans le transport maritime en 1986, aux indicateurs des activités maritimes en 1988, à l'échange des données informatisées en 1989. Les actes de deux de ces journées ont fait l'objet de publication par Ifremer. Nous espérons qu'il en sera de même pour la présente session consacrée à l'investissement en moyens de transport intercontinentaux et à son financement d'ici la fin du siècle.

Ce sujet, et c'est une autre raison qui font de cette journée un événement, appelle un élargissement de l'assistance au-delà des milieux concernés par les activités maritimes. C'est la raison pour laquelle siège avec nous pour la première fois une délégation du Conseil supérieur de l'aviation marchande. Elle est composée de son Vice-Président, M. Guillaume, Conseiller d'Etat, de son Secrétaire permanent, Mlle Bénadon, administrateur civil, ancien chef du bureau de notre direction de la flotte de commerce et de l'équipement naval, ainsi que de trois membres du CSAM, MM. Bénichou, qui fût président de la SNECMA, Mathieu, Conseiller-Maître à la Cour des Comptes et Ménat, Président directeur général d'un établissement financier. Nous souhaitons la bienvenue à nos collègues aériens. Leur présence concrétise l'existence d'une culture intercontinentale des transports, pas toujours convenablement prise en compte dans une France polarisée sur l'importance et les moyens des dimensions nationale, et maintenant européenne, des dessertes. Il ne s'agit, certes pas, pour nous d'ignorer ces dernières mais de saisir toute occasion de rappeler qu'elles ne s'identifient pas à l'activité du transport pour notre pays. La réalité de la dimension intercontinentale de celle-ci s'exprime par une véritable interopérabilité des hommes entre le maritime et l'aérien, des hommes d'entreprise ou des hommes d'administration.

L'occasion de marquer une telle parenté est aujourd'hui d'autant meilleure que nous avons une troisième raison de considérer cette réunion comme exceptionnelle. Le premier Sous-gouverneur de la Banque de France a, en effet, accepté de participer à nos réflexions par une communication en fin de matinée. Certes, des fonctionnaires devenus sous-gouverneurs, voire gouverneurs, de la Banque ont déjà pénétré dans ce Ministère, mais à ma connaissance jamais en cette qualité. La participation du second personnage de notre banque centrale s'explique par la personnalité de M. Lagayette -j'y reviendrai en l'accueillant- mais naturellement d'abord par l'importance du sujet que nous abordons aujourd'hui.

L'activité du transport intercontinental, aérien ou maritime, est l'une de celles qui, dans le monde industriel, exigent le plus de capitaux. Son intensité capitalistique, c'est-à-dire le rapport du supplément d'investissement nécessaire au supplément de chiffre d'affaires engendré annuellement, se situe entre 2 et 1 et n'est nettement dépassée que dans la production d'énergie. Il est donc important que tous les acteurs français du monde maritime soient pleinement en mesure d'apprécier si, dans les années qui viennent, les besoins de capitaux pourront être aisément couverts par le volume des capitaux disponible. Cette évaluation est importante aujourd'hui pour deux raisons. Depuis dix ans, dans le monde en général et dans notre pays en particulier, la propension maritime à investir s'est fortement réduite par rapport à la décennie de 1970. L'âge moyen de la flotte est donc élevé. Son remplacement risque de s'imposer pendant l'actuelle décennie, d'autant que le souci de sécurité des personnes et de protection de l'environnement conduit à l'élimination de navires dangereux parce qu'âgés. Or, à ce moment précis, d'autres demandeurs de capitaux apparaissent. Dans le transport aérien d'abord, à peine moins capitalistique que le transport maritime, comme dans d'autres secteurs, la recherche du pétrole, le développement des pays du Sud, la restructuration des pays de l'Est, les besoins se multiplient.

A cette accumulation de besoins dont nos deux premiers orateurs de ce matin, M. Durance, Directeur général adjoint du Crédit Lyonnais et M. Jourdan-Barry, nous décriront l'ampleur pour l'aérien et le maritime, le marché mondial des capitaux serait-il en mesure de répondre ? Chacun comprendra que, s'il ne le peut, une pénurie s'établira risquant de compromettre la satisfaction, aux conditions actuelles, des besoins en moyens et services de transport maritime de la France, de l'Europe et même du Monde, pour le plus grand dommage de la croissance des entités en cause.

Or, il semble que la source traditionnelle de capitaux que constitue pour le monde maritime l'intermédiation des banques sur le marché des capitaux à long terme, voire la transformation par elles de

capitaux à court terme, ne puisse d'ici la fin de la décennie éviter une régression. L'accès direct, ou indirect par titrisation, des demandeurs maritimes aux détenteurs de capitaux pourra-t-il pallier cette insuffisance et ces derniers offriront-ils un volume suffisant ? Tels sont les termes du grand équilibre dont M. Lagayette nous décrira les perspectives, pour autant que l'on peut les anticiper aujourd'hui.

La comparaison du souhaitable et du possible étant faite ce matin, l'après-midi de notre journée sera consacrée aux conditions dans lesquelles le monde du transport -en particulier maritime- pourrait se placer pour faire face, selon les meilleures modalités, aux difficultés et risques prévisibles .

M. Baquiast, ancien membre de notre Conseil, m'avait donné, d'enthousiasme, son accord pour nous exposer comment une assurance-crédit comme la Coface, dont il est président, évalue le risque commercial pris par le système bancaire à l'occasion de grands projets individualisés. Il m'a demandé il y a quelques jours de vous transmettre ses excuses. Devant s'absenter de France, il a délégué son sous-directeur, Mme Tuffrau, pour traiter le sujet.

Mais, si le système bancaire doit être relayé par le marché des capitaux faute de pouvoir faire face à tous les besoins, il importe aussi de prendre conscience de la façon dont ce marché mesure les risques qu'il est disposé à assumer en en faisant payer le prix. La notation- -rating en anglais- des émetteurs sur le marché des capitaux est une discipline à laquelle le monde des transports, surtout maritimes, n'est nullement habitué. Elle risque de devenir pour lui inévitable. M. Jars, Président du directoire de la filiale française d'une des deux grandes agences mondiales de notation (Standard and Poor's) nous en décrira les méthodes et les possibles adaptations au monde maritime.

Enfin, M.Vasseur, Directeur général adjoint de la banque Indo-Suez, s'efforcera, en fin de journée, de tirer les enseignements du passé et des anticipations que l'on peut faire de l'avenir, pour nous présenter quels seront, à son avis, les moyens de financement utilisés et utilisables par les transporteurs aériens et maritimes d'ici la fin du siècle.

Ainsi le milieu maritime français, au premier rang duquel se placent les membres du Conseil supérieur, pourra-il grâce à cette journée d'études, mieux apprécier comment risque de se présenter d'ici la fin du siècle le renouvellement nécessaire de la flotte mondiale. Il devrait également en dégager d'utiles réflexions sur la manière dont notre armement pourrait, dans cette perspective, tirer le meilleur parti de ses caractéristiques propres, traditionnellement centrées

sur la qualité des produits découlant de la qualité des producteurs, navigants et sédentaires.

Peut-être, sans trop rêver, pourrons-nous espérer que des perspectives plus limitées d'accès au capital dans la présente décennie conduisent à transformer en avantage compétitif ces qualités dont la décennie précédente avait presque fait des handicaps ? Le changement profond qui se prépare dans les conditions de l'investissement maritime méritait en toute hypothèse que le Conseil supérieur y consacre sa première journée d'étude de la décennie.

1 - LA DEMANDE PREVISIBLE DE CAPITAUX LIEE A L'EVOLUTION DU TRANSPORT AERIEN

Jean-Yves DURANCE

Directeur général adjoint du Crédit Lyonnais

RESUME

Le monde de l'aviation est, au sortir de la guerre du Golfe, un univers paradoxal : d'un côté, le transport aérien traverse la crise la plus profonde de son histoire, avec des pertes d'exploitation sans précédent et plus de 10 % des compagnies mondiales en cessation de paiement ; d'un autre côté, les carnets de commande des constructeurs sont plus remplis que jamais et les chaînes de montage fonctionnent à une cadence record.

Au delà des fortes turbulences actuelles, la poursuite du développement du transport aérien n'est pas remise en cause : le trafic mondial devrait augmenter de 5 % par an en moyenne au cours des quinze prochaines années. Le renouvellement et la croissance des flottes d'avions de ligne devraient ainsi représenter un investissement annuel de près de 40 milliards de dollars, trois fois supérieur en valeur réelle à l'investissement annuel moyen des vingt dernières années.

Alors que le marché de la location d'avions, durement éprouvé par la crise, paraît devoir se stabiliser aux environs des 20 à 25 % actuels, l'essentiel des capitaux nécessaires devrait être apporté par des crédits bancaires.

Le rétablissement des grands équilibres financiers du transport aérien, qui passe à l'évidence par une amélioration notable de la productivité des compagnies ainsi que par une stabilisation de la recette unitaire, apparaît indispensable pour que les banques acceptent, d'ici l'an 2000, de porter à près de 300 milliards de dollars, soit environ un tiers de leurs fonds propres, leurs engagements sur les flottes mondiales d'avions de ligne.

ABSTRACT

The aviation market, after having weathered the effects of the Gulf war, is today in a paradoxical state : on the one hand, the air transport industry has been experiencing the most profound crisis since its beginning, with unprecedented operating losses and over 10 % of the world's airlines in default ; on the other hand, aircraft manufacturers' orderbooks are thicker than ever and the assembly lines are operating at a record rate.

Despite the current turbulence, there is a general consensus that the air transport industry will continue to develop at a steady rate : it is expected that air traffic will increase an average of 5 % per annum over the next 15 years. The growth and replacement of airline fleets should thus represent an annual investment of almost 40 billion dollars, three times greater than the average annual investment of the past twenty years.

Whereas the aircraft operating lease market, seriously affected by the current crisis, will most likely settle between 20 to 25 % of such annual investment, most of the corresponding capital requirements are expected to be supplied through credits from financial institutions.

In order for banks to accept lending close to 300 billion dollars to the world's airlines by the year 2 000 (i.e roughly one third of their shareholders' equity), there needs to be proof that a financial recovery of the air transport industry is underway, which obviously implies a considerable improvement in airline productivity as well as a stabilization of the yields.

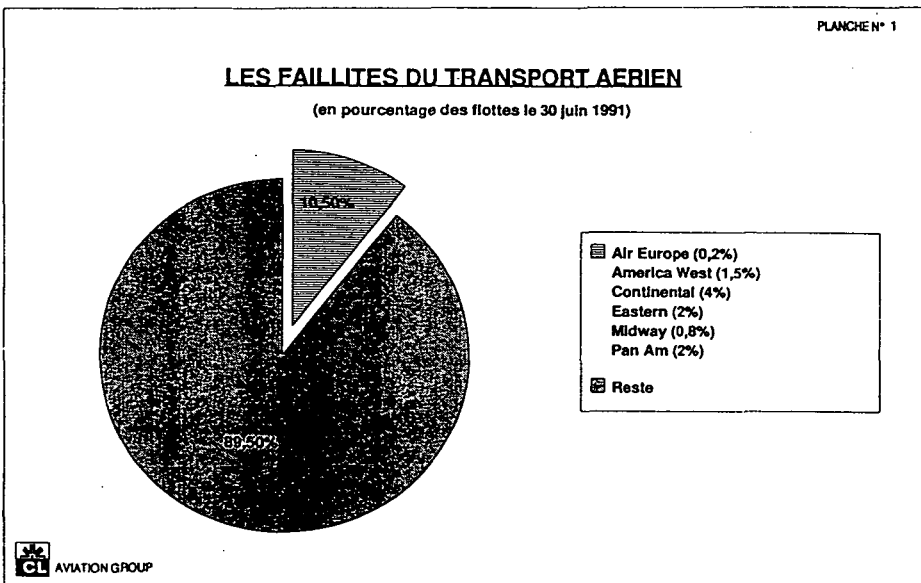
LE MONDE DE L'AVIATION EST AUJOURD'HUI UN UNIVERS PARADOXAL

Permettez-moi d'abord de commenter ce postulat provocateur. L'équation, presque impossible, se présente de la façon suivante :

- d'un côté, le transport aérien vient de traverser la crise la plus profonde qu'il ait jamais connue depuis la seconde guerre mondiale ;
- de l'autre côté, l'industrie aéronautique n'a jamais produit autant d'avions de ligne et les investissements lourds à réaliser par les compagnies aériennes atteignent des niveaux inégalés.

Le transport aérien est en crise

Avec la liquidation d'Eastern Airlines aux Etats-Unis et celle d'Air Europe au Royaume-Uni, avec Continental Airlines, Pan Am et Midway Airlines en faillite depuis plusieurs mois et America West qui vient à son tour, il y a tout juste une semaine, de se placer sous la protection du chapitre 11, c'est environ 10,5 % du transport aérien mondial qui est aujourd'hui sinistré (Planche 1).



Si l'on ajoute à cette liste noire la compagnie TWA qui a temporairement suspendu certains paiements et renégocie avec ses créanciers en usant de la menace d'une possible faillite, c'est près de 30 % de la flotte américaine qui est actuellement défailante.

CROISSANCE DU TRANSPORT AERIEN
(passagers x km transportés)

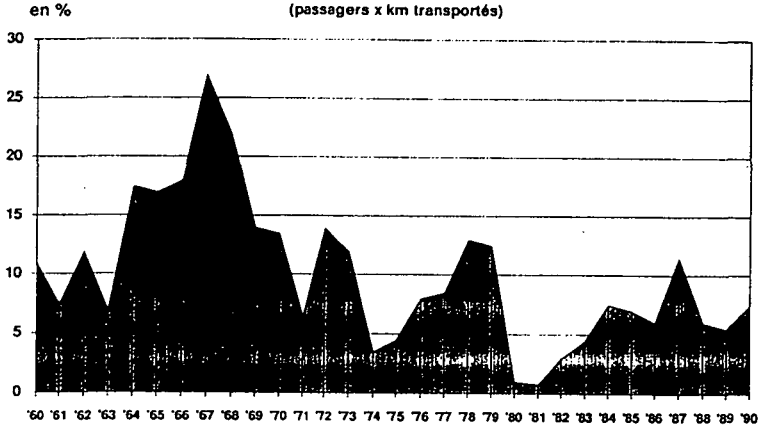


PLANCHE N° 3

RESULTATS D'EXPLOITATION DES COMPAGNIES AERIENNES

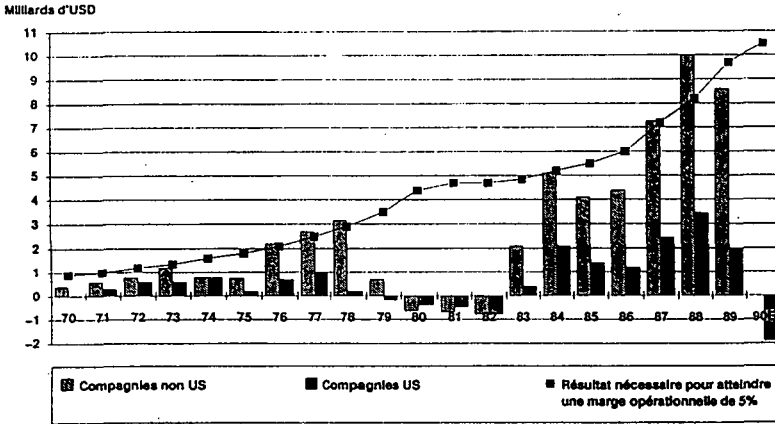
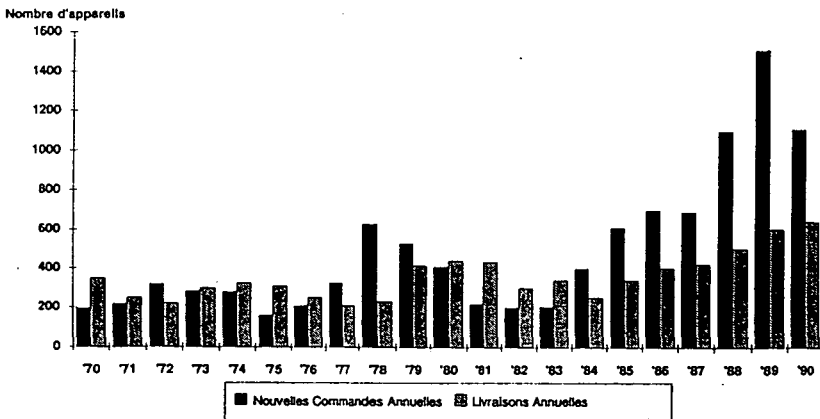


PLANCHE N° 4

HISTORIQUE DES COMMANDES ET DES LIVRAISONS D'AVIONS DE LIGNE A REACTION



La guerre du Golfe bien sûr est pour l'essentiel à l'origine de ces sinistres spectaculaires. La psychose immodérée de l'attentat terroriste en janvier et février a réduit la demande de transport aérien de près de 25 % par rapport à son niveau de l'an dernier et a marqué d'une cassure sans précédent les statistiques de croissance soutenue enregistrées depuis la fin de 1983 (Planche 2).

Même s'il est pour le moment prématuré de risquer un pronostic quant à la variation du trafic entre 1991 et 1990, la relative morosité de la reprise actuelle peut laisser craindre un taux légèrement négatif en glissement sur l'année, soit une véritable récession en terme absolu, phénomène jamais rencontré depuis trente ans.

Malgré une croissance notable du trafic en 1990 (environ 5,8 %), le renchérissement temporaire du carburant du fait de la crise du Moyen-Orient, en alourdissant la facture pétrolière des compagnies aériennes d'environ 3,3 milliards d'USD a précipité dans le rouge la plupart des transporteurs : près de 2 milliards d'USD de pertes d'exploitation pour les seules compagnies américaines l'an dernier (Planche 3).

Alors que déjà elles devaient faire face à des charges financières élevées, de nombreuses compagnies aériennes, en particulier les plus fragiles, traversent actuellement de graves crises de trésorerie : exangues à la fin du printemps, cherchant à dynamiser les *cash-flow* à coup de tarifs promotionnels au cours de l'été, certaines de ces compagnies, comme la cigale de la Fable, affronteront la période d'hiver dans un état de dénuement inquiétant.

Cependant, si la crise du Moyen-Orient a bien servi de révélateur, de catalyseur et d'accélérateur aux difficultés du transport aérien mondial, les spécialistes savent bien que les premiers mois de 1990 laissaient apparaître des signes précurseurs et portaient déjà en eux les germes d'un retournement de conjoncture.

Au même moment, l'industrie aéronautique tourne à pleine charge

Depuis 1987, chaque année écoulée voit s'établir un nouveau record absolu en terme de commandes nouvelles d'avions de ligne, tandis que les cadences de production, chez les trois grands constructeurs, Boeing, Airbus Industrie et Douglas augmentent régulièrement (Planche 4).

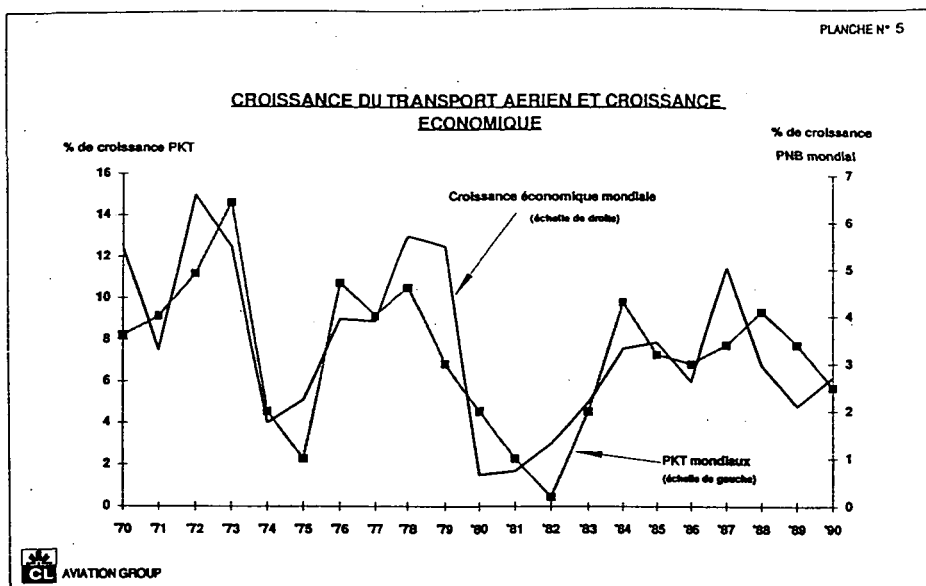
En dépit d'une réduction en nombre d'appareils, les commandes enregistrées l'an dernier ont atteint en valeur, du fait de l'arrivée massive sur le marché du B 747-400, un niveau de 90 milliards d'USD, encore jamais égalé (près de 50 milliards pour la seule société Boeing).

A la fin 1990, le carnet de commandes de l'industrie aéronautique civile s'établissait ainsi au chiffre vertigineux de 270 milliards d'USD, pour 3 675 avions, représentant plus de cinq ans de production.

Ainsi que l'a relevé Madame le Premier Ministre au cours de son allocution de clôture du Salon du Bourget, Airbus Industrie produisait en 1975 un avion par mois ; en 1985, un avion par semaine ; en 1995, c'est tous les jours qu'un nouvel appareil sortira des chaînes du constructeur européen.

Pourquoi un tel décalage ?

En 1990, la société Boeing aura réalisé, principalement sur son activité civile, un bénéfice de l'ordre de 1,4 milliard de dollars, alors que la perte subie par le transport aérien des Etats-Unis aura atteint 4 milliards. Il y a là matière à réflexion.



Pour qui s'intéresse de longue date au transport aérien, une vérité incontournable et permanente s'impose : c'est une industrie profondément cyclique (Planche 5).

Au-delà de l'évidente corrélation entre la croissance économique et celle du transport aérien les cycles sont encore accentués par l'inévitable effet de "pompage" entre deux mondes industriels aux destins liés mais aux caractéristiques fondamentales si différentes : d'un côté en effet, les temps de réponse et d'ajustement de l'industrie aéronautique, bien qu'en réduction sensible grâce aux progrès continus de la technologie, restent longs et peu compressibles - la construction d'un avion de ligne prend environ 18 mois, le pilotage d'une chaîne d'assemblage nécessite une anticipation d'environ 2 ans ; de l'autre, les effets de la déréglementation rendent plus que jamais précaires les tentatives de planification à moyen terme des compagnies aériennes, leur donnant un besoin accru de flexibilité dans le dimensionnement de leur flotte.

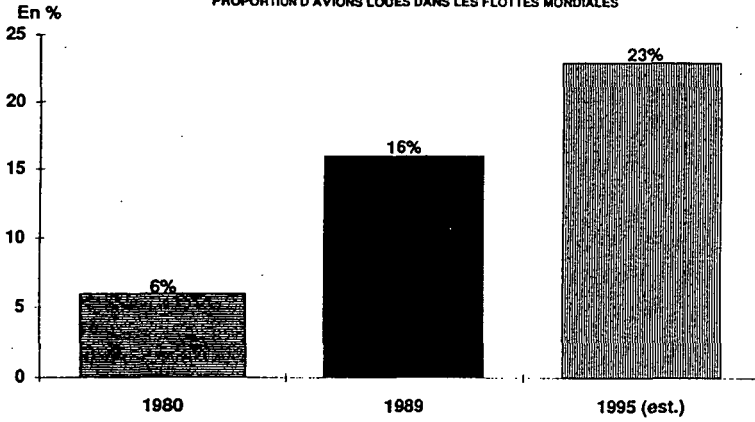
Arrêtons-nous un instant sur l'exemple suivant. En 1986, United Airlines était une compagnie essentiellement intérieure aux Etats-Unis ; en 1987, à la suite du rachat du réseau de Pan Am, United devient la deuxième compagnie internationale sur le Pacifique ; en 1991, avec à nouveau le rachat des routes de Pan Am sur Londres, United, deuxième compagnie aérienne américaine, dégage plus d'un tiers de son chiffre d'affaires sur ses routes internationales.

En moins de cinq ans, le réseau d'une des plus grandes compagnies aériennes du monde s'est littéralement métamorphosé. Or, cinq ans représentaient précisément, au début de l'année dernière, le délai de livraison moyen, à Toulouse comme à Seattle ou à Long Beach, pour les "best-sellers" des avions de ligne. Lorsqu'on connaît l'importance critique de la bonne adaptation des appareils au réseau sur lequel ils sont exploités, on perçoit bien la difficulté d'une planification objective.

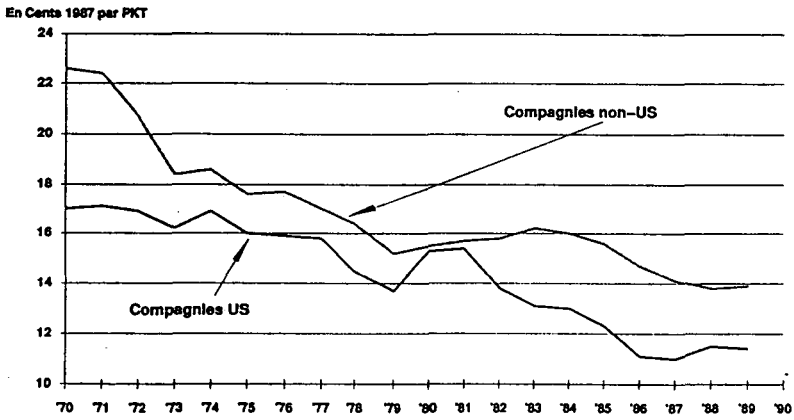
Au cours des trois dernières années, la plupart des compagnies aériennes, en extrapolant résolument la croissance forte de leur trafic, ont vécu dans l'obsession du manque de capacité. Confrontées à des délais de livraison sans cesse plus longs, elles ont ainsi eu à cœur de prendre rang sur les chaînes de production des constructeurs, en signant, les unes après les autres, des "contrats du siècle" s'exprimant couramment en milliards de dollars.

La palme en la matière revient, et c'est symptomatique, à un intermédiaire financier et non pas à un exploitant : en annonçant, au milieu de 1989, une commande d'avions de ligne, répartie entre les

L'EMERGENCE DES LOUEURS D'AVIONS
 PROPORTION D'AVIONS LOUES DANS LES FLOTTES MONDIALES



RECETTES UNITAIRES DES COMPAGNIES US ET NON-US



trois grands constructeurs, d'un montant de 17 milliards d'USD, la société irlandaise Guinness Peat Aviation (GPA) confirmait de façon spectaculaire la montée en puissance des loueurs d'avions. (Planche 6).

A la fin de 1990, sur 3 675 appareils commandés de façon ferme, 910 d'entre eux, soit environ 25 %, étaient destinés à des sociétés de location et seulement 175 faisaient l'objet d'un contrat de lease avec une compagnie aérienne : 20 % des commandes enregistrées à la fin de l'année dernière étaient donc purement spéculatives.

Agents de régulation du couple "offre-demande" pour les uns, facteurs d'échauffement et d'amplification des cycles pour les autres, GPA ainsi que les autres "megalessors" comme l'américain ILFC ou l'australien ANSETT ne laissent personne indifférent : il sera bien sûr intéressant d'observer comment ces sociétés, qui pèsent chacune plusieurs milliards de dollars et dont le développement fulgurant remonte à dix ans à peine, sauront traverser la crise actuelle.

Les pertes considérables affichées par la plupart des compagnies en 1990, et plus encore au premier trimestre de 1991, les graves crises de trésorerie qui accablent beaucoup d'entre elles depuis plusieurs mois sont par ailleurs révélatrices de la grande fragilité financière de cette industrie : le transport aérien sort de sept années de forte croissance et d'apparente prospérité sans s'être enrichi ni même fortifié.

Lorsqu'on observe l'évolution de la recette unitaire des compagnies aériennes au cours des vingt dernières années et qu'on constate que le même service est aujourd'hui facturé 30 à 40 % moins cher, en valeur réelle, qu'il ne l'était il y a vingt ans, il est permis de s'interroger quant au juste prix du transport aérien (Planche 7).

MAIS LES PERSPECTIVES A MOYEN TERME SONT BONNES ET LES BESOINS DE FINANCEMENT CONSIDERABLES

En dépit de la morosité de la situation actuelle et des graves interrogations qui pèsent, dans les mois à venir, sur la survie de certains acteurs du transport aérien, les perspectives à moyen et long terme restent favorables et même excellentes.

Une croissance soutenue en moyenne sur les quinze prochaines années.

Certains oracles prophétisaient, au lendemain de la guerre du Golfe, que la demande en voyages d'affaires serait durablement diminuée du fait des nouvelles habitudes de travail découvertes par les entreprises et fondées sur les moyens de télécommunications modernes : audioconférences, vidéoconférences, liaisons informatiques spécialisées, télécopieurs,... Je suis, pour ma part, de ceux qui croient au contraire que le développement et la vulgarisation de ces techniques sophistiquées contribuent à stimuler le besoin de voyages d'affaires plutôt qu'à lui faire concurrence. Les statistiques des deux derniers mois sur les grandes destinations d'affaires, entre les Etats-Unis et l'Europe, ainsi qu'au dessus du Pacifique, semblent, en la matière, devoir donner raison aux optimistes. Le développement du commerce international, qui connaît aujourd'hui au plan mondial une croissance deux fois supérieure à celle de la croissance économique garantit le maintien d'une forte demande de voyages d'affaires.

Quant au tourisme international, si l'année 1991 paraît en effet assez largement compromise du fait des décisions prises par les consommateurs au moment de la crise du Moyen-Orient, l'aspiration des hommes à voyager pour leurs loisirs paraît bien irréversible.

Les moyens de substitution enfin, comme notamment les trains à grande vitesse, ne paraissent à moyen terme devoir constituer une menace réelle que sur des segments de marché extrêmement localisés et marginaux.

Après les fortes turbulences actuelles, l'industrie du transport aérien est donc appelée à retrouver le chemin de la croissance.

Des facteurs objectifs d'amélioration à terme de la rentabilité des compagnies aériennes se dessinent également.

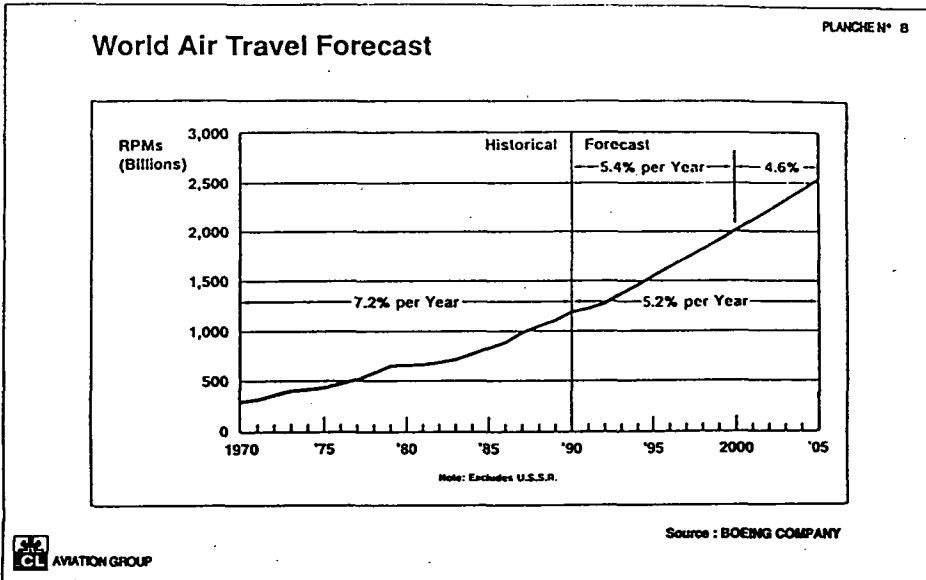
- Poursuite de la reconcentration, en particulier aux Etats-Unis - les six grandes compagnies American, United, Delta, Northwest, Continental et Us Air présentent aujourd'hui 87 % du trafic- qui devrait favoriser la stabilisation de la recette unitaire.

- Amélioration de la productivité de nombreuses entreprises, qui ont su tirer profit de la guerre du Golfe pour dégraisser leurs effectifs et obtenir des concessions salariales ou de productivité de leurs employés et qui ressortiront aguerries de la crise.

- Poursuite du développement du fret aérien, dont la croissance, selon Airbus Industrie, devrait dépasser celle du transport de passagers d'environ 2% par an.

- Arrivée massive en exploitation d'avions de nouvelle génération qui vont diminuer notablement la facture pétrolière, sous réserve que les cours se stabilisent à leurs niveaux actuels.

- Performances accrues des systèmes de réservation informatiques (CRS) qui, en favorisant une meilleure gestion des coefficients de remplissage et des tarifs, contribueront à dynamiser les recettes.

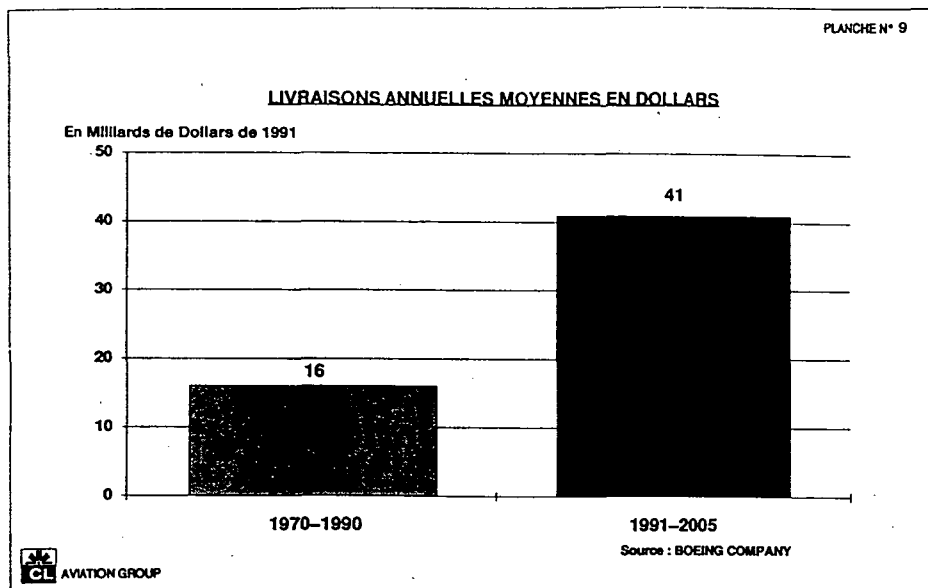


La dernière analyse de marché de Boeing, parue en février 1991 au plus fort de la crise, table ainsi sur une croissance annuelle moyenne de 5,2 % entre 1990 et 2005, qui conduit à doubler en quinze ans le volume de trafic (Planche 8).

Des investissements d'un niveau record

Afin de satisfaire cette demande prévisible tout en pourvoyant au renouvellement des flottes vieillissantes, encore accéléré par les récentes réglementations de bruit, Boeing prévoit un programme d'investissements de 617 milliards d'USD sur quinze ans, partagés deux tiers/un tiers entre marché de croissance et marché de remplacement.

En dollars constants, les investissements annuels moyens à réaliser par les compagnies aériennes sur la période 1991-2005 devraient ainsi augmenter de 150 % par rapport à leur niveau moyen de la période 1970-1990 pour représenter chaque année un besoin en capitaux de l'ordre de 40 milliards d'USD, soit environ trois fois le coût du tunnel sous la Manche (Planche 9).



Quelles sources de fonds pour le transport aérien ?

Même si les prévisions de Boeing peuvent être quelque peu suspectes de volontarisme, on constate qu'elles sont partagées, à de faibles nuances près, par la grande majorité des experts.

Airbus Industrie, la Federal Aviation Administration, la Commission Européenne, les grands motoristes, tous prévoient une croissance annuelle moyenne voisine de 5 % et des besoins en capitaux supérieurs à 35 milliards d'USD par an en moyenne sur les quinze prochaines années.

Pour faire face à ce programme d'investissements sans précédent, les compagnies aériennes ont à leur disposition trois sources de fond principales :

- leur propre *cash-flow*,
- leur capacité à lever des capitaux sur les marchés, sous forme d'actions, d'obligations ou d'instruments hybrides ;
- les financements bancaires spécifiques, qu'il s'agisse de prêts ou de leases financiers.

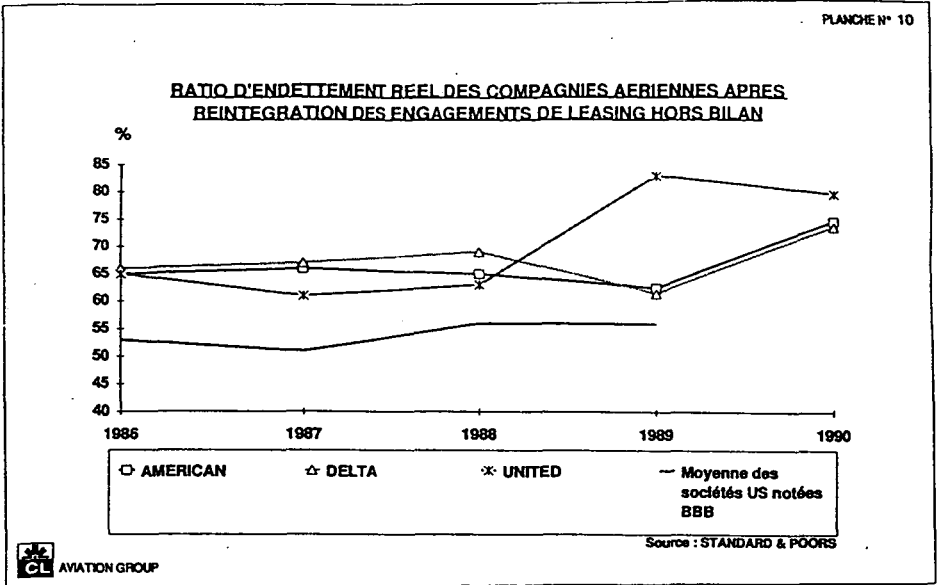
Elles peuvent également avoir recours à la location, en acceptant de laisser aux loueurs spécialisés la propriété économique des appareils.

Le marché de la location semble, avec les 20 à 25 % de pénétration évoqués précédemment, avoir trouvé son niveau de croisière, tant du point de vue des compagnies aériennes, dont les bilans se trouvent fragilisés de ne plus pouvoir s'appuyer autant qu'avant sur les plus-values latentes liées à la bonne tenue de la valeur des avions, que du point de vue des investisseurs, qui découvrent actuellement le caractère très cyclique du marché et n'étaient pas tous prêts à en affronter les rigueurs.

De même, l'expérience de l'investissement direct de détenteurs de capitaux privés sur des avions de ligne, pratiqué aux Etats-Unis à partir du début des années 80 au travers de fonds d'investissement gérés par des sociétés de leasing et essentiellement axés sur des appareils d'occasion, ne paraît pas devoir se développer davantage compte tenu de la situation actuellement très précaire de la plupart de ces fonds, à la suite des faillites en série des compagnies américaines.

Quant à la capacité des compagnies aériennes à lever des fonds sur leur bilan, il n'est que d'observer les ratios d'endettement réels -

réintégration faite des engagements de leasing hors bilan- des meilleures d'entre elles pour en comprendre les limites (Planche 10).



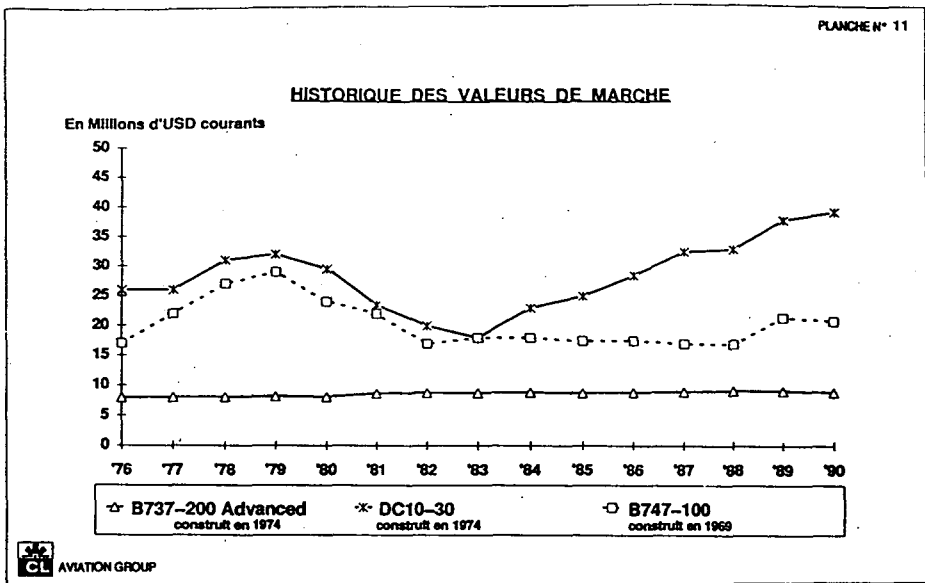
Si l'on admet que les compagnies sauront dégager sur leurs propres ressources, soit par leurs *cash flow* soit par leur capacité d'accès aux marchés financiers, environ 50 % de leurs besoins en capitaux, et en tenant compte du fait que les loueurs d'avions se financent eux-mêmes à hauteur d'environ 80 % auprès des banques commerciales, c'est un montant supérieur à 15 milliards d'USD qui sera ainsi à trouver chaque année auprès de la communauté bancaire internationale.

On estime que l'engagement actuel des banques dans le domaine de l'aviation s'élève au plan mondial à environ 180 milliards d'USD. Compte tenu de la durée généralement longue des financements -douze à quinze ans en général, parfois beaucoup plus- ***c'est probablement un total d'engagements de près de 300 milliards d'USD qu'il sera nécessaire d'obtenir des banques d'ici la fin du siècle, soit un montant supérieur au tiers des fonds propres des 500 premières banques mondiales.***

Alors que les crédits administrés n'ont représenté au cours des cinq dernières années qu'une très faible part -de l'ordre de 5 à 10 %

selon les années- des financements des flottes d'avions de ligne, les banques se sont résolument orientées vers le concept de financement d'actifs, où l'essentiel de leurs garanties repose sur la valeur des équipements financés.

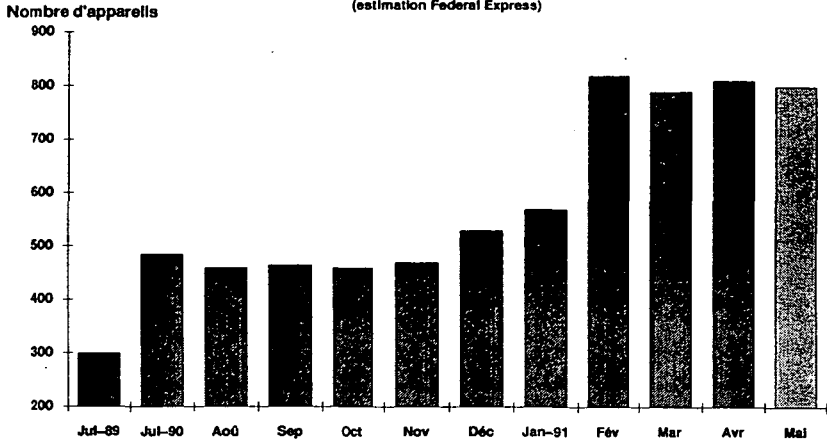
S'appuyant sur la remarquable propension des avions de ligne à conserver leur valeur au cours du temps, voire à prendre de la valeur en dollars courants, et sur un environnement juridique généralement très favorable au plan international, les banques ont jusqu'à présent bien accompagné le développement des flottes (Planche 11).



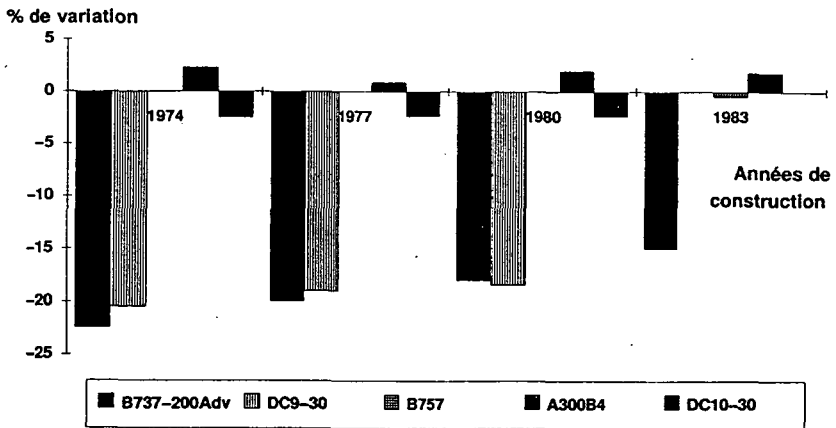
La crise actuelle, en provoquant par l'effet de ciseau mentionné précédemment, une surcapacité temporaire soudaine a contribué à faire chuter sensiblement les prix de marché de certains appareils au moment précis où certaines banques devaient exercer leurs sécurités à la suite des défaillances de leurs emprunteurs. Certains établissements ont ainsi découvert brutalement les difficultés potentielles des marchés cycliques (Planche 12 et 13).

APPAREILS DISPONIBLES SUR LE MARCHÉ

(estimation Federal Express)



POURCENTAGE DE VARIATION DE LA VALEUR DE MARCHÉ DES APPAREILS - DE JANVIER 1990 A JANVIER 1991



La façon dont ces établissements sauront ou ne sauront pas se sortir sans dommage de la mauvaise passe actuelle conditionnera sans doute dans une large mesure leur positionnement face à la poursuite du développement du transport aérien.

En toute hypothèse, il est permis de penser que la disponibilité du crédit pèsera, pour les années à venir, d'une contrainte forte sur la croissance et le renouvellement des flottes.

Il est peu probable que de nouveaux intervenants financiers acceptent d'entrer en jeu sous des formes nouvelles dans les années difficiles qui s'annoncent, alors qu'ils sont restés absents de ce marché dans les années de haute conjoncture. La clef du problème réside bien plutôt entre les mains des acteurs d'aujourd'hui, qui tous devront, par leurs efforts, contribuer à faire se rejoindre l'offre et la demande de crédit.

- Les compagnies aériennes devront, les premières, dégager les améliorations de productivité qui permettront d'augmenter leur part d'auto-financement dans les investissements à venir.
- Les autorités des pays exportateurs devront continuer d'adapter leurs procédures de couverture pour les rendre plus facilement disponibles et plus conformes aux besoins des emprunteurs.
- Les constructeurs seront appelés à apporter, sous les formes appropriées, un soutien accru aux montages financiers.
- Les banques, enfin, devront tirer les enseignements des difficultés actuelles, non pas pour se détourner de ce marché considérable et prestigieux, mais au contraire pour y intervenir avec un savoir-faire et une sérénité accrus.

DEBAT RELATIF A LA COMMUNICATION DE M. DURANCE

QUESTION DE M. ROUDIER (Directeur de la Flotte de Commerce)

Les principaux acteurs du monde maritime ne peuvent être que confortés dans leur appréciation des risques qu'ils encourent au vu de ceux supportés par leurs confrères du transport aérien. Peut-on, cependant, disposer de façon complémentaire :

- d'indications sur la situation financière des loueurs d'aéronefs et en particulier sur leur capacité à faire des bénéfices ?
- d'informations sur l'influence des taux de croissance du transport aérien (de 5 à 10 % par an) sur la restauration des capacités bénéficiaires des transporteurs aériens eux-mêmes, la situation dans le maritime étant tout à fait différente ?
- d'éléments permettant d'estimer l'existence ou non d'une surcapacité en matière de transport aérien?

REPONSE

Certains loueurs d'avions ont atteint aujourd'hui une taille considérable, avec des bilans de plusieurs milliards d'USD. Assez largement capitalisés, les plus importants, comme l'irlandais GPA ou l'américain ILFC, sont relativement peu vulnérables, à court terme, au retournement du marché. Ces sociétés ont dégagé dans les cinq dernières années des marges bénéficiaires remarquablement élevées. Elles continuent de le faire en plein coeur de la crise. Toutefois, il faut souligner que les résultats comptables de ces intermédiaires sont parfois largement embellis par des politiques d'amortissement de leurs actifs assez complaisantes. On peut penser qu'elles sont en train, pour certaines d'entre elles en tout cas, de finir de manger leur pain blanc.

Pour la deuxième question, il est de fait que le transport aérien est historiquement en moyenne un secteur à croissance forte. Cette croissance, en dynamisant les cash-flows, a favorisé dans le passé l'équilibre financier des opérateurs. Cependant, si pour maintenir la croissance en volume, les compagnies se sentent obligées, comme c'est aujourd'hui le cas, de se lancer dans des guerres tarifaires sanglantes, alors croissance et prospérité deviennent antinomiques.

Quant au dernier point, la réponse est malheureusement sans ambiguïté : oui, il y a aujourd'hui une forte surcapacité, qui se traduit d'une part par une baisse marquée des coefficients de remplissage des compagnies, d'autre part par une croissance spectaculaire des appareils en situation d'inemploi (plus de 800 à l'heure actuelle). Ce phénomène est aggravé par le fait que les avions neufs arrivent au même moment sur le marché à des cadences inégalées.

2 - ESSAI DE QUANTIFICATION DU BESOIN DE FINANCEMENT NECESSAIRE AU RENOUVELLEMENT DE LA FLOTTE DE COMMERCE MONDIALE

*Pierre JOURDAN-BARRY
Président directeur général
Barry Rogliano Salles S.A.*

RESUME

Cette étude consiste en une estimation du besoin de renouvellement à l'identique de la flotte de commerce mondiale.

Pour chaque catégorie de navire (type et taille ; ex : VLCC, Suezmax,..), l'examen de la structure d'âge des navires a permis de déterminer le nombre de navires à commander pour assurer le renouvellement d'ici 2001 de la flotte dépassant la limite d'âge fixée, déduction faite des navires déjà en commande.

A partir des prix de commande des navires de chaque catégorie connus à la mi-1991 et d'hypothèses d'évolution de ces prix au cours de la période 1991-2000, il a été possible d'en calculer le montant global qui atteint 343 milliards de dollars (231 milliards pour 1991-95 et 112 milliards pour 1996-2000).

Cette étude ne tient compte ni des évolutions pouvant se produire dans la demande de transport des différentes marchandises ni des changements dans les types et tailles de navires à venir. Néanmoins, les chiffres obtenus doivent constituer un ordre de grandeur raisonnable.

ABSTRACT

This study consists in estimating the need of new ships to replace identically the aged world merchant fleet.

In each category of ships (type and size ; ex : VLCC, Suezmax,.) the age of the fleet determines the number of vessels to be ordered in order to replace overaged vessels, after deduction of ships on order at the beginning of 1991.

The expected volume of funds needed for each category has been calculated from the newbuilding prices of vessels at mid-1991 and estimations of variation of these prices during the 1991-2000 period.

The total amount is estimated at USD 343 billion (USD 231 bn in 1991-1995 and USD 112 billion in 1996-2000).

The study does not take into account in the variation in transport demand either the growth in size and/or changes in type of ships. Nevertheless, these amounts should be considered as reasonable estimations.

* * *
* *

Les annexes et tableaux chiffrés ou graphiques du présent article sont renvoyés en fin de volume, compte tenu de leur importance.

La présente étude a pour but d'estimer de la façon la plus réaliste possible le montant de financement nécessaire au renouvellement de la flotte de commerce mondiale d'ici à l'année 2001.

La crise profonde qu'a traversée le marché maritime au cours des quinze dernières années a conduit à un faible rythme de commandes de navires neufs, et donc, particulièrement dans le secteur des gros porteurs vraquiers et pétroliers, à un vieillissement de la flotte.

La décennie 1991-2001 sera donc une période au cours de laquelle l'économie mondiale devra supporter une charge financière conséquente pour renouveler l'outil de travail indispensable aux échanges économiques par voie maritime.

DEFINITION DE LA FLOTTE DE COMMERCE MONDIALE

La flotte qui fait l'objet de notre étude est celle des navires marchands d'une taille minimale significative, celle-ci dépendant du type de navires, et apparaissant dans les tableaux annexés. En sont donc exclus les barges, les navires de pêche, et les navires particuliers : remorqueurs, navires océanographiques, navires usines, câbliers, etc.

SEGMENTATION DE LA FLOTTE PAR TYPES DE NAVIRES

Cinq grandes catégories ont été prises en compte :

- les navires transporteurs de vrac liquide, (tableaux 1.1. à 1.5)
- les navires transporteurs de vrac solide, (tableau 2.1)
- les navires "combinés", transporteurs, en alternance, de vrac solide et liquide, (tableau 3.1)
- les navires transporteurs de marchandises conditionnées et véhicules, (tableaux 4.1. à 4.4.)
- les navires transporteurs de passagers (tableaux 5.1. et 5.2.).

LES NAVIRES TRANSPORTEURS DE VRAC LIQUIDE

Les pétroliers - Appartiennent à cette catégorie tous les navires capables de transporter du pétrole brut ou des produits raffinés, y compris les transporteurs de produits raffinés capables de transporter des produits chimiques liquides peu dangereux (classification OMI classe 3 : type benzène, toluène, xylène, soude caustique en solution, etc...).

Les chimiquiers - Appartiennent à cette catégorie les navires capables de transporter des produits chimiques liquides sophistiqués et souvent dangereux. Les éléments qui distinguent les navires chimiquiers des pétroliers sont les suivants :

- ils disposent en général d'un plus grand nombre de citernes.
- ils sont équipés de citernes revêtues, souvent avec des revêtements de types différents, voire en acier inoxydable, de façon à pouvoir s'adapter à la grande diversité des produits chimiques.
- ils ont la possibilité de faire une ségrégation complète entre les divers produits, et en conséquence sont pour la plupart équipés d'un circuit de chargement et de pompage individuel pour chaque citerne.

Nous avons également inclus dans cette catégorie les navires spécialisés suivants :

- les transporteurs de concentré de jus de fruit (réfrigération à -12°C , citernes en acier inoxydable).
- les transporteurs de bitume (réchauffage à $180/220^{\circ}\text{C}$),
- les transporteurs de soufre liquide (réchauffage à 135°C), navires dont le prix de construction est comparable à celui des chimiquiers.

Les gaziers - Appartiennent à cette catégorie les transporteurs de gaz liquéfié. Ce sont des navires sophistiqués, faisant appel à des techniques d'isolation et/ou de pressurisation poussées. On distingue trois catégories de gaziers :

les méthaniers : leur isolation leur permet de transporter du gaz naturel liquéfié (méthane) à une température d'environ -165°C ; ces navires de grande capacité ne sont pas, en général, capables de transporter de gaz de pétrole liquéfié, car ne disposant pas, à de rares exceptions près, d'unité de liquéfaction des vapeurs.

les éthyléniers : leur isolation leur permet de transporter de l'éthylène à une température d'environ -104°C ; ils sont également capables de transporter des gaz de pétrole liquéfiés.

les transporteurs de gaz de pétrole liquéfié, aptes au transport de G.P.L., à des températures moins basses, tels que propane : -42°C , butane : -1°C à la pression atmosphérique, et encore plus élevées si sous pression.

LES NAVIRES TRANSPORTEURS DE VRAC SOLIDE (VRAQUIERS)

Leur appellation parle d'elle-même. Appartiennent à cette catégorie les navires à pont unique conçus pour transporter des marchandises solides en vrac : charbon, minerai, grain, soufre, phosphate, ciment, etc.

LES NAVIRES "COMBINÉS"

Ces navires sont construits pour pouvoir être utilisés sur deux types de trafic celui des pétroliers et celui des vraquiers.

A cet effet, ils sont conçus de façon à pouvoir charger alternativement dans leurs cales du pétrole ou des cargaisons solides. Une attention particulière doit être portée à la conception de leurs panneaux de cales qui doivent être parfaitement étanches. En outre, ces navires disposent des mêmes circuits de chargement, pompage, et matériels de lutte contre l'incendie qu'un pétrolier.

LES NAVIRES TRANSPORTEURS DE MARCHANDISES DIVERSES ET VEHICULES

Les cargos. Navires traditionnels, généralement multiponts, utilisés pour le transport de marchandises diverses de toutes natures, conditionnées en sacs, fûts, caisses, etc., ou non conditionnées lorsqu'elles ont un volume unitaire important. Nous avons inclus dans cette catégorie les cargos polyvalents capables de transporter accessoirement des conteneurs en nombre limité, ainsi que les navires transporteurs de voitures non roulantes.

Les navires réfrigérés - Ce sont des navires multiponts polythermes, conçus pour le transport de denrées périssables sous température contrôlée. Ces navires, dont les cales sont isolées, disposent d'une unité de réfrigération qui permet de maintenir des températures variant, en général, de + 12 à - 25°C. Les navires modernes disposent d'une plage plus étendue (+ 15/-30°C). Certains navires, conçus essentiellement pour le transport de viandes et poissons congelés, n'ont que la possibilité de températures négatives, allant parfois jusqu'à - 50°C, et sont donc inaptes au transport de bananes, agrumes, et fruits.

Les porte-conteneurs. Cette catégorie regroupe les navires cellularisés spécialement conçus pour le transport de conteneurs.

Les navires rouliers - Ce sont des navires conçus pour le transport de véhicules roulants (voitures, camions, engins roulants

divers de travaux publics, militaires, ...), avec éventuellement des aménagements pour le logement de chauffeurs.

LES NAVIRES TRANSPORTEURS DE PASSAGERS

Les navires de croisières. Ces navires ne sont plus affectés au "transport" de passagers en lignes régulières, l'avion accomplissant de nos jours cette mission, mais dédiés aux loisirs en mer.

Les transbordeurs. Navires destinés au transport de passagers accompagnés ou non de leur véhicule roulant. Ils sont affectés à des lignes régulières pour des voyages de courte durée, par exemple traversée de la Manche, de la Méditerranée, dessertes des îles, liaisons côtières, etc.

SEGMENTATION DE CHAQUE TYPE DE NAVIRE PAR TAILLE (tableaux 6.1. et 6.2)

Les tableaux joints font apparaître des tranches de tailles différentes selon les types de navires. Nous avons fixé celles-ci en fonction des critères d'exploitation commerciaux de chaque type de navires. En outre, les unités de référence varient. Elles sont les suivantes :

- pétroliers	: port en lourd	en tonnes métriques
- chimiquiers	: port en lourd	en tonnes métriques
- gaziers	: capacité cubique	en mètres-cubes
- vraquiers	: port en lourd	en tonnes métriques
- navires combinés	: port en lourd	en tonnes métriques
- cargos	: port en lourd	en tonnes métriques
- navires réfrigérés	: capacité cubique	en pieds-cubes
- porte conteneurs	: capacité en E.V.P. neurs "Equivalent Vingt Pieds"	en nombre de conte- neurs
- navires rouliers	: port en lourd	en tonnes métriques
- navires de croisières	: jauge brute	en tonneaux
- transbordeurs	: jauge brute	en tonneaux

SEGMENTATION PAR AGE (tableaux 7.1. à 7.12)

Nous nous sommes livrés pour chaque taille et type de navires, à une analyse par année de construction. Pour les catégories les plus importantes, nous avons également établi quatre histogrammes pour chaque catégorie, deux par année de construction et deux par tranche de cinq ans.

BESOIN DE RENOUVELLEMENT ANNUEL (tableaux 8.1. 8.46)

Nous avons pris comme hypothèse générale que la durée de vie d'un navire marchand est de vingt ans, mais il faut souligner les exceptions suivantes

Gaziers : - *méthaniers* : 30 ans
- *GPL de plus de 40 000 m3* : 30 ans
- *GPL de moins de 40 000 m3* : 25 ans.

En effet, la haute technologie mise en jeu, et la sévérité des normes de construction, conduisent à des navires d'excellente qualité.

De plus, si les gaziers sont remplis de cargaisons en volume, ils le sont avec des produits de faible densité, de l'ordre de 0,5 à 0,7. Le poids transporté est donc faible au regard de la taille du navire qui subit des contraintes moindres qu'un pétrolier ou qu'un vraquier de même taille.

Quant aux plus gros navires -en particulier les méthaniers-, ceux-ci sont affectés sur des trafics réguliers, et transportent le même produit. D'où notre hypothèse d'une durée de vie de 30 ans, confirmée par les engagements à long terme de certains intervenants sur ce marché, sur des navires qui, en fin de contrat, seront âgés de 30 ans, voire plus.

Pour ce qui est des plus petits navires G.P.L., nous avons tenu compte du fait que ces navires sont amenés à transporter différents types de produits, et donc procéder à de fréquents nettoyages des cuves, qui subissent en outre des changements de températures et/ou de pression, ce qui diminue leur longévité.

Navires réfrigérés : 25 ans

Ces navires, et surtout ceux affectés au transport de bananes, qui représente environ 70 % des trafics, transportent la plupart du temps des denrées à grand coefficient d'encombrement. Ils naviguent donc le plus souvent avec une masse réduite de cargaison à bord, et atteignent rarement leur enfoncement théorique maximum. Les contraintes qu'ils subissent sont donc limitées.

Navires de croisière : 30/35 ans

Au regard de sa taille, un navire de croisière ne transporte pratiquement que du "vide", essentiellement dans des mers telles la

Caraïbe, la Méditerranée,..., et subit donc des contraintes minimales. De surcroît, ces navires sont l'objet de fréquentes refontes techniques et transformations commerciales.

Transbordeurs : 25/30 ans

Les commentaires que nous venons de faire pour les navires de croisière s'appliquent à ce type de navires, mais sont modulés par le fait que le transport de véhicules en même temps que des passagers conduit à une masse de cargaison transportée plus importante qui entraîne des contraintes supérieures pour le navire. C'est sur ces bases que nous avons réalisé des tableaux qui mettent en évidence le nombre de navires à remplacer chaque année à l'expiration de leur durée de vie, ceci jusqu'en l'an 2001, ainsi que les chiffres cumulés.

DEDUCTION DES NAVIRES DEJA COMMANDÉS (tableaux 9.1 à 9.6)

Selon les types et tailles de navires, l'établissement des carnets de commandes est plus ou moins précis. A ce niveau, particulièrement pour les navires des plus petites tailles, nous avons dû procéder à des estimations. Pour les cargos polyvalents, il nous faut préciser que le besoin de financement est certainement surestimé, dans la mesure où nous n'avons pas pris en compte les commandes, l'établissement d'un carnet de commandes pour ce type de navires étant par trop aléatoire. Par ailleurs, ces navires seront amenés, pour une bonne part, à être remplacés par des porte-conteneurs ou des rouliers.

EVALUATION DES PRIX DE COMMANDE

Les prix de commandes ont été évalués en valeur actuelle, et indexés en fonction d'une évolution plausible dans les années à venir, selon les types et tailles de navires. Nous avons retenu deux types d'évolution des prix de construction.

- Pour les plus gros porteurs (pétroliers, vraquiers, et grands porte-conteneurs), pour lesquels les chantiers devraient se trouver du moins momentanément en situation de sous-capacité, hausse rapide des prix jusqu'en 1995/1996, puis ralentissement, plafonnement vers 1999/2000, puis probablement décroissance des prix.

- Pour les navires plus petits, pour lesquels la capacité de construction ne devrait pas connaître de goulot d'étranglement notable, hausse plus modérée pendant la première période, puis

évolution parallèle à la précédente en deuxième période. Nous avons donc retenu les chiffres suivants :

	gros navires	petits navires
1991/1995	+ 35 %	+ 20 %
1995/2000	+ 8 %	+ 8 %
2000/2001	- 1,5 %	- 1,5 %

Il est à noter que les prix sont fondés sur la structure de financement suivante : Cinq versements semestriels de 20 % du prix du navire, le premier à la commande, le dernier à la livraison. Ils ne tiennent donc pas compte des coûts induits par une structure de financement différente (par exemple paiement de 20 % à la commande et 80 % à la livraison, ou, au contraire, paiement de 40 % à la commande), ni des coûts de surveillance au cours de la construction du navire.

Il est évident que les coefficients retenus ci-dessus pour passer des prix de construction 1991 aux prix de construction ultérieurs pourraient en fait se révéler différents, encore que ceux-ci aient été choisis avec soin et après consultation de plusieurs chantiers notables.

DETERMINATION DU BESOIN DE FINANCEMENT

Nous sommes arrivés à un coût financier de remplacement théorique par type et taille de navires, puis global. Il est essentiel de préciser que ces chiffres ont été établis sur la base d'un renouvellement à l'identique de la flotte existante, en prenant donc pour hypothèse une "croissance zéro", des trafics inchangés -que ce soit en termes de rotations géographiques ou de quantités de cargaisons transportées-, et un remplacement par des navires similaires.

Dans les tableaux, nous avons affecté arbitrairement tous les navires dépassant l'hypothèse de durée de vie de la catégorie à l'année 1991, alors que leur renouvellement sera étalé dans le temps. Nous avons également retenu un délai de deux ans entre la commande et la livraison. Ainsi, les dernières commandes se situent en 1999 pour livraison en 2001.

Enfin, pour certaines catégories, les commandes déjà passées excèdent -parfois largement- les besoins de renouvellement de la flotte. Cet excédent vient donc en déduction des besoins ultérieurs de remplacement.

CONCLUSION

Je voudrais, en conclusion de cette étude, rappeler la phrase prêtée à Voltaire, qui aurait dit qu'il y avait trois degrés dans le mensonge : le mensonge, le double mensonge et la statistique.

Ayant pu apprécier la difficulté de la tâche qui m'avait été confiée, je dois avouer mon accord de principe avec la boutade de Voltaire car l'étude que je viens de vous présenter a été faite avec soin, mais je suis tout-à-fait conscient que d'involontaires erreurs d'appréciation ont sans doute été commises lorsque nous avons dû prendre des hypothèses pour cerner le cours des dix prochaines années en matière, par exemple, de rythme de renouvellement de la flotte ou d'évolution des prix de construction.

Par ailleurs, comme le précise le titre de cette étude, nous nous sommes seulement attachés à examiner le remplacement à l'identique de la flotte existante. Ce sera pour l'essentiel le cas ; il est toutefois à prévoir qu'il y aura aussi des ripages entre types de navires : moins de cargos et plus de porte-conteneurs, par exemple. Dans tous les cas de ce type, nous avons dû faire des suppositions qui ne se révéleront sans doute que partiellement exactes.

Il est de plus très probable que certains trafics se modifient au cours de la période considérée.

En ce qui concerne, par exemple, les gros pétroliers, les estimations actuelles font ressortir un besoin, d'ici cinq à dix ans, de l'ordre d'une centaine de VLCC/ULCC et d'une trentaine de Suezmax supplémentaires.

Cependant, le trafic pétrolier au départ du golfe Arabo-Persique sur les Etats-Unis et l'Europe est susceptible d'être, en tout ou partie, remplacé par un trafic golfe du Mexique/Etats-Unis et Europe, si les considérables gisements récemment découverts dans le golfe du Mexique se révélaient rapidement exploitables, bien qu'ils soient situés sous 1000 mètres d'eau.

Il paraît peu probable cependant qu'une telle évolution aboutisse avant la période de dix ans que nous avons étudiée.

A l'inverse, la chute de la production pétrolière envisagée en URSS entraînera un allongement des routes d'approvisionnement des Pays de l'Est précédemment alimentés par du pétrole en provenance de l'Union Soviétique.

Par ailleurs, des bouleversements d'origine technologique seraient susceptibles d'entraîner d'importantes modifications dans les types et le nombre des navires affectés à un type de service. C'est ainsi que des études poussées sont actuellement poursuivies par différents constructeurs -japonais et européens- en matière de navires à très grande vitesse. L'aboutissement de ces études pourrait bouleverser la physionomie des flottes, en particulier de transbordeurs et de porte-conteneurs.

Un autre élément pourrait venir perturber nos conclusions : l'apparition de nouveaux constructeurs de navires tels que la création par le chantier coréen Hulla d'une grande cale de construction destinée à la production de VLCC/ULCC, ou encore l'éventuelle remise en service du chantier de La Ciotat. De tels événements, s'ils entraînaient un notable accroissement de la capacité globale de production, auraient pour effet d'une part de raccourcir les délais de livraison, d'autre part d'entraîner une baisse des prix de vente - et donc de rendre caducs certains au moins des chiffres que nous avons retenus dans notre étude.

Il ne nous est évidemment pas possible d'anticiper avec certitude sur de tels événements hypothétiques. j'ai, cependant, voulu attirer l'attention sur le type de changements susceptibles de rendre nécessaire une **fréquente actualisation** des données de la présente étude.

Dans l'ensemble cependant, je pense que les chiffres présentés en matière de besoins de financement peuvent être considérés comme des **ordres de grandeur raisonnables** (cf. annexe).

Tableau 9.6.

	1991-95 (milliard USD)	1996-2000 (milliard USD)	total (milliard USD)
Besoins totaux de financement sur la période 1991-2000	231	112	343

**DEBAT RELATIF A LA COMMUNICATION DE
M. JOURDAN BARRY**

QUESTION

M. LUIGI souhaite connaître la justification des variations de prix constatées entre les pétroliers à double et simple coque.

REPONSE

M. JOURDAN-BARRY estime que la valeur 1991 d'un pétrolier à simple coque étant comptée à 90 M\$, le même en double coque est coté 110 M\$. A l'avenir, les prix pourraient atteindre à 120 M\$ pour la simple coque et 140 M\$ pour la double coque. La dérive des écarts est parallèle à celle des prix

QUESTION

M. GRILL indique que l'Association européenne des constructeurs de navires (AWES) s'est engagée dans une réflexion sur le caractère cyclique ou non des activités de la construction navale. Il précise qu'avec ses moyens actuels, la construction navale coréenne est capable de produire 5 à 6 VLCC par an, ce qui contribue au maintien d'une capacité excessive. Il y a donc surcapacité chronique. Celle-ci est en outre renforcée par la réorientation possible des capacités de l'ex-CAEM (COMECON) vers le marché mondial, le gel économique des pays en cause devant cesser. Tout ceci est encore compliqué par la sous-traitance entre grands chantiers et sites de second plan. Il n'y a donc pas d'obstacle technique pour les chantiers actuels à accompagner, sans réouverture de sites, les efforts actuels de renouvellement de la flotte.

REPONSE

M. JOURDAN-BARRY estime que le retour dans le circuit international des chantiers de l'ex-CAEM sera différé plus longtemps que prévu faute de saine gestion. Par contre, le Japon est en train d'accroître considérablement la productivité de ses chantiers. Là où les Européens mettent plus d'un million d'heures de travail pour construire un VLCC, les Japonais mettent 700 000 h et étudient la possibilité de se contenter de 350 000 h avec, il est vrai, un volume important de sous-traitance.

QUESTION

Le Pr BAUCHET indique que les modifications structurelles des échanges internationaux auront des conséquences en matière de types de navires à construire. La stagnation des échanges de matières premières, la croissance de ceux de produits manufacturés vont susciter un nouvel intérêt pour les porte-conteneurs et notamment ceux dont le marché est asiatique. Il indique que le rôle industriel de la Chine (et financier de la diaspora chinoise) est important pour le secteur des porte-conteneurs et qu'il en résulte une conséquence structurelle sur la flotte mondiale.

REPOSE

M. JOURDAN-BARRY estime qu'il ne faut pas attendre beaucoup de cette croissance sur la demande en navires car ceux-ci sont de plus en plus productifs, ce qui crée un excédent de cales si important qu'il est capable d'absorber les nouvelles demandes de transport de conteneurs.

3 - L'INVESTISSEMENT MARITIME ET SON FINANCEMENT DANS LA DECENNIE DE 1990

*Monsieur Philippe LAGAYETTE
Sous-Gouverneur de la Banque de France*

RESUME

Les années 80 ont constitué une période de transformation majeure des marchés de capitaux

Elles ont été marquées par l'essor général des marchés de capitaux, permis par le développement de l'informatique et des télécommunications, le désir des agents privés d'acquérir plus de flexibilité dans leur gestion financière et les mesures de libéralisation prises par les pouvoirs publics. Le marché global qui a ainsi émergé est caractérisé par le foisonnement et la diffusion des innovations financières, la désintermédiation et l'institutionnalisation des gestions (c'est-à-dire la gestion pour compte d'autrui par des spécialistes).

Pour mener à bien la modernisation du paysage financier français, il a fallu tout d'abord renoncer aux commodités que pouvait offrir l'accès à des circuits de financement privilégiés. Les années 80 ont également vu le fort développement de la place financière de Paris.

Mais cette globalisation des marchés a coexisté avec de grands déséquilibres. La première manifestation du caractère illusoire des facilités excessives de la fin des années 70 a été la crise de la dette du Tiers Monde. Les déséquilibres potentiels inhérents aux activités sur le marché global ont, en outre, été amplifiés par le mode de fonctionnement des places financières, trop sensibles aux pulsions spéculatives. Enfin, la fragilité actuelle de certains secteurs bancaires et financiers, aux Etats-Unis notamment, est la résultante et un facteur contributif de ces déséquilibres.

Les marchés ont ainsi indiscutablement conquis une place durablement importante, même si celle-ci ne sera pas forcément aussi considérable qu'elle l'a été au cours de la deuxième partie des années 80.

Les perspectives des années 90 annoncent l'entrée dans une phase de développement plus sélectif des marchés de capitaux.

La macro-économie est marquée par des données nouvelles. La première d'entre elles est le "manque d'épargne" face à l'importance des besoins de capitaux, en raison de la désépargne publique. Par ailleurs, la "résistance anti-inflationniste" est plus forte qu'auparavant, surtout en Europe où elle fonde la marche vers l'Union Economique et Monétaire, mais aussi aux Etats-Unis et au Japon. Enfin, la conjoncture se mondialise, parce que l'intégration économique dans le secteur industriel va croissant.

Cependant, le système économique et financier, tel qu'il apparaît au début des années 90, comporte des éléments de fragilité. Certains grands pays, de par leur position, l'ampleur et la diversification de leurs marchés, sont en mesure de prélever une part substantielle de l'épargne mondiale pour couvrir leurs excès budgétaires. De plus, le système organise des transferts massifs de risques et il a besoin d'orientations macroéconomiques pour bien fonctionner, sous peine de sur-réagir.

Mais, de son côté, le système bancaire a évolué : le décloisonnement, la désintermédiation et l'internationalisation des marchés se traduisent pour des banques par un accroissement de la concurrence. Dans le même temps, les systèmes bancaires de la plupart des pays se sont renforcés, grâce à la mise en oeuvre des règles prudentielles et à la constitution de montants élevés de provisions pour risques-pays. On peut donc penser que le système bancaire international sera, dans l'avenir, à la fois plus solide, mais aussi plus vigilant et plus sélectif vis-à-vis des emprunteurs finaux.

Pour la France, enfin, le développement de l'Europe économique et financière ajoutera ses atouts et ses exigences. La construction de l'Europe bancaire et financière va doter les entreprises européennes d'un espace financier intégré. Ce cadre nouveau sera à la fois un lieu de dynamisme et un lieu de compétition. Il devrait se révéler favorable pour les entreprises françaises performantes.

Abstract

The 1980s were years of major transformation for the world's financial markets. The 1980s were marked by the general expansion of financial markets furthered by the development of data processing and telecommunications, the private sector's desire for more flexibility in financial management, and liberalization measures taken by the authorities. The global market which emerged is characterized by the profusion and circulation of financial innovations, disintermediation and the institutionalization of securities management (i.e. the management by professionals on others' behalf).

In order to achieve the modernization of the French financial sector, the benefit of access to privileged financing channels had to be given up. The 1980s were also marked by the development of Paris as a financial center.

But major imbalances accompanied the globalization of the markets. The Third World debt crisis was the first sign of the illusory nature of the overabundant facilities extended at the end of the 70s. Potential imbalances inherent in activities on the global market were compounded by the operating methods of the financial centers which are oversensitive to speculative impulses. Lastly, the current weakness of certain banking and financial sectors, especially in the United States, both results from and contributes to these imbalances.

The markets have unquestionably conquered an important position for good, even if it will not be as important as in the second half of the 1980s.

The prospects for the 1990s herald the entry of international financial markets into a phase of more selective development.

The macroeconomic situation is marked by new elements. The first one is the "savings shortage" whereas capital needs are large because of growing budget deficits. Second, resistance to inflation is stronger than ever, especially in Europe where it underlies the oncoming Economic and Monetary Union, but also in the United States and in Japan. Lastly, as economic integration increases in the industrial sector, the world begins to share the same economic climate.

The economic and financial system as it exists at the beginning of the 90s has certain weaknesses. Given their rank, and the size and diversity of their markets, certain large countries are able to channel a substantial proportion of the world's savings to finance their budget deficits. In addition, the system organizes massive transfers of risk and it needs clear macroeconomic orientations in order to operate properly, otherwise it might overreact.

The banking system itself has changed : decompartmentalization, disintermediation and the globalization of markets have led to fiercer competition. At the same time, in most countries, the banking system has been buttressed by the implementation of prudential rules and the creation of large reserves for country risk. We can therefore expect that the banking system will be more solid, more vigilant and more selective about the end borrowers.

For France, the development of a united economic and financial Europe will be both a blessing and a challenge. The construction of a united banking and financial Europe will give European companies an integrated financial area in which to develop. The new Europe will be both a dynamic and a competitive place. It should prove favorable to France's successful companies.

Après avoir connu une période de croissance forte mais parfois désordonnée au cours de la décennie écoulée, les marchés mondiaux de capitaux entrent dans une phase de développement plus sélectif, qui ne devrait cependant pas défavoriser les entreprises françaises performantes.

LES ANNEES 80 ONT ETE DES ANNEES DE TRANSFORMATION MAJEURE DES MARCHES DE CAPITAUX

UN PHENOMENE MONDIAL : L'ESSOR DES MARCHÉS DE CAPITAUX

Les années 80 seront sans doute considérées comme les années de la finance, marquées par l'essor général des marchés de capitaux, la progression spectaculaire du nombre et du montant des transactions, la hausse, qui a parfois pu revêtir des proportions vertigineuses, du cours des actions, la mise en communication de tous les segments des marchés, tant domestiques qu'internationaux, le foisonnement et la sophistication croissante des innovations financières et, aussi, le prestige et l'attrait exercés par les métiers de l'argent.

Ce renouveau des marchés de capitaux s'est inscrit dans des tendances lourdes de la vie et de la pensée économique, même si certains de ses aspects n'ont sans doute qu'un caractère cyclique. Il trouve son origine, à la fois dans les progrès de la technologie et dans l'évolution du comportement des agents économiques.

- **Sur le plan technique**, le développement de l'informatique a facilité la réalisation de calculs à la fois amples et complexes à une vitesse toujours plus grande, rendant ainsi possibles des montages qu'autrefois l'esprit humain n'aurait pu embrasser. La télétransmission instantanée des données, qui représentent une masse toujours plus grande d'informations, a mis en communication permanente tous les marchés dans le monde, permettant ainsi aux principaux intermédiaires financiers d'intervenir en continu sur toutes les places.

- **Sur le plan économique et financier**, les agents privés (banques, compagnies d'assurances, fonds de pension, grandes

entreprises) ont cherché à acquérir plus de flexibilité dans leur gestion financière, à contourner les réglementations qui entravaient la croissance ou la diversification de leurs activités. Ainsi s'explique, par exemple, l'expansion des euromarchés. Les intervenants se sont également efforcés de se protéger, ou de tirer parti, des fluctuations des taux de change et des taux d'intérêt, donnant naissance aux marchés de couverture et d'options, dont les progrès ont été remarquables.

- ***Dans le domaine de la politique économique et monétaire***, les pouvoirs publics, et au premier rang les autorités monétaires, ont souvent donné une impulsion décisive à ce processus en prenant des mesures de libération.

. Pour des raisons générales tout d'abord, à savoir la confiance grandissante, voire la foi, placée dans les mécanismes de marché et le coût de plus en plus lourd, ainsi que l'efficacité de plus en plus contestée, des procédures administratives d'allocation autoritaire des ressources. La levée de l'encadrement du crédit et le démantèlement des régimes de contrôle des changes sont une bonne illustration de cette attitude.

. Pour des raisons pratiques, ensuite : le désir de permettre aux places financières des divers pays d'atteindre ou de conserver un statut international, couplé parfois avec la nécessité de financer des déficits budgétaires ou extérieurs importants.

Ces évolutions ont eu pour conséquence l'émergence, au niveau mondial, d'un marché global des capitaux, qui peut être caractérisé par sa mondialisation et son institutionnalisation. Ceci se manifeste par plusieurs traits.

- ***L'interconnexion des marchés***, qui est permise à la fois par les nouvelles données techniques que sont les télécommunications et l'informatique, et par le démantèlement des contrôles des changes ; tout ceci autorise l'exécution instantanée, à distance, vingt-quatre heures sur vingt-quatre, d'opérations de plus en plus complexes. Ainsi, a émergé le marché global fonctionnant sans interruption sur le globe, les différentes places se relayant au fil des fuseaux horaires.

- ***Le foisonnement et la diffusion dans tous les pays développés des innovations financières***, conçues notamment pour se protéger des risques de taux de change ou de taux d'intérêt et exploiter les décalages entre marchés ou entre opérations.

D'autres aspects techniques se retrouvent sur la plupart des places financières.

- **La désintermédiation et la titrisation**, inextricablement liées l'une à l'autre, qui signifient qu'aussi bien les demandeurs de capitaux que les investisseurs ont maintenant davantage recours aux marchés des titres négociables.

- Le caractère de plus en plus artificiel et obsolète des barrières qui peuvent séparer les différents compartiments des marchés. Les distinctions traditionnelles entre "money markets", sur lesquels sont traités les instruments à court terme, et "capital markets", où sont regroupés les produits d'une durée plus longue, perdent de leur pertinence avec, notamment, l'émission de titres de toutes échéances, de quelques jours, à trente ans, négociables sur des marchés décloisonnés.

- Très liée à l'internationalisation des marchés, *leur institutionnalisation* a également joué un rôle fondamental. En effet, de plus en plus, la gestion des actifs financiers ou la recherche des financements sont confiées à des professionnels qui opèrent pour le compte d'autrui. Il résulte de cette substitution de spécialistes à des individus opérant isolément pour leur propre compte une professionnalisation des décisions.

UN PHENOMENE FRANÇAIS

La France a largement participé à ce mouvement dans lequel elle a parfois joué un rôle moteur.

Pour mener à bien la modernisation du paysage financier français, il a certes fallu tout d'abord renoncer aux facilités et aux commodités que pouvait offrir l'accès à des circuits de financement privilégiés : réseaux de distribution particuliers, affectation prioritaire ou exclusive de certains fonds, taux d'intérêt fixés réglementairement en dessous des conditions du marché. Non seulement de telles procédures administrées sont contraires à la logique de la déréglementation et du marché global, qui les ébranlent et poussent à leur démantèlement, mais l'expérience a montré qu'elles se traduisaient par de nombreux dysfonctionnements : lourdeurs de gestion, surinvestissements dans certains secteurs, notamment ceux qui étaient en déclin, difficultés à saisir les inflexions du marché, consolidation des situations acquises, distorsion de la concurrence. En outre, elles impliquent des charges désormais estimées trop lourdes pour les finances publiques.

Les années 80 ont ainsi été marquées par le développement de la place financière de Paris.

En effet, les marchés de capitaux n'avaient atteint dans notre pays, au cours de la décennie 70, qu'une masse critique insuffisante pour attirer l'épargne nationale et étrangère. Cette situation s'est renversée, comme en témoignent la progression à partir du début des années 80 du poids des émissions dans le Produit Intérieur Brut ou bien encore la réduction du taux d'intermédiation financière.

De fait, l'activité boursière s'est sensiblement amplifiée. Ainsi, de 1978 à 1986, la capitalisation boursière a été multipliée par 6 pour les actions, pour atteindre 1 150 milliards, et par 5 pour les obligations (1 977 milliards). Durant la même période, le volume des transactions sur le marché secondaire a été multiplié par 9 pour les actions, pour aboutir à 424 milliards, et par 43 pour les obligations (1718 milliards). Au cours des quatre dernières années, dans un contexte boursier moins favorable, la capitalisation boursière totale a néanmoins progressé de plus d'un tiers, pour s'établir fin 1990 à 4 300 milliards ; le volume global des transactions, qui s'élevait au même moment à 3 800 milliards, s'est quant à lui accru de plus de 70 %.

Le marché obligataire constitue un point fort de notre système financier en raison de la qualité des signatures des principaux émetteurs et de la grande diversité des produits offerts. La capitalisation obligataire française est aujourd'hui d'un niveau proche de celle de Londres et occupait, à la fin de 1989, le cinquième rang mondial. Les émissions nettes d'obligations ont atteint environ 210 milliards de francs en 1990 (contre moins de 20 milliards en 1979).

Si dans le domaine des actions, le rang de Paris est plus modeste (environ 40 % de la capitalisation londonienne), il n'en demeure pas moins que l'on observe depuis plusieurs années une progression sensible de la taille du marché en raison d'un recours plus important et plus fréquent des grandes entreprises françaises à ses facilités. C'est ainsi que le volume des émissions d'actions a atteint 228 milliards l'an dernier (pour moins de 15 milliards en 1979). Au total, le poids des émissions nettes de valeurs mobilières en pourcentage du PIB est passé de 2,6 % en 1979 à 6,8 % en 1990.

Par ailleurs, il faut noter que Paris occupe une position de choix sur le marché des titres de créances négociables. Une étude récente montrait à cet égard que la France occupait le troisième rang mondial

en matière de billets de trésorerie (après les Etats-Unis et l'euro-commercial paper). De même, le marché des certificats de dépôt est quelque peu supérieur à celui de Londres. Paris bénéficie également d'intermédiaires financiers aujourd'hui puissants -le troisième rang dans le monde pour les banques-, avec un réseau dense, diversifié et surtout bien implanté à l'extérieur, ce qui atteste de l'internationalisation de notre système bancaire et de son expérience dans les relations avec l'étranger. Rappelons aussi la présence de quatre banques françaises parmi les 25 premières mondiales (en termes de bilan). En outre, les OPCVM français représentent environ la moitié de la gestion collective européenne.

On a, dans le même temps, assisté à un élargissement de la gamme des services financiers, qui est aujourd'hui comparable à celle qu'offrent les plus grandes places financières mondiales. La création de nouveaux produits financiers à court terme au milieu des années 80 ("titres de créances négociables"), tels que les billets de trésorerie (émis par les entreprises), les bons du Trésor (émis par l'Etat) ou les certificats de dépôt (émis par les banques), a permis la création d'un véritable continuum d'échéances, allant du très court terme (dix jours) jusqu'à sept ans et pouvant être souscrites par l'ensemble des agents économiques. Ces produits ont naturellement connu un grand succès depuis leur création en 1985. Leur encours total est ainsi passé de moins de 400 milliards à cette date, à 1 676 milliards fin 1990. Je précise qu'à l'exception des bons du Trésor, les autres titres de créances négociables peuvent être émis dans une devise agréée par la Banque de France et que, depuis le 1er Février 1991, les entreprises non résidentes ont la possibilité d'émettre des billets de trésorerie.

Par ailleurs, la modernisation de notre système financier nécessitait aussi la mise en place d'instruments de couverture des risques pour les intervenants, ce qui a été réalisé avec la création des marchés dérivés et la naissance sur les marchés de capitaux nationaux d'une composante terme (création du MATIF en 1986) et d'une composante optionnelle (création du MONEP en 1987). Au total, avec 28,6 millions de contrats en 1990, l'activité développée sur le MATIF est assez proche de celle enregistrée sur le LIFFE.

La globalisation des marchés a coexisté avec de grands déséquilibres

La crise de la dette du Tiers monde a constitué la première manifestation du caractère illusoire des facilités excessives de la fin des années 70.

Les financements des déficits de balances des paiements, octroyés sans lien avec les réformes économiques ou avec le développement des capacités de production des pays bénéficiaires, se sont révélés catastrophiques pour les deux parties. A tel point qu'à la fin des années 80 l'encours de la dette des pays en développement était estimé par le FMI à environ 1 214 milliards de dollars (32 % de leur PNB). Pour les plus endettés d'entre eux, le ratio du service de la dette aux exportations approchait 30 %.

Les origines de la crise de la dette peuvent d'ailleurs servir à illustrer les dangers qu'impliquent certaines pratiques financières : au milieu des années 70, l'abondance de fonds offerts par l'OPEP, le ralentissement de la croissance, et donc de la demande de crédits dans les pays industriels, ont facilité le recyclage des capitaux dans les pays emprunteurs du tiers-monde. Ces débiteurs pouvaient bénéficier de taux nominaux relativement bas, et compte tenu de l'inflation élevée, négatifs en termes réels. Les banques, quant à elles, se croyaient protégées par le recours aux taux d'intérêt variables. Dans ces conditions, ni les débiteurs, ni les créanciers ne s'attachaient à respecter des règles élémentaires de prudence, ou à s'assurer du meilleur emploi des fonds. Le retournement du début des années 80 (baisse du pétrole qui a amputé les recettes d'emprunteurs tel que le Mexique, envolée du dollar et des taux d'intérêt) les a ainsi pris à contre-pied, précipitant la crise, qui a éclaté au Mexique en août 1982.

L'instabilité des marchés et les pulsions spéculatives sont, en effet, aussi caractéristiques de cette période.

Les déséquilibres potentiels inhérents aux activités sur le marché global sont amplifiés par le mode de fonctionnement des places financières. Elles constituent, en effet, des "marchés de rumeurs", dominés par quelques institutions, qui s'influencent réciproquement et agissent dans le même sens, en anticipant leurs réactions mutuelles. On est loin de la description du marché classique auto-équilibrant. Ainsi apparaissent des phénomènes de "bulles", déconnectées des "fundamentals" et jouant même à leur encontre. Rappelons l'appréciation du dollar au début des années 80, l'envolée des actions sur le marché japonais, la hausse vertigineuse de la valeur des immeubles à Tokyo, par exemple, mais aussi à Londres, aux Etats-Unis et plus généralement dans certaines grandes métropoles. Le marché est alors à la merci d'un brusque

retournement des anticipations, d'un mouvement de panique et la correction risque de revêtir des proportions excessives, sources d'"over-shooting" et d'"over-killing". L'expérience récente des marchés boursiers ou immobiliers l'a montré. Par ailleurs, l'institutionnalisation n'emporte pas que des avantages, dans la mesure notamment où la similarité d'attitude des décideurs peut entraîner un risque de surréaction. Tel est le cas en particulier lorsque d'importants gestionnaires d'actifs tendent à prendre des positions identiques ou voisines, lesquelles élargissent les effets de leurs décisions. Les possibilités d'exécution instantanée ou même automatique des ordres amplifient encore ces mouvements.

A l'extrême, certains d'ailleurs mettent en doute la capacité des marchés de l'argent à parvenir spontanément à un équilibre durable. Il s'agirait non pas de marchés au sens walrasien du terme, mais de marchés spéculatifs, de rumeurs, où priment les comportements de foule, la contagion, l'imitation. Les opérateurs s'influencent mutuellement. Sur ce type de marchés, le comportement optimum pour maximiser ses gains consiste à reproduire ou plutôt à deviner, anticiper celui des autres intervenants.

La fragilité actuelle de certains secteurs bancaires et financiers est à la fois la résultante et un facteur contributif de ces déséquilibres.

Tel est le cas aux Etats-Unis où la vulnérabilité de certains compartiments du système financier découle de causes très spécifiques, que l'on retrouve parfois dans d'autres pays mais jamais ensemble. Les comportements spéculatifs ont été plus importants aux Etats-Unis qu'ailleurs : les engagements sur opérations à effet de levier représenteraient maintenant 5 % du total des actifs bancaires américains. Le problème des Caisses d'épargne américaines résulte d'une conjonction de facteurs aujourd'hui bien identifiés : une déréglementation mal conduite au début des années 80, une surveillance moins forte de la part des autorités de tutelle, un système d'assurance des dépôts mal adapté, dans la mesure où la couverture fédérale pouvait inciter à commettre des imprudences. C'est le phénomène que les Anglo-saxons dénomment "moral hazard" : une difficulté d'adaptation d'organismes passant d'une activité traditionnelle dans un domaine délimité (les financements hypothécaires) à une vocation diversifiée et cherchant souvent à restaurer leur rentabilité érodée en prenant des risques inconsidérés dans des domaines nouveaux. Ces établissements considérés comme conservateurs ont été déstabilisés.

D'une manière générale, la rentabilité et la solidité du système financier des Etats-Unis ont été handicapées par une réglementation que les responsables américains cherchent d'ailleurs à modifier substantiellement. Il en va notamment ainsi du Glass-Steagall Act qui, en interdisant aux banques commerciales d'exercer pleinement leurs activités sur les marchés de capitaux, les a privées d'une possibilité de diversifier leurs sources de profit et donc de rendre leurs bénéfices moins fluctuants. De manière comparable, les limites à l'"interstate banking" ont favorisé la concentration des risques sur certaines activités (immobilier, pétrole, agriculture) soumises à l'éclosion de crises locales. Elles ont ensuite gêné les restructurations qui étaient nécessaires. La multiplicité des autorités de tutelle et de surveillance, aussi bien sur le plan bancaire que sur le plan boursier, a nui à l'efficacité du contrôle prudentiel. Enfin, comme je l'ai déjà mentionné à propos des Caisses d'épargne, certaines dispositions en matière de garantie des dépôts ont eu un effet déresponsabilisant pour la gestion des établissements de crédit.

Au terme de ce rappel du contexte des années 80, la question se pose de savoir si cette situation présente un caractère permanent ou temporaire.

La réponse doit être nuancée, car il existe des éléments dans les deux sens.

Certes, les parts respectives des marchés et de l'intermédiation ont fluctué dans le passé. Dans le cas de la France, notamment, le taux d'intermédiation (défini comme le rapport entre la dette intermédiée des agents non financiers résidents et le total de leur financement externe) fait apparaître, au-delà des variations de nature conjoncturelle, une phase quasi-continue de désintermédiation jusqu'en 1986. Une sensible remontée a été observée depuis lors. Le taux d'intermédiation est revenu, de 75 % environ à la fin des années 70, à 34 % en 1986 -année de ralentissement exceptionnel de la demande de crédit-, avant de remonter à 59 % en 1990. On constate donc que le niveau moyen de ce taux, qui oscillait autour de 70 % jusqu'en 1983, semble avoir maintenant atteint un nouveau point d'équilibre entre 55 et 60 %.

Mais il y a certainement des éléments irréversibles dans les évolutions qui se sont produites :

- les progrès de nature technique (informatique, télétraitement de l'information) ne peuvent pas être effacés ;

- l'information circule largement et le champ d'action des opérateurs est devenu mondial ; certains types de réglementations nationales ne seront donc plus utilisables en pratique dans l'avenir ; les cloisonnements et compartimentages seront tenus en échec par cette circulation de l'information.

- les compartimentages et les cloisonnements ne seront plus tolérables.

Les marchés ont ainsi indiscutablement conquis une place durablement importante, même si, comme l'a montré l'exemple de la France, celle-ci ne sera pas forcément aussi considérable qu'elle l'a été au cours de la deuxième partie des années 80.

LES PERSPECTIVES DES ANNEES 90

LA MACRO-ECONOMIE EST MARQUEE PAR DES DONNEES NOUVELLES

L'importance des besoins de capitaux et le "manque d'épargne"

Les travaux des organisations internationales, notamment le FMI, la BRI et l'OCDE montrent que le taux d'épargne par rapport au PNB a régressé dans beaucoup de pays industriels et plus généralement dans le monde. On constate ainsi que le taux moyen d'épargne observé au cours des années 80 dans les pays de l'OCDE était inférieur de 3 points à celui de la décennie 1960 et de 3,5 points à celui des années 70. Tel a été le cas notamment pour les Etats-Unis (15,4 % en 1989 contre 19,5 % pour la moyenne de la décennie 1970), la France (21,3 % contre 25,4 %) et le Royaume-Uni (15,5 % contre 17,5 %). En revanche, entre les mêmes dates, le Japon n'a enregistré qu'un léger tassement (34,1 % contre 34,4 %) et l'Allemagne a progressé (26,9 % contre 23,7 %). Les estimations du FMI confirment ces résultats en donnant des chiffres globaux pour les pays industriels : le taux moyen d'épargne brute est tombé de 26 % (du PNB) en 1973 à 19,5 % en 1983, avant de remonter à 20,5 % en 1988. Pour le taux d'épargne nette calculé par la BRI, c'est-à-dire après déduction des amortissements et dépréciations d'actifs, la chute a été encore plus sensible (de 17 % du PNB en 1973 à 8 % en 1983), en raison de l'obsolescence rapide des équipements.

Cette tendance est aussi marquée dans les pays en développement, dont le taux d'épargne brute national s'est, selon le FMI, contracté de 27 % du PNB, en moyenne entre 1976 et 1981, à 22,5 % entre

1982 et 1986. L'effondrement a été spectaculaire au Moyen-Orient (de 39 % du PNB sur la période 1976/1981 à 16,7 % en 1986), sensible en Amérique Latine (de 21 à 17 % du PNB).

Le recul des taux d'épargne globale a, pour l'essentiel, reflété la désépargne publique (en gros le creusement des déficits publics, en particulier des déficits budgétaires), à hauteur de 4,75 points de PNB sur un recul total de 5,5 points. Ainsi, les Etats-Unis ont-ils tiré sur l'épargne par des politiques budgétaires trop laxistes, dont l'effet s'est cumulé. En outre, le taux d'épargne brute des ménages a lui aussi fléchi (d'environ 12 % du PNB à 9 %).

Le cas de l'Allemagne constitue, en quelque sorte, le dernier avatar de cette tendance. Sous l'effet des transferts opérés en faveur des Länder de l'Est, le déficit budgétaire s'est creusé profondément. Pratiquement nul en 1989, il devrait monter à environ 5 % cette année. De fortes augmentations d'impôts s'ajouteront à partir du 1er juillet 1991 à la hausse des cotisations d'assurance-chômage et au relèvement des tarifs publics.

La "résistance anti-inflationniste" est plus forte qu'auparavant

Il ne faut ni souhaiter ni attendre, pour fournir des liquidités ou pour financer des investissements lourds à rentabilité lointaine, une création monétaire débridée, une transformation excessive des dépôts en prêts à long terme. De telles politiques débouchent, inévitablement, sur une relance de l'inflation. Or, aujourd'hui, s'il est un consensus désormais assez bien établi, c'est qu'il n'y a pas - ou il n'y a plus - d'arbitrage, de "trade off" entre l'inflation et la croissance. On ne peut accélérer durablement celle-ci aux dépens de la monnaie. Une inflation trop rapide déforme la structure des prix relatifs et conduit donc à des décisions économiquement irrationnelles. En particulier, elle accroît l'attrait de biens spéculatifs censés protéger leurs détenteurs contre l'érosion monétaire, au détriment de l'effort d'investissement. Elle génère l'incertitude sur les principales variables économiques et la réaction des pouvoirs publics, suscitant donc l'inquiétude et réduisant, vers le court terme, l'horizon temporel des décideurs.

Par ailleurs, le coût de la désinflation peut être élevé, comme l'a montré l'expérience douloureuse de la décennie écoulée. Compte tenu du fort degré d'utilisation des capacités de production à l'heure actuelle dans le monde, il est donc vraisemblable que les pays industriels, qui ont supporté des sacrifices importants pour ralentir la hausse des prix au début des années 80, et dont certains subissent

aujourd'hui quelques tensions inflationnistes, ne prendront pas le risque d'adopter des politiques laxistes.

- Les pays européens, notamment, sont très attachés à la lutte contre l'inflation. Pour les Etats participant au mécanisme de change à marges étroites, toute dérive inflationniste se traduirait d'ailleurs par une perte de compétitivité des produits nationaux. La réalisation de la stabilité monétaire, interne et externe, est donc une pierre de touche de l'Union Economique et Monétaire Européenne. A cet égard, on peut dire qu'en Europe la marche vers l'UEM est le signe de la consolidation du consensus antinflationniste.

- Au Japon, il a été décidé, avec tous les risques que cela comportait pour le système bancaire, notamment, de lutter contre "l'inflation des actifs". Cet effort a contribué d'abord à la baisse des cours boursiers, qui a diminué les plus-values latentes des banques et les a empêchées de lever des capitaux sur un marché déprimé. Est également apparu un tassement des prix de l'immobilier, secteur où les établissements de crédit sont fortement engagés. En conséquence, les intermédiaires financiers doivent reconstituer leurs fonds propres, en développant leurs capacités d'auto-financement, et modérer dans l'intervalle certaines activités de crédit. Mais il ne faut pas oublier que la hausse de la bourse de Tokyo avait été particulièrement vive. De ce point de vue, la correction intervenue en 1990 peut se comprendre comme un assainissement mettant fin à une spéculation, source de fragilité pour le système financier japonais.

- Aux Etats-Unis, même si le sentiment anti-inflationniste est moins fort, on peut au moins penser qu'on ne reverra pas de sitôt les financements spéculatifs des années 80. Les difficultés de refinancement rencontrées à l'occasion de certaines opérations de fusions et acquisitions, ainsi que les problèmes rencontrés sur le marché des obligations à haut risque ("junk bonds"), ont donné un coup d'arrêt à cette dérive.

La conjoncture se mondialise parce que l'intégration économique dans le secteur industriel va croissant.

A cette mondialisation est associé le caractère de plus en plus cyclique de l'économie mondiale. La gestion, plus serrée qu'auparavant, des entreprises conduit à la suppression d'amortisseurs qui, surtout en Europe, limitaient les variations d'activité (stockage, réticences à faire varier le niveau d'emploi...). L'interpénétration croissante des économies accélère la diffusion des impulsions conjoncturelles qui prennent naissance dans un pays.

A cet égard, la période actuelle montre bien les effets de propagation d'une récession qui, initialement, n'affectait que quelques pays, chacun pour des raisons particulières (Etats-Unis, Canada, Grande-Bretagne). La diffusion de ce cycle conjoncturel a largement touché l'Europe continentale sous forme d'un ralentissement prononcé. Certes, la crise, puis la Guerre du Golfe, ont peut-être accéléré cette diffusion. Mais il faut remarquer, à l'opposé, que sans le phénomène d'ordre politique qui s'est produit en Allemagne (unification), il n'y aurait pas eu de facteur de résistance de la conjoncture européenne, et que celle-ci aurait été encore plus touchée par la récession de pays anglo-saxons.

Ce caractère fluctuant de l'économie mondiale n'est pas une nouveauté pour les Etats-Unis où il est admis que l'économie a un caractère cyclique, mais c'est un facteur nouveau pour l'Europe.

*
* *

Au total, il ressort que parmi les données nouvelles de la macro-économie, le "manque d'épargne" et la "résistance anti-inflationniste", évoqués plus haut, devraient induire une tendance permanente à des taux d'intérêt réels élevés. De son côté, la mondialisation de la conjoncture peut engendrer des fluctuations des taux nominaux.

LE SYSTEME ECONOMIQUE ET FINANCIER, TEL QU'IL APPARAÎT AU DEBUT DES ANNEES 90, COMPORTE DES FRAGILITES.

Le système permet des comportements laxistes à ceux qui occupent des positions dominantes.

En particulier, les Etats peuvent puiser des financements dans de très grands marchés. Ils en tirent une facilité accrue pour financer leurs déficits. A cet égard, on peut dire que l'épargne internationale est, depuis des années, dévorée par la "désépargne publique", autrement dit par le déficit budgétaire de certains grands pays qui, de par leur position, l'ampleur et la diversification de leurs marchés sont en mesure de détourner l'épargne mondiale pour couvrir leurs excès budgétaires.

Par ailleurs, le système organise des transferts massifs de risques.

M. Lamfalussy, directeur général de la BRI, a remarqué qu'on peut s'interroger, en cas de crise, sur la stabilité d'un système de financement reposant sur des titres négociables et que l'expérience des années 30 incite à cet égard à la vigilance, d'autant que la négociabilité des créances distend les relations entre banquiers et clients et détourne de l'analyse approfondie des conditions économiques et financières des opérations.

Par ailleurs, l'innovation financière, en facilitant la couverture des risques, se traduit par une diffusion de ceux-ci, les rendant plus opaques et les transférant à des agents économiques plus disposés, peut-être à tort, à les assumer. La propension globale du système à prendre des risques parfois mal mesurés s'en trouve accrue. Tel est le cas des instruments et procédures qui facilitent un endettement excessif ("leverage buy-out", par exemple). Comme l'a souligné M. Lamfalussy, il se peut que la protection d'un risque individuel donné débouche, finalement, sur un risque général bien plus grand. Ainsi, comme on l'a vu, dans les opérations de prêts aux pays en développement, la technique des taux d'intérêt variables a protégé les banques du risque de taux, mais a largement contribué à la crise de la dette.

La suppression des barrières, entre pays, institutions et marchés, se traduit par la disparition des garde-fous, des coupe-feux, érigés après la Grande Crise de 1929. Elle facilite la propagation des chocs, d'autant plus que le grand marché international fonctionne 24 heures sur 24 et que l'automatisation des transactions, combinée à l'abondance et à la rapidité de l'information, permet des réactions immédiates. Les banques sont ainsi particulièrement exposées à toute défaillance dans la chaîne.

Enfin, le système a besoin d'orientations macroéconomiques pour bien fonctionner : sinon, les marchés sont souvent tentés de surréagir.

L'instantanéité des communications facilite la propagation des chocs et les surréactions peuvent être d'autant plus marquées que l'ajustement des données fondamentales, par définition plus lent, peut susciter l'impatience et les craintes des opérateurs.

La stabilité macro économique, notamment la stabilité des prix, et la crédibilité des autorités monétaires, constituent donc, plus que jamais, des impératifs catégoriques.

LE SYSTEME BANCAIRE A EVOLUE

Le décloisonnement, la désintermédiation, l'internationalisation des marchés se traduisent pour les banques par un accroissement de la concurrence.

Il en résulte une pression sur les profits, au moment où il faut investir afin de renforcer l'infrastructure informatique et les réseaux. Pour renouveler leurs sources de profits, les banques ont fortement développé leurs activités de marché. Cette orientation n'est pas sans comporter des dangers, compte tenu de la complexité de certains instruments, d'autant que certains établissements, poussés par la nécessité d'afficher des gains, se sont orientés vers les opérations les plus rémunératrices, mais aussi les plus aléatoires, ou encore multiplient les transactions, accroissant les coûts de gestion et la fébrilité des cours des actifs.

En outre, certaines banques et institutions financières, trop lourdement chargées en créances "non performantes", sont fragiles. Rappelons simplement ici la crise des Caisses d'épargne américaines. Le montant du sinistre est aujourd'hui estimé à plusieurs centaines de milliards de dollars. On peut aussi évoquer la détérioration des bilans des banques japonaises ou anglo-saxonnes, détérioration qui a abouti dans un cas à la diminution des flux financiers japonais à destination du monde, ce qui a pu aggraver le recul des prix sur certains marchés d'actifs notamment immobiliers, et dans l'autre la crainte d'une "pénurie du crédit" ("crédit-crunch") aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Cependant, si ces difficultés sont bien réelles, leur portée doit être relativisée.

Le système bancaire a, en effet, largement tiré la leçon des comportements imprudents des années 70 et 80 : financement des déficits de balance des paiements des pays en voie de développement, participation à des financements spéculatifs.

Concomitamment, dans la plupart des pays, le système bancaire s'est globalement renforcé, grâce à la mise en oeuvre des règles prudentielles et à la constitution d'un niveau élevé de provisions pour risques-pays. Le ratio de solvabilité, élaboré à Bâle par les Banques Centrales du Groupe des Dix (ratio Cooke), et qui impose le respect d'un rapport de 8 % entre les fonds propres des banques internationales et leurs risques pondérés, constitue à cet égard une étape capitale. Son principal effet est de prévenir toute croissance

imprudente des établissements de crédit, en exigeant, parallèlement à leur expansion, une augmentation appropriée de leurs capitaux permanents.

On peut donc penser que le système bancaire international sera, dans l'avenir, à la fois plus solide, mais aussi plus vigilant.

Les conséquences de cette nouvelle attitude pour les emprunteurs ne seront pas négligeables : on assiste déjà à un "retour vers la qualité". De ce fait, la prime en faveur des bons risques ne peut que s'accroître. Les investissements dont la rentabilité directe couvre largement le risque pris devraient être financés sans difficulté. Ceci ne pourra que favoriser les entreprises performantes, bien capitalisées et jouissant d'une bonne cotation.

En revanche, les emprunteurs ayant de mauvaises structures financières risquent d'éprouver des difficultés à trouver des financements. Il leur faudra, en tout état de cause, supporter probablement des conditions débitrices plus élevées.

Par ailleurs, on assistera sans doute au retour à des relations plus étroites entre les banquiers et les entreprises-clients. La distanciation de ces liens qui a résulté de la marchandisation était dangereuse pour les unes, comme les autres, les banques n'étant plus toujours à même d'apprécier les risques et les entreprises ne disposant plus d'interlocuteurs privilégiés en cas de difficultés, phénomène qui a sans doute aggravé le choc de la récession et du "crédit-crunch" aux Etats-Unis.

Pour la France, le développement de l'Europe économique et financière ajoutera ses atouts et ses exigences.

La construction de l'Europe monétaire, bancaire et financière que caractérisent la libération des mouvements de capitaux, déjà effective, la liberté d'établissement, la liberté des prestations de service, la stabilité des taux de change, va doter les entreprises européennes d'un espace financier intégré, plus complet peut-être que celui qui existe actuellement aux Etats-Unis. La création d'une monnaie unique sera son aboutissement logique.

Mais cette Europe nouvelle sera à la fois un lieu de dynamisme et un lieu de compétition. Le temps n'est plus où, dans chaque secteur, le producteur le moins profitable pouvait néanmoins se développer. Dorénavant, dans tous les métiers, une compétition permanente existera, qui engendrera des modifications de structures. Les

capitaux seront certes disponibles dans de plus grands marchés, mais ceux qui y auront accès devront faire montre de qualités.

Il en résultera pour les entreprises un environnement qui ne favorisera plus autant l'accès au crédit et rendra au contraire souhaitable une bonne situation des fonds propres. Pour les sociétés françaises qui, malgré l'amélioration de leurs bilans intervenue dans la fin de la décennie 1980, conservent souvent un endettement excessif, cet impératif constituera un besoin pressant pendant les années qui viennent.

Cette Europe sera très certainement profitable pour les agents économiques. Des stratégies nouvelles qui se développent devrait émerger une plus grande solidité des secteurs bancaires et industriels. Du marché unique dans lequel nous entrons devrait résulter une concurrence accrue. L'ensemble de ces facteurs contribuera donc à une meilleure allocation des ressources, au bénéfice de l'ensemble des économies.

DEBAT RELATIF A LA COMMUNICATION DE M. LAGAYETTE

QUESTION

M. GRILL rappelle que l'hypothèque maritime constitue un mode de garantie d'application très large et assez satisfaisant par rapport aux autres garanties en usage terrestre, ce qui devrait favoriser lui semble-t-il l'investissement maritime.

REPONSE

M. LAGAYETTE estime que la facilité d'appréhension du gage n'est pas suffisante. Il faut quand même s'interroger sur la valeur réelle des navires ainsi hypothéqués.

QUESTION

M. LEONARD, à propos de la réduction du rôle de l'intermédiation bancaire, se demande si les processus de "netting"¹ en voie d'élaboration sont de nature à conforter le rôle de l'intermédiation du fait de l'amélioration des ratios prudentiels qu'ils permettraient *ipso facto*.

REPONSE

M. LAGAYETTE estime que le "netting" ne changerait pas la tendance au recul de l'intermédiation, car la compensation entre créances et dettes ne pourraient être admise que dans un nombre limité de cas.

¹ Le "netting" ou compensation de paiements interbancaires, conduit à une méthodes de calcul des ratios de fonds propres dans laquelle le montant des engagements des banques serait évalué non à partir de leur valeur brute mais en valeur "nette", c'est-à-dire déduction faite des dettes qu'elles ont elles-mêmes souscrites.

4 - L'APPRECIATION DU RISQUE COMMERCIAL SUR GRANDS PROJETS

Dominique TUFFRAU
*Responsable de la Sous-Direction
des Affaires Techniques et des Relations Internationales
à la COFACE*

RESUME

En matière de grands projets, l'horizon de risque et/ou les montants en cause sont d'une ampleur telle que la méthode d'appréciation du risque ne peut pas se fonder sur la seule estimation de l'évolution potentielle de la situation de l'acheteur pendant la durée totale du projet (phase de construction plus phase de remboursement).

Une approche cas par cas est nécessaire, basée sur un ensemble d'éléments d'appréciation qui au-delà de l'acheteur prennent en compte l'évaluation du risque projet lui-même et des sûretés éventuelles : la solvabilité de l'acheteur ne peut en effet qu'être confortée par un projet dont la viabilité et la rentabilité paraissent raisonnablement démontrées.

ABSTRACT

In the field of large projects, the horizon of risk and/or the concerned amounts are so large that the method of risk appraisal cannot solely rely on the estimated potential evolution of the buyer's situation during the whole period of the project (construction plus reimbursement periods).

A case by case approach is necessary, based upon a number of elements which, apart from the buyer, take into account the appraisal of the project risk itself and of the possible securities : the solvency of the buyer will be all the more comforted by a project which shows reasonable prospects in terms of feasibility and profit earning capacity.

Avant d'accorder sa garantie, l'assureur-crédit doit analyser la capacité de l'acheteur à payer le prix convenu dans le délai convenu. Ce faisant, il ne travaille pas seulement pour lui-même : il est aussi de l'intérêt de l'exportateur, ou de sa banque, qui garde à sa charge la quotité non garantie, d'éliminer de sa clientèle des acheteurs risquant de se montrer défaillants, que ce soit pour des raisons inhérentes à l'acheteur lui-même et/ou au projet à garantir.

C'est en ce sens qu'on peut dire que l'assureur-crédit a l'ambition de ne pas se borner à un simple rôle d'assureur mais aussi de devenir un véritable partenaire de l'exportateur. Il faut cependant reconnaître que ce rôle de partenariat est plus ou moins affirmé selon la taille de l'entreprise assurée : plus cette taille est petite, plus le rôle de partenaire, voire de conseiller, joué par l'assureur est important. En revanche, il faut bien admettre que lorsqu'il s'agit de grandes banques ou de grandes entreprises industrielles le dialogue entre l'assureur et l'assuré change légèrement de nature : il s'agit alors moins de partenariat que d'une défense légitime d'intérêts d'entreprises, conduite d'égal à égal.

En somme il s'agit pour l'exportateur, avec la protection de l'assureur-crédit de s'engager dans une opération qui va remplir son plan de charge pendant un certain temps, qui va le placer favorablement par rapport à la concurrence et qui va bien entendu contribuer aux profits de l'entreprise. Quant à l'assureur-crédit, il va s'efforcer de mesurer les chances que l'opération soit menée à bonne fin et que la créance soit honorée selon les termes contractuels et, en cas de doute, d'imposer les conditions de nature à éviter la réalisation du risque ou au moins à en limiter les effets.

En matière de grands projets, l'horizon de risque et/ou les montants en cause sont d'une ampleur telle que la méthode d'appréciation du risque ne peut pas se fonder sur la seule estimation de l'évolution potentielle de la situation de l'acheteur pendant la durée totale du crédit. De tels pronostics sur l'évolution de la situation des acheteurs privés ne peuvent être faits, de manière raisonnable, qu'à court ou moyen terme (c'est-à-dire avec un horizon de risque de 3 ans si l'on se réfère au rôle des arbitres à la COFACE).

Dans le cas d'un grand projet, il est possible d'estimer la valeur de la signature de l'acheteur à un moment donné qui est celui de la prise en garantie mais il est la plupart du temps hasardeux d'affirmer que cette valeur se maintiendra jusqu'à la fin du remboursement du

crédit considéré. Une approche cas par cas devient nécessaire, fondée sur un ensemble d'éléments d'appréciation qui, au-delà de l'acheteur portent sur le risque du projet et les sûretés éventuelles.

L'ACHETEUR

L'examen de la personnalité de l'acheteur et de sa solvabilité est évidemment la démarche de base pour l'analyse du risque commercial. Pour ce faire, l'assureur-crédit s'appuie sur les informations financières traditionnelles, contenues dans les comptes de la société qui donnent lieu à une analyse financière des plus classiques.

Si l'acheteur, comme cela peut être assez souvent le cas en matière de grands contrats, est une société spécialement créée pour le projet en question, l'analyse financière portera alors sur la solvabilité des actionnaires dont la garantie sera en principe une condition d'octroi de la garantie.

L'assureur apprécie tous les ratios significatifs mesurant l'indépendance financière de la société, le niveau d'endettement et la structure de celui-ci, le fonds de roulement etc...

Outre les informations de nature purement financières, l'assureur-crédit prendra aussi en compte la réputation de l'acheteur, son expérience dans le secteur d'activité concerné, la qualité de sa gestion en général : si tous ces éléments rentrent dans le cadre de l'analyse plus globale du projet dont il sera question plus loin, ils constituent en eux-mêmes des indicateurs importants de la confiance qui peut être accordée à l'acheteur.

Il est des cas où aucune information financière n'est disponible parce que la législation ou la réglementation locale ne font pas obligation de publier des bilans et que les règles ou les usages locaux font de la confidentialité, voire du secret de ces informations une règle. Ou bien parce que l'information financière disponible ne présente aucune fiabilité car non réglementée. Tout le monde a à l'esprit des exemples de pays où les sociétés peuvent présenter des bilans différents suivant qu'ils sont destinés au fisc ou aux créanciers. De toute façon l'absence de règles d'audit rigoureuses ne permettra de leur accorder qu'une valeur toute relative.

Dans de tels cas, il reste à l'assureur - et plus généralement au créancier - à se baser sur tout un faisceau d'informations plus ou

moins quantifiables où la subjectivité a forcément une plus grande part.

Lorsque l'acheteur fait l'objet d'une cotation par les sociétés spécialisées, il est bien sûr intéressant de connaître celle-ci. Si elle fournit un bon indice de la solvabilité de l'acheteur, elle ne saurait être le seul élément d'appréciation : même dans le cas d'une société cotée AAA, l'assureur-crédit se soucie toujours du projet lui-même car il n'est de l'intérêt ni de l'exportateur ou de sa banque, ni de celui de l'assureur-crédit, ni bien sûr de celui de l'acheteur de s'engager dans un projet mal adapté aux besoins.

Quelle que soit la surface financière de l'acheteur, dans le cas de grands projets de montants élevés, il est certain que l'analyse du risque commercial se fondera en outre sur la qualité du projet et sur les sûretés.

LE PROJET

Même si l'assureur-crédit exige toujours que l'engagement de l'emprunteur de rembourser le crédit soit irrévocable, même si le remboursement n'est pas formellement basé sur les revenus générés par le projet, la bonne fin de celui-ci, sa capacité à produire dans des conditions de rentabilité satisfaisantes ont une incidence sur la solvabilité de l'acheteur. L'expérience montre en effet que la garantie de paiement apparemment la plus solide n'est malheureusement pas toujours une protection parfaite et que le garant peut être tenté de se défaire de ses obligations si la rentabilité de l'opération n'est plus assurée.

L'assureur-crédit cherche donc à apprécier la qualité du projet pour compléter son appréciation du risque commercial sur l'acheteur.

- Le projet étudié entre-t-il dans l'activité habituelle de l'acheteur ? Ce dernier a-t-il la capacité technique à le gérer ?
- Le secteur d'activité concerné offre-t-il des débouchés suffisants ? Quelle est sa sensibilité aux phénomènes externes : politiques, économiques, voire catastrophiques..?
- Le financement de l'opération est-il assuré de façon satisfaisante ? En particulier, comment seront financées les dérives de coût éventuelles, les révisions de prix ?
- La réalisation du projet est-elle techniquement assurée de façon satisfaisante : capacité de l'exportateur, dépendance par rapport à

d'autres réalisations indispensables au bon fonctionnement de l'ensemble.. ?

Il ne s'agit pas nécessairement dans tous les cas de demander une étude formelle de faisabilité. En revanche, celle-ci est justifiée dans le cas particulier de financement de projet, l'assureur-crédit cherchant à mesurer la sensibilité du projet à la modification des paramètres techniques, commerciaux financiers, ou éventuellement politiques.

Ce dernier élément est rarement absent de l'analyse du risque projet sauf à trouver des montages financiers ou de sûretés propres à éliminer le risque politique ; par exemple par l'ouverture de comptes "trustee" dans un pays tiers où pourront être versées les recettes du projet, ce qui suppose bien sûr des recettes externes au pays du débiteur.

LES SÛRETÉS

Il s'agit là d'un élément essentiel pour l'appréciation du risque commercial car il est exceptionnel qu'un grand contrat puisse être garanti sans un minimum de sûretés. En effet, le cumul des durées de réalisation et de remboursement aboutit à une durée totale telle qu'il est presque toujours impossible de pouvoir se contenter de la signature de l'acheteur, tant il est vrai que la prévision sur la réalisation du risque au-delà d'un horizon de trois ans dépasse le domaine du raisonnable. Or, l'assureur-crédit a toujours le souci de préserver un minimum de possibilité de recours en cas de réalisation du risque.

Lorsqu'on aborde le domaine des sûretés, la diversité est grande dans le domaine des contrats internationaux, en raison de la diversité des législations en cause. Sans entrer dans une énumération détaillée qui serait hors de propos, il est, cependant, permis de rappeler les trois grandes familles de sûretés ou plutôt les deux grandes que sont les sûretés personnelles et les sûretés sur actifs et la troisième qui est un vaste chapitre où l'on trouve toute une variété de mécanismes ou d'engagements qui seront définis plus ou moins sur mesure pour chaque projet, en particulier si celui-ci se présente sous forme de financement de projet.

. Les sûretés personnelles, telles que garantie bancaire ou garantie de sociétés actionnaires, valent ce que vaut la solvabilité du garant, l'analyse de celle-ci effectuée dans les mêmes conditions que pour l'acheteur.

. le cas des sûretés sur actifs est plus intéressant et plus complexe puisque dans ce domaine il faut apprécier la valeur du gage et évaluer la souplesse de mise en jeu. A cet égard, l'analyse diffère suivant que l'on parle d'un actif mobile tel qu'un navire, un aéronef ou d'un immeuble tel qu'un terrain, une usine, un hôtel etc...

Il est sûr que dans les secteurs maritimes ou aériens pour lesquels existent une réglementation internationale de l'hypothèque, un marché plus ou moins organisé avec des courtiers spécialisés, l'hypothèque revêt une valeur assez aisément quantifiable. Cette évaluation du risque sur actif n'est cependant jamais faite indépendamment du contexte politique tant il est vrai que l'on ne peut parfois exclure des considérations d'ordre politique qui le moment venu viendraient interférer avec le souhait de l'assureur-crédit de faire jouer l'hypothèque. Cette remarque vaut certes principalement pour des opérations sur acheteurs publics mais elle n'est pas totalement absente de certains cas de garanties sur acheteurs privés.

Pour d'autres types de biens mobiles ou de biens immobiliers, la protection offerte par une sûreté réelle revêt sans doute un caractère plus incertain. Au minimum, il s'agit de permettre au créancier d'avoir un moyen de pression sur l'acheteur ou de détenir un rang privilégié qui le mette en position de négociation en cas de nécessité. La sûreté réelle peut avoir aussi pour effet simplement d'éviter que le patrimoine de l'acheteur ne puisse être aliéné par l'acheteur lui-même ou saisi par d'autres créanciers. C'est d'ailleurs ce but qui est recherché dans certains cas par l'exigence d'un engagement de ne pas gager le bien financé.

Rappelons au passage que l'exigence d'hypothèque s'accompagne en principe de la délégation des polices d'assurance sur le bien qui conforte évidemment la situation du créancier si le bien vient à disparaître.

. en dehors de ces catégories traditionnelles, il ne peut que s'agir d'une approche au cas par cas : il peut être prévu par exemple une délégation des recettes générées par le projet, éventuellement organisée dans le cadre d'un compte "trustee" ou "escrow account" ; il peut s'agir aussi d'engagements de caractère financier, par exemple l'engagement de maintenir un certain niveau de fonds propres ou bien de respecter certains ratios financiers qui auront pour fonction essentielle de jouer comme des clignotants donnant aux créanciers des moyens de pression sur l'acheteur ou ses garants ; des engagements d'approvisionnement en matières premières, de commercialisation de la production, pouvant aller jusqu'à des contrats de type "take or

pay" peuvent constituer des éléments indispensables de la prise en garantie de certains types de projet.

Bien entendu, ces différentes sûretés pourront être combinées selon des formules adaptées aux circonstances du projet : ce sera en particulier le cas pour des opérations avec des acheteurs constitués spécifiquement pour gérer un projet donné (par exemple les sociétés en joint-venture dans les pays d'Europe Centrale et Orientale) ou pour des opérations en financement de projet.

En conclusion, l'assureur-crédit analyse le risque commercial sur un grand projet en considérant l'ensemble acheteur-projet-sûretés. La solvabilité de l'acheteur ne pourra en effet qu'être renforcée en se situant dans le contexte d'un projet dont la viabilité et le rentabilité paraissent raisonnablement démontrées, l'existence de sûretés étant également un élément déterminant. Autrement dit, un bon acheteur avec un bon projet est toujours préférable à tous les autres cas de figure !

DEBAT RELATIF A LA COMMUNICATION DE Mme TUFFRAU

QUESTION

M. GAUTIER s'inquiète de l'opinion de la COFACE sur la qualité des assurances souscrites par les clients des exportateurs.

REPONSE

Mme TUFFRAU précise que la COFACE en tient effectivement compte et n'accepte pas n'importe quelles garanties ; elle est en particulier très prudente en ce qui concerne l'appréciation de la surface des assurances locales imposées par les pays destinataires.

QUESTION

M. GAUTIER souhaite savoir si au delà de l'examen de la qualité de l'acheteur, la COFACE se penche sur celle des contractants de cet acheteur et des contrats passés avec lui. Ceci implique que ses réseaux d'information soient suffisamment amples.

REPONSE

Mme TUFFRAU souligne qu'il y a là effectivement un problème difficile, mais que la COFACE a un réseau d'information très large. Elle pondère évidemment ses appréciations en fonction de la fiabilité des sources.

QUESTION

M. GAUTIER souhaite savoir si le crédit maritime pose à la COFACE plus de difficulté que d'autres formes de financement. Sur les 17 milliards d'indemnités payés, il n'y en a que peu qui correspondent à un sinistre maritime.

M. JOURDAN BARRY estime que la méfiance de la COFACE vis à vis du monde maritime reste forte., ce qui n'est peut être plus de mise.

REPONSE

Mme TUFFRAU rappelle que les marchés maritimes sont très conjoncturels et les engagements de longue durée. Cela conduit systématiquement la COFACE à une attention plus soutenue et à la prise de garanties supplémentaires sans qu'il y ait suspicion anormale.

QUESTION

M. BENICHO souligne l'importance des garanties données par les fournisseurs. Tel est le cas de la SNECMA qui depuis quelques années donne toujours une garantie supplémentaire au delà des 10 % normaux.

REPONSE

Mme TUFFRAU indique qu'il s'agit là aussi d'une démarche normale, une forme de partenariat. Quand le risque devient difficilement assurable mais que le constructeur (et ses sous-traitants principaux) entendent faire quand même l'affaire, il est normal qu'ils en couvrent directement un montant plus important.

QUESTION

M. BAUCHET s'inquiète des méthodes d'estimation de la rentabilité.

REPONSE

Mme TUFFRAU indique que s'il s'agit d'un investissement de remplacement, le seuil de rentabilité peut être apprécié par rapport à une situation et des données connues. Pour un investissement de développement, c'est par projections qu'on peut juger, en ayant soin de faire des simulations multiples.

QUESTION

MM. MENAT et LEONARD s'inquiètent de savoir si la COFACE peut garantir des contrats entre nationaux français.

REPONSE

Mme TUFFRAU indique que l'opération est concevable s'agissant d'une exploitation en partie étrangère, par exemple via une filiale "offshore", quitte à distinguer dans l'opération entre les garanties

apportées d'origine réellement étrangère et celles apportées par la seule maison mère.

QUESTION

M. LEONARD s'inquiète des méthodes d'évaluation dans la durée de la valeur d'un gage notamment en ce qui concerne les navires.

REPONSE

Mme TUFFRAU souligne que la COFACE dispose d'experts en la matière, mais qu'ils ne sont pas susceptibles de tout prévoir, d'où les expériences négatives du passé. Cependant, si l'on peut patienter, le redressement du marché permet souvent de retrouver un gage convenable : mais il faut avoir "les reins assez solides" pour cela.

5 - LA NOTATION DES CREANCES SUR LES MARCHES DE CAPITAUX ET SON EVENTUELLE ADAPTATION AU FINANCEMENT DU TRANSPORT MARITIME

Monsieur Pierre JARS
Président du Directoire, Standard and Poor's-ADEF

RESUME

L'importance des besoins de financement du transport maritime justifie le recours aux marchés de capitaux. L'expérience montre le rôle croissant de la notation sur ces marchés, comme mesure du risque pris par l'apporteur de fonds, ce qui lui permet une comparaison avec le niveau de sa rémunération. Dans une première partie, on rappelle les principes généraux de la notation, expression d'une opinion fournie par une agence spécialisée quant au niveau relatif de risque pris par un apporteur de fonds en créances, investissant sur une émission donnée. L'importance du marché et la méthodologie de la notation sont notamment examinées avec les extensions apparues plus récemment vers la titrisation et la notation des SICAV.

La deuxième partie est consacrée à l'application éventuelle de la notation au transport maritime et aux conditions que cela implique. Une comparaison est faite avec le transport aérien où la notation est déjà développée.

Il est rappelé en conclusion, face à l'énormité des besoins, qu'on ne peut envisager le seul recours à l'endettement massif ; ce qui pose le problème des fonds propres nécessaires à la couverture de ces besoins.

ABSTRACT

The importance of the financing needs of the sea transport will justify the resort to the capital markets. The experience shows the increasing role of the debt rating in these markets, as a measurement of the risk's level for the lender, giving him the ability to compare with the level of its remuneration.

In the first part are related the general principles of the rating, expression of an opinion given by a specialized firm concerning the relative level of risk taken by a lender in debts, investing in a given issue. The size of the markets and the methodology of the rating are examined, particularly with the expansion recently appeared towards securitization and mutual fund's rating.

The second part concerns the potential application of the rating for the sea transport and the implied conditions. The comparison is made with the air transport sector in which the rating is soon well established.

In conclusion, facing with the huge needs of financing in the sea transport, it is noticed that the resort to massive debt cannot be the only solution ; where are the equity sources to cover these needs ?

Les besoins de financement pour l'entretien et le renouvellement des flottés de commerce sont considérables à l'échelle mondiale, tels que nous les a présentés ce matin M. Pierre Jourdan-Barry. Ils nécessiteront le recours sous de multiples formes, directes ou indirectes, aux marchés de capitaux qui mettent en relations les investisseurs disposant de capacités de financement et les compagnies, ou les institutions financières, recherchant des capitaux pour se financer ou se refinancer.

A l'image de ce qui est apparu il y a plusieurs décennies sur les marchés anglo-saxons, on constate un rôle croissant accordé à la notation ("rating"), quant à la mesure du risque pris par l'apporteur de capitaux et sa comparaison avec le niveau de rémunération qu'il obtient en contrepartie de son apport.

Après avoir rappelé ce qu'est la notation et quels en sont les différents acteurs, on examinera en quoi elle peut s'appliquer au monde maritime et à ses problèmes de financement.

QU'EST-CE QUE LA NOTATION ? SES ACTEURS.

"La notation est l'expression d'une *opinion* fournie par une *agence spécialisée* quant au *niveau relatif de risque* pris par un apporteur de fonds en *créances*, lorsqu'il investit sur *l'émission notée*".

En retenant plus spécialement les expressions "en caractères gras", on insistera sur le fait que :

- *la notation est une "opinion"*. Ce n'est pas un "audit" au sens anglo-saxon, ni une "certification" comme le font les commissaires aux comptes français. Comme le précisent soigneusement les agences de notation dans leurs publications, ce n'est pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'un papier financier circulant sur un marché. L'émetteur du papier n'est pas "propriétaire" de cette notation, même s'il l'a demandée et s'il en a supporté le coût d'établissement.

- cette "opinion" résulte *d'informations fournies par l'émetteur à l'agence* qui s'engage à les garder confidentielles, si besoin. Elle résulte aussi de l'ensemble des sources, considérées comme sérieuses auxquelles l'Agence a accès. Cette opinion peut être ultérieurement modifiée dans un sens favorable ou non ; l'émetteur qui a pris seul la décision de la première publication, ou non, de la note attribuée, ne peut s'opposer aux modifications ultérieures de cette note, puisque la

note appartient désormais au marché et que l'agence spécialisée a un devoir d'information vis à vis de celui-ci.

- l'"agence spécialisée" est un organisme privé qui par la compétence de ses collaborateurs doit faire la preuve de la qualité de ses travaux. Elle n'a aucune mission d'ordre public ; elle doit satisfaire les besoins du marché.

- la notation n'a pas de valeur absolue ; elle indique un niveau relatif du risque pris par l'apporteur de fonds et de la sécurité attachée à son placement.

- cet apport de fonds à une émission notée ne se matérialise que sur des créances. On ne note pas des fonds propres, des actions ou des parts de capital ; on note des dettes émises par des entreprises privées ou publiques.

- ce sont des émissions qui sont notées, et non pas l'émetteur. Suivant le cas en effet, certaines émissions bénéficient de garanties spécifiques ou, au contraire, voient leur remboursement subordonné au règlement préalable d'autres natures de dettes. Cependant, toutes les "dettes de 1° rang" d'un émetteur sont assimilables sur le plan du risque ou de la sécurité du bailleur de fonds. Cette note commune à toutes les dettes de 1° rang est généralement considérée comme la note de l'émetteur. Traditionnellement, on accorde au moins deux notes : l'une pour les dettes à court terme, l'autre pour les dettes à long terme (plus d'un an ou de deux ans d'échéance). Les dettes "subordonnées" ont une note inférieure à celle des dettes de 1° rang.

On constate que le métier des agences de notation s'est fortement développé ces dernières années, conséquence notamment de la "désintermédiation", les banques n'étant plus désormais l'intermédiaire quasi obligatoire entre les apporteurs de fonds et ceux qui désirent s'en procurer. Ce métier est apparu en France avec la création de l'ADEF il y a quelques années. Mais déjà à l'époque, les grands émetteurs français cherchant à se procurer des fonds sur les marchés étrangers ou internationaux, avaient recours à la notation des grandes agences anglo-saxonnes.

Actuellement, au plan mondial, s'imposent les grandes agences que sont Standard and Poor's, Moody's et à un degré moindre Fitch et IBCA. En France, Standard and Poor's-ADEF est le résultat d'un rapprochement moitié-moitié entre les deux agences mères. On trouve aussi Moody's France et Euronotation de création plus récente.

Le marché de la notation, potentiel ou réel, est important. Actuellement en France, on trouve notamment comme en cours :

- 1000 milliards de F de certificats de dépôts émis par les Banques dont une très grande partie est notée (la notation est obligatoire en France pour les billets à plus de deux ans).

- près de 200 milliards de F de billets de trésorerie émis par des entreprises dont une partie seulement est notée ; les volumes sont plus importants à l'étranger : l'en cours de "papier commercial" dépasserait 3 000 milliards de F aux USA et 600 milliards de F au Japon.

De nouveaux marchés sont apparus plus récemment pour la notation :

- la "titrisation" où le détenteur d'un paquet de créances le met en vente sur le marché retrouvant ainsi une liquidité de cette partie de ses actifs. Les acquéreurs sur le marché demandent que ce "fonds commun de créances" soit noté, et la loi française l'a rendu obligatoire.

- le très fort développement des SICAV court terme en France (plus de 1 000 milliards de F d'en cours actuel) a conduit à l'apparition ces derniers mois de la notation des SICAV et des Fonds communs de placement.

La notation, le "rating", possède une méthodologie pratiquement commune à l'ensemble des agences.

Pour une entreprise, on cherche d'abord à mesurer le "risque industriel" attaché à l'ensemble du secteur où elle exerce son activité. On examine ensuite la position de l'entreprise dans ce secteur, quelles sont ses forces et ses faiblesses en matière de production, d'organisation, de marketing, de commandement et bien entendu aussi sur le plan des critères financiers.

Le but est d'essayer de mesurer les chances d'un "timely payment" du service de la dette où le paiement des intérêts et le remboursement du capital doivent être assurés à bonne date.

Cela ressemble apparemment beaucoup à une analyse financière traditionnelle, du type boursier. Cependant, le but n'est pas d'acheter une action mais d'investir dans une créance. Dès lors,

- la considération du bénéfice net par action et du P.E.R. (Price on earning ratio) ne présente qu'un intérêt limité...

- au contraire, se révèlent bien plus importants :
- . l'importance de la dette et son poids relatif face aux fonds propres.
- . l'importance relative des frais financiers face, par exemple, au cash flow disponible avant frais financiers.

L'ensemble de ces études se traduit par une note unique, sur une échelle de type alphabétique, censée refléter le niveau relatif de risque face à la sécurité quasi absolue de l'émetteur noté "AAA". Mais cette note doit être accompagnée d'un commentaire sous forme d'argumentaire, décrivant les raisons qui ont conduit, sur les divers plans, à l'attribution de la note concernée.

L'APPLICATION EVENTUELLE DE LA NOTATION AU FINANCEMENT DU TRANSPORT MARITIME

La première idée, la plus évidente, est qu'il est envisageable de noter la compagnie maritime, l'armateur qui possède le bateau (après s'être endetté pour l'acquérir), en assure la gestion, trouve les clients, etc. On entre dans le schéma classique en ce qui concerne le risque du secteur.

Pour l'entreprise dans son secteur, on devra notamment examiner :

- **que vaut le bateau ?**
 - sur le plan technique, c'est le métier des "sociétés de classification"
 - mais au moins autant, sur le plan de son adéquation aux besoins du marché !
- **que valent les clients et les marchés obtenus ?** Leur bon déroulement est nécessaire à la "visibilité du cash flow" qui conditionne le service normal de la dette.
- mais aussi, **que vaut la "gestion" du bateau ?**
 - sur le plan de son entretien et de la capacité de son équipage à le faire naviguer sans risques anormaux.

On remarquera que tout ou partie de ces fonctions peuvent être dissociées : le bateau peut avoir été conçu par un architecte naval dans un grand port étranger ; le "chartering" est confié à une société commerciale spécialisée d'une grande île méditerranéenne, et la "gestion technique" assurée par une firme qui embauche les marins qu'elle trouve ! Cette utilisation apparemment habile de divers partenaires ou sous-traitants, n'est pas sans incidence sur le risque que s'efforce de mettre en évidence la notation. L'agence de notation

devra s'équiper en spécialistes aptes à juger chacun des éléments de cette chaîne des risques.

Une autre idée pourrait consister à "titriser" un portefeuille de créances. Une société de leasing finançant par exemple un ensemble de bateaux peut souhaiter s'alléger et trouver un refinancement total ou partiel. L'examen individuel des divers risques unitaires est nécessaire, mais la "mutualisation" de cet ensemble de risques peut conduire à une notation plus favorable. Dans l'état actuel du financement du transport maritime, le recours à de tels mécanismes peut paraître utopique ; et pourtant cela fonctionne dans le domaine du transport aérien. N'existe-t-il pas des points communs ?

- ces deux métiers exigent de lourds investissements sur de longues durées (les premiers B 747 ont maintenant 20 ans d'âge..)
- l'avion, comme le bateau, n'appartient pas nécessairement à la compagnie qui l'exploite,
- dans les deux métiers on trouve des problèmes similaires :
- de marché, de tarifs, de frets, de dérégulation
- de qualités d'équipage (pensons aux reproches faits à une compagnie d'aviation indienne...)
- de qualité d'entretien (de grandes compagnies aériennes n'ont elles pas été accusées d'insuffisance d'entretien..)

Or, les agences de notation, Standard and Poor's en particulier, notent depuis des années les grandes compagnies aériennes !

C'est que la notation présente des avantages pour l'émetteur qui y a recours.

- Elle lui ouvre des marchés car elle éclaire les intervenants sur le niveau de sa capacité à faire face à ses dettes ; une absence de notation inquiète plus qu'une notation même relativement faible.

- Des contraintes réglementaires et l'usage des marchés conduisent de plus en plus les investisseurs à réserver leurs apports de fonds à des sociétés notées ; l'exigence d'une note minimale se développe quant au choix par les bailleurs de fonds des supports sur lesquels ils investissent.

Il n'est donc pas impossible que, dans un futur plus ou moins proche, la notation ne fasse son apparition dans le domaine du transport maritime.

Deux problèmes se posent néanmoins.

- Les sociétés qui seront notées devront accepter de "se montrer", pas au grand public (il ne s'agit pas de notices COB ou SEC), mais à des "experts" tenus à confidentialité. La taille d'une entreprise n'est pas en soi un facteur nécessaire de sa rentabilité, mais n'y aura-t-il pas lieu de passer préalablement par des phases de regroupement avant d'aller solliciter les marchés financiers de créances ?

- Les besoins globaux de financement du transport maritime sont énormes. A l'échelle mondiale, on nous parlait ce matin de plusieurs centaines de milliards de dollars pour les dix prochaines années !

Tout ne pourra pas être financé en endettement. Où trouvera-t-on la masse considérable de fonds propres nécessaires ?

Pour quitter le strict domaine de la notation, il ne faut pas oublier en conclusion un certain nombre de principes "incontournables", comme le langage médiatique a pris l'habitude de les caractériser.

- L'apparition et le maintien de "taux réels" élevés (hors inflation) ne permettent plus, comme par le passé, un recours massif à l'endettement. L'effet de levier tant vanté, ne se transforme-t-il pas désormais en effet de massue..?

- Le risque a un coût ; un projet plus risqué ne trouvera son financement qu'à un coût plus élevé.

- Et, comme nous le rappelait ce matin Monsieur Lagayette avec sa haute autorité, *"Il y aura des financements pour les bons emprunteurs"*.

DEBAT RELATIF A LA COMMUNICATION DE M. JARS

QUESTION

M. BOUTHILLIER s'inquiète de la prolifération des notations qui s'ajoutent aux multiples réglementations, compliquent la vie de l'entreprise et influent sur sa crédibilité financière. Ceci impose une déontologie de la notation qui doit tenir compte de la spécificité des entreprises. Dans le seul secteur maritime peut-on noter de la même façon les divers types d'exploitation ? Il s'interroge enfin sur le coût de la notation.

REPONSE

M. JARS précise que la notation n'est pas en général une obligation réglementaire, elle répond à une demande du marché et notamment des investisseurs au service desquels elle est placée. Le coût de la notation est environ de 3 centièmes de taux appliqué au volume des capitaux soumis à la notation.

QUESTION

Mme de FLEURIEU souligne sa crainte de voir la notation perdre toute valeur sur un marché où tous seraient notés par des voies commerciales.

REPONSE

M. JARS confirme que c'est le marché qui décide : cela peut même entraîner une double notation, qui est courante aux USA.

QUESTION

M. JOURDAN-BARRY souhaite connaître la durée d'une notation.

REPONSE

M. JARS précise qu'elle est reconduite (et son paiement aussi) par tranche annuelle, aussi longtemps que le papier circule sur le marché mais qu'elle est susceptible d'être interrompue en cas de fait nouveau, sortie du marché par exemple.

QUESTION

M. LEONARD demande si la notation est générale ou spécifique par produit financier.

REPONSE

M. JARS précise que les diverses émissions d'un même émetteur peuvent avoir des notes différentes suivant leur durée, les garanties dont elles bénéficient ou, au contraire, les privilèges accordées à d'autres créances, etc... Certaines sociétés émettrices estiment avoir une réputation qui les dispense de recourir à la notation pour tout ou partie de leurs émissions.

QUESTION

M. de LAMBILLY s'interroge sur le statut des sociétés de notation.

REPONSE

M. JARS précise qu'en France un texte prévoit que la notation permet d'éviter certaines formalités, si elle est effectuée par un notateur agréé. Pour détenir cette qualité, un agrément ministériel suffit.

QUESTION

M. MENAT s'inquiète des écarts entre taux retenus et notations obtenues.

REPONSE

M. JARS estime que dans certains cas les écarts de taux sur le marché français ne sont pas en ligne avec les écarts de risques du fait d'une certaine confusion entre la qualité du vendeur du produit financier et celle du produit lui-même. La notation permettrait de l'éviter.

QUESTION

M. ANNE se demande si la notation pourrait tenir compte de la longueur des cycles du transport maritime.

REPONSE

M. JARS souligne qu' un tel élément est normalement pris en compte et que la comparaison porte d'abord sur des entreprises comparables, donc notamment de la même spécialité. Cependant, pour l'investisseur, la longueur du cycle dans un secteur donné est un élément du risque qu'il prend à investir dans cette spécialité. Dans son choix il sera porté à inclure le niveau de la rémunération qu'il recevra en contrepartie.

6 - MOYENS DE FINANCEMENT UTILISES ET UTILISABLES PAR LES TRANSPORTEURS AERIENS ET MARITIMES FRANCAIS

Emmanuel VASSEUR

Directeur général adjoint à la Banque Indosuez

RESUME

D'ici l'an 2000, 200 milliards d'USD sont requis pour renouveler la flotte de commerce mondiale. Avec les mêmes techniques utilisées dans le financement aéronautique dans les années 80 ?

Mobiles par nature, immobiles en droit, les avions et les bateaux, biens d'équipement chers, d'une durée de vie longue et largement standardisés, ont pour le financier beaucoup de points communs.

Mais l'aérien reste réglementé, le shipping est dans un marché libre (d'où une volatilité des frets et des valeurs navires) ; l'aérien est encore en phase de croissance, le shipping est une activité globalement en phase de maturité ; le transport aérien concerne plutôt de grandes sociétés, souvent publiques, le shipping est encore dominé par le capital privé : il y a peu de producteurs d'avions, il y a de nombreux chantiers navals, dont l'offre est difficilement prévisible. Cette instabilité du shipping se prête mal aux solutions employées avec succès dans l'aérien comme le leasing opérationnel ou le leasing fiscal, les montages fiscaux (K/S norvégiennes, ou EURL quirataires¹ en France) coûteux pour les Etats étant plutôt en phase de régression.

Par contre des crédits plus longs, passés pour l'aérien de 8 à 15, voire 25 ans, devraient se généraliser pour les navires neufs, couplés avec un remboursement plus rapide en période faste (limitant ainsi les risques liés aux variations cycliques), ou avec des chartes à moyen et long terme avec des affréteurs utilisateurs de

¹ EURL : Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée

flow excédentaires d'autres navires anciens et amortis, soit par le recours à des hybrides dette/equity comme les financements mezzanine.

ABSTRACT

Before the turn of the century 200 billion dollars will be needed to renew the world merchant fleet.

Will this be done with the same techniques used for the aircraft industry during the 1980's ?

Mobile by nature but fixed by law, aircraft and ships are costly assets, fairly standardized and with long economic life expectancies. For the financier they have much in common.

Nevertheless the aviation industry is regulated while shipping is a fairly free market in which charter rates and asset values fluctuate wildly ; the aircraft industry in which large corporations prevail is still growing while shipping is overall a mature industry still dominated by private capital ; there are few aircraft manufacturers while there are many shipbuilders whose output is unpredictable. Because of this instability of the shipping industry it is difficult to apply the schemes that have been so successful for the aircraft industry such as the fiscal lease or the operating lease. Tax schemes like the Norwegian K/S or the French quirat seem to be fading out because of their cost on public funds.

On the other hand credits which have lengthened for the aircraft industry often up to 15 years (sometimes 25 years), should also lengthen for the financing of newbuilding vessels. This will be possible only if the repayment schedule offers the flexibility to speed up instalments when earnings are high or if the financing is backed by medium or long term employments from first class charterers. Such a charterer's commitment is essential for the access to financial markets.

In the end nevertheless the aquisition of a newbuilding will generate negative cash flows in the first years. This initial deficit will have to be compensated by cash flows from older vessels whithin the shipowners fleet or by the use of mezzanine finance.

Je vous remercie de m'avoir invité à parler devant vous aujourd'hui sur le thème des financements maritimes qui occupent une place de choix dans les activités de financement de la banque INDOSUEZ.

Avec un encours de crédits maritimes qui dépasse maintenant 10 milliards de FRF et des équipes basées à Athènes, Hong Kong, Oslo et bien sûr à Paris, sous la férule d'éminents spécialistes. Nous avons le privilège de figurer parmi les banques les plus actives dans ce secteur au niveau international.

Aux yeux de certains peu familiarisés avec l'industrie, c'est un lourd privilège, mais je dois dire que nous sommes aujourd'hui pleinement satisfaits de la politique qui nous a conduits à cette position et que nous comptons bien demeurer sur le créneau du financement maritime.

Plus précisément, M. Léonard m'a demandé de comparer avec vous l'activité de financement du secteur maritime avec celles du financement aéronautique dont je crois mon concurrent et néanmoins ami, J.Y Durance, vous a entretenus ce matin, en essayant de voir les recettes ou les techniques qui y sont appliquées et qui pourraient l'être au financement maritime.

Au premier abord, en effet, la parenté entre ces deux secteurs d'un point de vue financier est claire. Dans les deux cas, il s'agit de financer un bien d'équipement très coûteux à l'achat et à durée de vie économique longue, mobile, immeuble par destination. Mais, au moins au plan juridique, permettant aux banquiers d'inscrire une hypothèque leur donnant le fallacieux confort lié au financement sur actif, ce qui ne manque pas dans les périodes fastes d'autoriser des débordements excessifs en termes d'effet de levier, nourrissant ainsi une spéculation qui inévitablement se terminera en catastrophe.

A dire vrai, les points communs entre ces deux activités s'arrêtent là et nous verrons plus loin tout ce qui les différencie fondamentalement aux yeux des banquiers.

Ceci dit, le parallèle entre les deux secteurs est, je crois tout à fait d'actualité et particulièrement intéressant, car il semble que l'industrie maritime se trouve actuellement dans une situation proche de celle du transport aérien dans les années 80. C'est-à-dire confrontée avec des besoins considérables d'investissement, de renouvellement d'équipements qui arrivent au bout du rouleau, faute

de cash-flow suffisants pour faire face au coût d'acquisition des nouveaux matériels dont les prix sont hors de proportion avec la rentabilité que l'on peut espérer dans les conditions de marché actuelles.

Je vous propose donc d'aborder avec vous les trois points suivants.

Souligner les principaux facteurs qui différencient fondamentalement nos deux secteurs d'activité.

Evoquer les principales innovations ou techniques qui sont considérées comme ayant joué un rôle déterminant dans l'envolée du financement aéronautique au cours des dernières années, en examinant chaque fois leur application dans le maritime.

Donner un éclairage sur les possibilités de mobiliser les financements requis par l'industrie maritime dans les prochaines années.

Il n'est pas inutile, en effet, d'analyser un instant **les différences entre l'aérien et le maritime**. Cela nous aidera à mieux appréhender les problèmes du financement maritime.

La première de ces différences est que le transport aérien opère encore pour l'essentiel dans un *univers réglementé* qui permet de contrôler l'offre et donc de donner une visibilité meilleure en matière de prévisions. On a vu les effets ravageurs de la déréglementation aux Etats-Unis avec les faillites en série de plusieurs grandes compagnies.

Le transport maritime opère lui en univers totalement déréglementé, ce qui crée une volatilité beaucoup plus grande en matière de prévisions.

Le second facteur de différence est que le transport aérien est un industrie jeune qui est encore aujourd'hui *en phase de croissance relativement forte*. Il y a bien sur des hauts et des bas, mais la tendance de fond est une tendance de croissance supérieure au taux de croissance général.

Par comparaison, le shipping, que l'on pourrait qualifié de deuxième plus vieux métier du monde, à égalité avec le métier de banquier, est une industrie qui, dans l'ensemble, a atteint le stade de la maturité et, mis à part quelques créneaux spécifiques, suit une croissance liée à celle de l'économie mondiale.

Troisième facteur, et je m'arrêterai là sur les différences, c'est que *les compagnies aériennes sont pour la plupart de grandes sociétés*, souvent étatiques ou cotées en bourse avec un bilan, une structure financière ou un actionnariat qui permettent de conforter le financement sur actif et de mieux affronter les périodes difficiles.

Par comparaison, l'industrie maritime, à quelques exceptions près, est largement le fait d'entreprises privées, voire personnelles, avec de fait une absence de structure financière de type corporate, situation accentuée par le recours aux paradis fiscaux et aux pavillons de complaisance.

Ces trois facteurs vous expliquent déjà pourquoi finalement le problème du financement se pose différemment dans les deux cas et pourquoi il est a priori plus facile au transport aérien qu'au transport maritime d'accéder aux marchés bancaires et financiers.

Voyons maintenant, si vous le voulez bien, les innovations financières qui ont été utilisées dans le financement aéronautique. A mon avis, il y en a trois principales :

- . le leasing opérationnel
- . le leasing fiscal
- . l'allongement des durées de financement.

Le Leasing opérationnel, affreux anglicisme, on devrait dire en français "location simple" est sans doute l'innovation majeure des dernières années dans le financement aéronautique.

Les flottes des grands loueurs, tels que G.P.A. ou I.L.F.C., se comptent aujourd'hui par centaines d'appareils et ces loueurs représentent maintenant un facteur majeur du marché, tant vis-à-vis des compagnies que des constructeurs.

Le concept en est simple : ces sociétés investissent dans l'acquisition d'avions qu'elles mettent en location auprès de transporteurs. Elles trouvent leur rentabilité à deux niveaux :

- . une marge, assez faible sur les loyers, qui représentent entre 1 % et 1,5 % par mois de la valeur des avions.
- . sur la plus-value à terme qu'elles comptent enregistrer sur la valeur résiduelle des avions.

Le succès de la formule découle de l'analyse suivante :

. en commandant des avions neufs en bloc au bon moment, elles obtiennent des prix d'achat avantageux, souvent meilleurs que les compagnies aériennes, du moins les plus petites.

. La prise de conscience que la durée de vie économique des avions est beaucoup plus longue qu'on ne le pensait à l'époque.

De la sorte, ces sociétés ont été en mesure de lever les capitaux nécessaires auprès de banques ou institutions financières, voire auprès du public. Dans le cas de la banque Indosuez, il s'agit en particulier de G.P.A., A.T.R., A.I.R.

Je crois que, là encore, les facteurs déterminants qui ont permis le lancement et le financement du leasing sont ceux que j'ai mentionnés plus haut : réglementation, croissance du marché et surface financière des opérateurs.

Et cela explique que le leasing opérationnel n'ait pratiquement pas été appliqué au maritime. J'y ajouterai trois raisons complémentaires :

. la première, c'est que l'offre des bateaux était et est encore, malgré les réductions de capacité et la limitation des subventions, beaucoup plus élastique que celle des avions, ou il est plus facile de prévoir les prix de vente des appareils neufs.

. la seconde est le décalage important qui existe entre le niveau des loyers financiers et les taux de fret en vigueur sur le marché

. la troisième, enfin, c'est que la spéculation sur la valeur des bateaux est une part intégrante du métier d'armateur et qu'elle constitue souvent l'essentiel de la rentabilité du métier. Cela n'a pas grand sens de le laisser faire à des tiers.

Des tentatives ont été faites sous forme de fonds d'investissement fermés dans le maritime et nous en avons l'expérience mais sans grand succès car la volatilité et la cyclicité du marché maritime effraient les investisseurs et nous ne sentons pas de réelle ouverture dans cette direction.

Pour avancer dans cette direction, il faudra du temps pour convaincre les investisseurs et surtout il faudrait pouvoir adosser l'investissement sur des chartes à long terme avec des preneurs de qualité tels que des compagnies pétrolières.

Le leasing fiscal, autre produit magique du financement aérien.

Je vais passer rapidement car cela reste à mon avis, malgré la publicité qu'on lui donne, un phénomène relativement marginal, en voie de disparition.

J'ai, par ailleurs, l'intime conviction que ces techniques fiscales ne doivent être qu'un facteur d'accompagnement et en aucun cas la motivation principale d'une décision d'investissement. Voir le phénomène des K.S. en Norvège.

En France, le leasing fiscal a été largement utilisé pour aider au lancement des airbus et des A.T.R. ou pour aider Air France à financer des investissements.

Aujourd'hui, l'administration a pratiquement fermé le robinet. La technique a été peu utilisée pour le maritime faute d'abord de demande réelle compte tenu de la faiblesse des investissements maritimes sous pavillon français.

J'ajouterai aussi que les contraintes et les pénalités en cas de débouclage anticipé sont peu compatibles avec une gestion mobile des actifs comme le demande l'industrie maritime.

Restent aujourd'hui deux grandes sources de leasing fiscal : le Japon et les Etats-Unis.

Dans le cas du Japon, son utilisation pour l'investissement maritime est interdite par le M.O.F.

Quant aux Etats-Unis., il requiert le pavillon U.S. qui n'est pas particulièrement attrayant.

Reste le système des quirats qui devrait théoriquement permettre de placer avantageusement de l'équity sur le marché français ; je crois toutefois que son développement s'est heurté à deux obstacles :

. Le premier, c'est la responsabilité du quirataire vis-à-vis des risques liés à l'exploitation du navire et vis-à-vis des risques financiers.

. Le second, c'est la réserve des investisseurs vis-à-vis de la cyclicité du marché maritime qui pourrait là encore être atténuée par des chartes à long terme.

Troisième et dernière innovation du financement aérien, c'est *l'allongement des durées des crédits* accepté par le marché bancaire, qui a été spectaculaire.

Quand nous avons commencé à nous intéresser au financement aéronautique, les durées de crédit étaient celles que nous connaissons dans le maritime : 8 ans, voire 10 ans.

Nous avons alors assisté à un fort lobbying des compagnies aériennes U.S., d'abord sur les organismes de crédit export, puis par voie de conséquence sur les banques, pour passer à 12 ans, puis 15 ans. Aujourd'hui UNITED AIRLINES fait le tour des banques en proposant du crédit à 25 ans, que la banque INDOSUEZ refuse, (je vous rassure!) mais qui réussit à se placer.

Les banques ont accepté cet allongement, excessif d'ailleurs, en se laissant convaincre de la qualité des risques et de sa permanence sur la longue durée à double titre :

- . Confiance dans la qualité de la signature des opérations (grands transporteurs U.S. ou compagnies nationales européennes)

- . Confiance dans la valeur future des avions, qui pour des raisons déjà mentionnées, semble acquise sur la longue période, situation confortée par la valeur élevée des avions d'occasion dans la période de pénurie que nous avons connue.

Ceci étant, je crois que l'on assiste aujourd'hui à une correction d'excès qui ont été générés par l'attrait d'un marché nouveau et d'un phénomène de mode. Clairement on revient à des durées plus raisonnables avec des "balloons" plus réduits sous l'effet des problèmes que connaît le transport aérien et des pertes que certaines banques vont subir dans les grandes déconfitures en cours, en particulier aux U.S.A.

Au total, et pour conclure sur ce point, je pense que l'envolée du financement aéronautique est en train de se calmer, voire de se normaliser et de se rapprocher de la problématique du financement maritime.

Comment peut-on envisager l'avenir du financement maritime face à des investissements de renouvellement que les experts chiffrent à US\$ 200 milliards sur les prochains dix ans ? Situation à peu près identique à celle du transport aérien dans la décennie 1985-1995.

L'analyse rapide, que nous avons faite, vous montre que le financement aéronautique n'apporte pas de recette magique applicable au maritime, à la fois parce que la problématique est différente dans les deux activités et aussi parce que le souffle du financement aéronautique est en passe de retomber, victime de ses propres excès.

Dieu soit loué! pour cette fois, le marché maritime est en voie d'assainissement, et banquiers et armateurs, échaudés par les expériences antérieures, ont adopté une attitude prudente. Un peu par la force des choses, car effectivement le problème est complexe dans la mesure où les taux de fret actuels ne permettent de couvrir qu'une part trop faible de l'amortissement financier d'un new building.

Faut-il parier sur une envolée des frets ou une envolée des valeurs de navire. C'est en tout cas un pari que les investisseurs et les banquiers ne sont pas prêts à faire pour investir l'équité nécessaire pour équilibrer les plans de financement.

Pour toutes les raisons que j'ai évoquées au cours de mon intervention, je ne pense pas, en effet, que l'on puisse aujourd'hui convaincre les investisseurs de mettre dans l'achat de bateaux neufs les 30 ou 40 % d'équité qui sont nécessaires pour compléter le crédit hypothécaire que l'on peut adosser aux prévisions de revenus sur la base des taux de fret actuels.

Je vois **deux directions** vers lesquelles travailler pour mieux aborder les problèmes de financement de l'industrie maritime :

La première, et la principale, serait de pouvoir progressivement allonger les durées de financement pour les new buildings. La justification économique de cette évolution repose sur la durée de vie économique des navires qui va au-delà des 10 ans qui sont la norme actuelle pourvu que les navires soient bien construits et surtout bien entretenus.

Sur un VLCC neuf, dont le prix d'acquisition est de US\$ 110 millions, la charge financière, avec un taux de 10 %, passe de 12,5 M. pour un crédit à 10 ans à 9,8 M. pour un crédit à 15 ans, avec un balloon de 10 millions pour une quotité de financement de 70 %.

Ces chiffres sont à comparer avec les revenus annuels d'environ US\$ 6 millions aux taux actuels. Il y a donc une réduction substantielle du GAP qui n'est pas négligeable.

Ceci dit, reste que les banques resteront réticentes à accepter un étalement des amortissements dans la crainte de la cyclicité du

marché. Il faudrait donc accompagner l'allongement des durées de financement de mesures destinées à conforter la position des banques en cas de cycles bas :

A ce titre, on ne peut que souligner en premier lieu la négociation de chartes à long terme qui devraient être le socle de tout bon financement maritime.

Nous savons que celles-ci ne sont guère de mode actuellement, en particulier dans le secteur pétrolier.

C'est pourtant, je crois, la clef qui permettra de faire beaucoup plus. Il y a de fait une solidarité objective des armateurs et des utilisateurs qu'il faut mettre en oeuvre pour construire les structures appropriées.

Il y a de la place pour mettre en place des mécanismes imaginatifs qui permettraient aux banquiers d'être assurés de l'emploi des navires et d'un revenu minimum, tout en permettant à l'armateur et à l'affréteur de partager les risques et les profits de l'investissement.

Nous venons ainsi de monter le financement de 7 pétroliers neufs avec des quotités de financement élevées basées sur une charte à L.T. avec une compagnie pétrolière.

Un autre facteur qui permet de construire des financements longs est évidemment aussi la construction de "paquets" comprenant un bateau neuf et des bateaux anciens, largement amortis, dont les cash-flow permettent de conforter le plan de remboursement des bateaux neufs. Je suis frappé de voir la réussite de certains de nos clients qui, en appliquant ainsi la politique de la boule de neige, ont réussi à construire au cours des années passées des flottes importantes avec une dette relativement continue et qui disposent aujourd'hui des fonds propres implicites pour investir dans des new buildings.

Dans ces conditions, un allongement des durées de financement me paraît donc faisable et devrait représenter une contribution positive.

La deuxième direction, plus innovatrice, serait de travailler au développement d'un produit de mezzanine faute de pouvoir lever de l'équity, ce que j'appelle mezzanine est une hypothèque de second rang portant, soit sur une partie de crédit remboursable in fine, soit sur un ballon destiné à être refinancé en fin de période. Avec bien sûr un partage de la plus value éventuelle sur la valeur résiduelle du navire.

La condition pour monter des tranches mezzanines reste bien sûr de se protéger au mieux d'accidents éventuels pendant la phase de remboursement du crédit de premier rang : d'ou la nécessité là encore de pouvoir s'appuyer sur une charte à L.T. pendant la phase initiale de l'amortissement.

En définitive, je dirai que, malgré la crise qui frappe le marché bancaire et la réserve du marché en termes de financement, il n'y a pas de bon projet qui ne puisse trouver un financement.

Au prix d'une coopération entre armateurs et affréteurs, et en utilisant les cash-flow générés par les actifs existants, je crois que le marché bancaire devrait pouvoir répondre pour l'essentiel aux besoins de financement du secteur maritime.

Reste que le maritime est aujourd'hui moins à la mode que l'aéronautique et que les spécialistes du maritime dans les banques sont relativement peu nombreux. Il y a donc un important travail pédagogique à faire pour élargir le marché.

Mais je dirai, tant mieux! à la fois pour la banque INDOSUEZ et pour le marché maritime car l'expérience nous a montré que, lorsque les banquiers se précipitent en masse sur un secteur nouveau, la catastrophe n'est pas loin.

DEBAT RELATIF A LA COMMUNICATION DE M. VASSEUR

QUESTION

M. BOUTHILLIER, en soulignant les convergences -poids financier de l'immobilisation- entre les secteurs aériens et maritimes, indique qu'à son avis le monde de l'armement est en pleine évolution à cause, d'une part, de la spécialisation des sociétés dans certains secteurs d'exploitation et, d'autre part, de leur regroupement en structures de plus en plus importantes. En ce qui concerne le "quirat", il estime qu'il représente une voie d'avenir pour mobiliser l'épargne, pour autant que l'on arrive à régler les problèmes de responsabilité des personnes physiques intéressées à une telle utilisation de leur épargne. En ce qui concerne les crédits "mezzanine", il lui semble qu'il s'agit là d'une voie intelligente de croissance des fonds propres pour autant que l'on précise les plafonds qu'ils peuvent représenter au sein des fonds propres. Il ajoute, enfin, que la flotte devra bien être remplacée, et qu'il faudra bien, par des taux de fret réalistes, trouver une rémunération de ces capitaux. Faute de quoi, il n'y aura pas assez d'investissements, ce qui ne manquera pas de susciter nombre de sinistres maritimes.

REPONSE

M. VASSEUR pense que tous les protagonistes devraient trouver une solution acceptable. Il estime en outre que l'avenir n'appartient pas seulement aux regroupements d'entreprise. A l'étranger et dans le domaine du vrac sec beaucoup d'initiatives personnelles ont par effet "boule de neige" déjà permis la constitution d'ensembles importants. En ce qui concerne les financements "mezzanines", il ne semble pas possible de les plafonner a priori. Cela dépend de l'exploitation envisagée. Des montants de 10 à 15 % apparaissent cependant réalistes, mais il ne faut pas perdre de vue que ce n'est pas tout à fait l'équivalent d'une hypothèque de premier rang.

QUESTION

M. LEONARD souligne l'intérêt des financements adossés à une charte partie de bonne qualité. Mais il signale que cette solution ne vaut pas pour la ligne régulière, d'où l'intérêt que présente la formule du "quirat" qui lui est complémentaire.

REPONSE

M. VASSEUR estime que le recours à l'épargne individuelle a ses limites. Pour les lignes régulières, comme elles sont souvent cotées en bourse, en tant que sociétés de prestations de services, il lui semble que le marché des capitaux constitue une bonne voie de recours à l'épargne.

QUESTION

M. LEONARD s'inquiète des incidents qui pourraient compromettre la fiabilité des financements aériens et faire connaître le même type de crise que dans le maritime.

REPONSE

M. VASSEUR confirme les inquiétudes de **M. LEONARD** et souligne les incertitudes en ce qui concerne l'évolution de la valeur de revente des avions.

QUESTION

M. RIBIERE estime que l'Oil Pollution Act américain en suscitant des appels en responsabilité conjointe des banquiers, pour les incidents écologiques, conduit à détourner les investisseurs du secteur maritime.

REPONSE

M. VASSEUR confirme que les investisseurs sérieux ne s'intéressent pas aux navires et aux armements sous-normes et médiocrement aux pétroliers devant desservir les Etats-Unis.

