



IV / Financement de l'économie : le modèle européen remis en question

*Thomas Grjebine, Urszula Szczerbowicz et Fabien Tripier**

L'Union européenne aborde cette année la délicate réforme du financement des entreprises non financières avec le projet d'Union des marchés de capitaux (UMC). Comme l'indiquait Jean-Claude Juncker en juillet 2014 lors de sa déclaration de candidature à la présidence de la Commission européenne, ce projet vise à faire évoluer un système financier européen centré sur les banques : « Pour améliorer le financement de notre économie, nous devrions développer et intégrer davantage les marchés des capitaux. Cela pourrait réduire les coûts de financement, notamment pour les PME, et contribuer à réduire notre très forte dépendance en matière de financement bancaire. »

Ce chapitre propose une mise en perspective de ce projet de réforme. Nous rappelons, dans un premier temps, qu'il s'inscrit dans un débat récurrent sur les avantages et inconvénients d'un système financier fondé sur les banques (*bank based*) par rapport à un système financier fondé sur les marchés (*market based*). Le retour au premier plan de ce débat a été pour beaucoup nourri par les expériences contrastées des économies américaine et européennes après la Grande Récession de 2008-2009. Nous montrons effectivement, dans un deuxième temps, qu'après les récessions, des reprises plus vigoureuses sont observées dans les économies où la dette de marché représente une part importante

* Thomas Grjebine et Urszula Szczerbowicz sont économistes au CEPII et Fabien Tripier est conseiller scientifique au CEPII et professeur d'économie à l'université de Lille 1.

du financement des entreprises. Faut-il pour autant « développer et intégrer davantage les marchés des capitaux » pour diminuer le poids du financement bancaire dans l'Union européenne comme l'envisage le projet d'UMC porté par la Commission européenne ? C'est à cette question que, pour finir, nous tenterons de répondre en précisant les conditions de réussite de ce projet.

Banques versus marchés : un débat récurrent

Pour se développer et poursuivre leurs activités économiques, les entreprises ont régulièrement besoin de recourir à un financement externe. De nouvelles ressources financières leur sont fournies soit sous la forme de capitaux, par l'émission d'actions par exemple, soit sous la forme de dettes, par l'émission d'obligations ou la contraction d'un prêt bancaire. Le système financier organise l'accès à ces ressources externes : *directement* sur les marchés financiers par émission de titres ou *indirectement* par l'intermédiaire, le plus souvent, des banques. Cette distinction permet de différencier les principaux systèmes financiers. Elle est retenue, par exemple, par la BCE [European Central Bank, 2011] pour qui les banques sont clairement la plus importante source de financement dans la zone euro (51 %), à l'inverse des États-Unis où le crédit bancaire représenterait moins d'un cinquième du financement total de l'économie.

Le questionnement sur les avantages et inconvénients de ces deux types de systèmes financiers n'est pas nouveau. Au ^{XIX}^e siècle déjà, les vertus comparées du système allemand fondé sur les banques et de celui des États-Unis et de la Grande-Bretagne fondé sur les marchés faisaient l'objet de débats intenses [Levine, 2002]. L'histoire économique a montré que ces deux systèmes ont été compatibles avec des trajectoires impressionnantes de croissance et de développement économique. Les travaux économétriques récents n'ont finalement que confirmé cet enseignement de l'histoire. Ils ne permettent pas d'avancer qu'un système financier reposant sur les marchés serait plus favorable à la croissance qu'un modèle reposant sur les banques, et réciproquement. L'efficacité du système financier dépendrait plus du système légal en vigueur que du poids respectif des banques et des marchés dans le financement de l'économie [La Porta *et al.*, 1997].

La crise économique et financière de 2008-2009 et la reprise plus rapide aux États-Unis ont toutefois apporté un nouvel

éclairage sur ces questions. Certains auteurs suggèrent que l'économie américaine a retrouvé plus rapidement le chemin de la croissance, après la récession de 2008-2009, grâce à son système financier qui lui a notamment permis de substituer du financement obligataire au financement bancaire [Adrian *et al.*, 2012 ; Becker et Ivashina, 2014]. L'importance d'une telle substitution pour atténuer les effets des crises économiques avait déjà été soulignée lors de crises antérieures, réduisant par exemple considérablement l'ampleur de la récession américaine de 1991.

La substitution du financement obligataire au financement bancaire en période de crise : un facteur de résilience ?

Peut-on établir une relation systématique entre le type de système financier et la capacité des économies à sortir des récessions ? Les résultats de l'étude que nous avons menée au CEPII sur 93 récessions dans 25 pays apportent des réponses à cette question [Grjebine *et al.*, 2014]. Elle caractérise le système financier de chaque économie par la part de la dette de marché des entreprises non financières. Cette « part obligataire » est mesurée comme le rapport entre le montant des dettes de marché émises par les entreprises non financières et le montant total, bancaire et de marché, de leur dette.

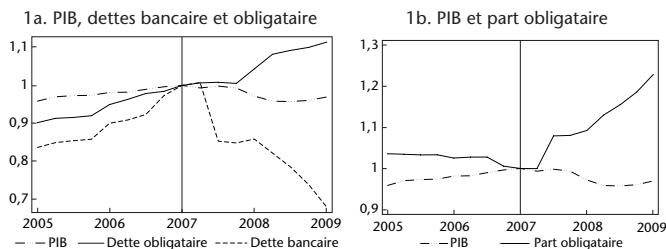
Évolution des dettes bancaire et de marchés lors des récessions

Aux États-Unis, la récession de 2008-2009 s'est accompagnée d'une diminution du crédit bancaire au profit de la dette obligataire (graphique 1). Cette récession a été exceptionnellement sévère — deux ans après le pic, le PIB réel n'avait toujours pas retrouvé sa valeur du quatrième trimestre 2007 — et la baisse des prêts bancaires a été drastique (plus de 30 %), tandis que la dette obligataire, elle, s'accroissait de plus de 10 % (graphique 1a). La substitution des obligations aux prêts bancaires au cours de cette récession a conduit à une augmentation de 20 % de la part obligataire dans l'endettement total des entreprises (graphique 1b).

Ce phénomène de substitution ne concerne pas uniquement l'économie américaine. Le tableau 1 compare la composition de la dette des entreprises non financières pour une sélection de pays avancés et son évolution pendant la crise financière. La structure de financement des entreprises diffère fortement entre les pays.

Graphique 1. PIB réel et structure de la dette des entreprises lors de la Grande Récession aux États-Unis

(du 4^e trimestre 2005 au 4^e trimestre 2009)



Note : séries réelles normalisées à 1 au moment du pic du PIB américain (4^e trimestre 2007).

Source : calculs des auteurs.

Tableau 1. Part du financement obligataire des entreprises non financières avant et après la crise de 2008-2009

(en % de la dette totale)

	Moyenne (1989-2013)	Avant la crise (2007)	Après la crise (2013)	Variations sur 2007-2013
Allemagne	6	8	8	0
Espagne	4	0,9	2	+ 122
France	18	16	22	+ 38
Irlande	1	1	1	0
Italie	5	5	9	+ 80
Pays-Bas	10	11	19	+ 73
Portugal	10	12	16	+ 33
Zone euro	8	9	11	+ 22
Royaume-Uni	22	21	27	+ 29
États-Unis	56	52	74	+ 42
Australie	17	13	20	+ 54
Canada	20	17	21	+ 24
Japon	18	16	16	0
Moyenne (25 pays)	17	14	19	+ 36

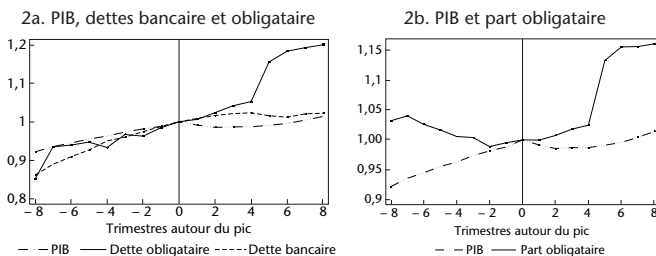
Source : calculs des auteurs à partir de BRI, *Long Series on Credit to Private Non-Financial Sectors* et *Debt Securities Statistics*.

Le financement obligataire est une tradition ancienne aux États-Unis. La part des obligations représentait déjà 54 % de la dette des entreprises dans les années 1950 ; pendant la crise récente, elle est passée de 52 % en 2007 à 74 % en 2013. Bien que plus faible, le financement obligataire est également important au Royaume-Uni, au Canada ou au Japon (respectivement 21 %, 17 % et 16 % en 2007). La situation dans la zone euro est très hétérogène. Avant

la crise de 2007, le financement obligataire représentait 16 % du financement des entreprises en France, 11 % aux Pays-Bas, 8 % en Allemagne, contre seulement 1 % en Espagne ou en Irlande, ou 5 % en Italie. Dans la plupart de ces économies, en dépit des différences importantes dans la composition de la dette de leurs entreprises, le financement obligataire a significativement augmenté lors de la crise récente : de 122 % en Espagne, 80 % en Italie, 38 % en France, 42 % aux États-Unis.

Ce changement dans la composition de la dette des entreprises est-il spécifique à la Grande Récession de 2008-2009 ou correspond-il à une régularité du cycle économique ? Le graphique 2a présente les évolutions moyennes du PIB réel, du financement obligataire et des prêts bancaires par rapport à leur valeur au moment du pic d'activité pour les récessions étudiées dans Grjebine *et al.* [2014] — la date du pic marquant la fin d'une phase d'expansion et le début d'une phase de récession. Les prêts et les obligations suivent une tendance similaire au cours des deux ans précédant le pic, mais divergent fortement pendant la récession, et plus encore pendant la phase de reprise. La croissance cumulée des prêts bancaires sur les deux ans suivant le pic est proche de 1 %, alors que la croissance cumulée de la dette obligataire atteint 20 %. Le graphique 2b présente l'évolution de la part du financement obligataire avant et après le pic. Le changement dans la structure de la dette des entreprises se produit pendant la phase de reprise, et conduit à une augmentation totale de la part obligataire de 15 %, proche de celle observée aux États-Unis (20 %) après 2007 (graphique 1b).

Graphique 2. PIB réel et structure de la dette des entreprises au cours du cycle



Note : séries réelles normalisées à 1 au moment du pic daté 0. Valeur moyenne pour les 93 récessions.

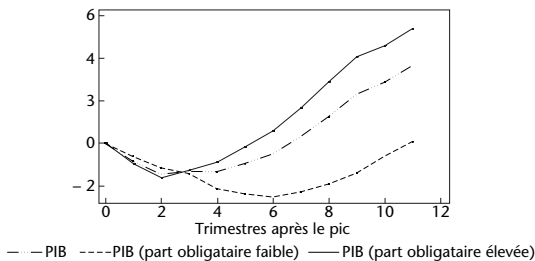
Source : calculs des auteurs.

Rythme des reprises et structure de la dette des entreprises

La structure de la dette des entreprises varie donc de manière régulière au cours du cycle. Peut-on pour autant établir une relation entre la structure de la dette et le cycle économique ? Le graphique 3 présente l'évolution du PIB réel après un pic d'activité, selon que la valeur initiale de la part du financement obligatoire est élevée (supérieure à la moyenne, trait plein) ou faible (inférieure à la moyenne, trait pointillé). Au début de la récession, l'évolution est similaire : sur les trois premiers trimestres, les deux courbes sont très proches. Par la suite, les deux courbes divergent. La reprise commence plus tôt dans les pays où la part du financement obligatoire est élevée — en moyenne trois trimestres après le pic, contre six trimestres dans les économies à faible part obligatoire — puis l'écart s'accroît. Les économies où la part du financement obligatoire est élevée retrouvent leur niveau de PIB d'avant la récession cinq trimestres après le pic, alors que les économies où cette part est faible ne le retrouvent que onze trimestres après le pic. À cette date, le PIB réel des économies où la part du financement obligatoire est élevée dépasse de 5 % sa valeur au moment du pic !

La vigueur des reprises économiques est également liée à la substitution s'opérant entre financement bancaire et financement obligatoire à condition de tenir compte de la structure initiale de la dette. Intuitivement, on peut comprendre qu'une substitution entre les deux formes de dette, mesurée par la croissance de la part obligatoire, n'aura pas le même impact macroéconomique

Graphique 3. Les reprises dépendent des structures financières



Note : déviations du PIB par rapport à la date du pic (en %, valeur moyenne pour les 93 récessions). « Part obligatoire élevée (resp. faible) » signifie que la part obligatoire au moment du pic est supérieure (resp. inférieure) à la moyenne pour les 93 récessions.

Source : calculs des auteurs.

dans un pays comme les États-Unis, où le financement obligatoire représente plus de 50 % de la dette des entreprises, et en Irlande où il est inférieur à 1 %.

Un changement du financement des entreprises ou de la structure par taille des entreprises ?

Le changement de la structure de la dette des entreprises au cours du cycle peut provenir d'un changement de leurs sources de financement (des banques vers les marchés en période de restriction du crédit — voir encadré 1) ou d'une modification de la structure par taille des entreprises (sans que ces dernières changent pour autant leur façon de se financer). Prenons le cas extrême de petites entreprises financées exclusivement par les banques et de grandes entreprises financées exclusivement par obligations. Dans ce cas, la moindre résistance des petites entreprises durant les récessions entraînerait mécaniquement une hausse de la part obligatoire dans le financement des entreprises. Cette hausse se réaliserait sans que cela traduise un changement dans le mode de financement des entreprises, ni un problème d'offre de crédit de la part des banques. Dans ce cas, développer les marchés de dette serait de peu d'utilité, puisque la hausse de la part obligatoire durant les récessions n'indiquerait pas un tarissement du crédit bancaire que les entreprises chercheraient à compenser, mais un changement dans la structure par taille des entreprises. Néanmoins, les études les plus récentes infirment cette hypothèse. Becker et Ivashina [2014], entre autres, montrent que les entreprises américaines qui ont simultanément accès aux marchés de dette obligatoire et de dette bancaire augmentent bien leurs émissions d'obligations durant les récessions car elles reçoivent moins de financements de la part des banques

Ce problème d'interprétation concerne aussi le lien identifié entre la vigueur des reprises et la structure de la dette des entreprises au moment de la récession. La reprise peut être plus rapide car les entreprises ont accès à des marchés permettant la substitution des sources de financement mais aussi car l'économie comprend plus de grandes entreprises qui résistent mieux aux effets de la récession, notamment en ayant davantage accès au financement obligatoire. En réalité, les deux effets opèrent effectivement durant les récessions étudiées. Les reprises sont plus vigoureuses lorsque la part obligatoire est forte mais aussi lorsque la part des grandes entreprises dans la valeur ajoutée totale est élevée. La structure

Encadré 1. Comment expliquer la coexistence des deux modes de financement, bancaire et obligataire ?

À première vue, ces deux modes de financement sont très similaires. Tous deux consistent en la création d'un contrat de dette : un investisseur apporte ses ressources financières à l'entreprise en contrepartie de l'engagement contractuel de versements futurs d'intérêts. Alors pourquoi des entreprises émettent des obligations tandis que d'autres contractent des prêts bancaires ? Pour répondre à cette question, la littérature a mis en avant l'hétérogénéité des entreprises : toutes n'ont pas les caractéristiques requises pour accéder au financement obligataire. Se financer directement sur le marché, que cela soit par actions ou par obligations, requiert de supporter d'importants coûts directs (frais d'enregistrement sur les marchés, notamment) et indirects (production de l'information nécessaire pour les investisseurs). Le financement obligataire est ainsi réservé aux entreprises apportant suffisamment de garanties aux prêteurs, que cela soit du fait d'un niveau élevé de capitaux propres pouvant servir de compensation en cas de défaut ou d'une bonne réputation sur les marchés que l'emprunteur souhaitera préserver en respectant ses engagements [Holmstrom et Tirole, 1997 ; Diamond, 1991]. Les autres entreprises doivent se tourner vers les banques pour obtenir un financement. Ces dernières sont exposées au même problème d'asymétrie d'information que les investisseurs obligataires, mais elles disposent d'une « technologie » en matière d'audit et de contrôle qui leur permet de limiter leur exposition au risque. Cette technologie n'est pas gratuite et son coût se retrouvera dans le montant des intérêts demandés par les banques, généralement supérieurs aux intérêts versés sur la dette obligataire.

Comment expliquer la variation de ces modes de financement, bancaire et obligataire, au cours du cycle ?

Cette explication de la coexistence des financements bancaires et obligataires, fondée sur les caractéristiques des entreprises, ne permet pourtant pas de comprendre pleinement la substitution entre ces deux modes de financement au cours du cycle. Selon ce schéma théorique, le plus grand recours au financement obligataire durant les crises s'expliquerait par une amélioration des caractéristiques fondamentales des entreprises, difficile à concilier avec la dégradation, au même moment, de leur situation financière. Pour cette raison, un autre mécanisme théorique a été proposé, mettant en avant l'hétérogénéité des prêteurs plutôt que celle des emprunteurs [Adrian *et al.*, 2012]. Selon cette approche, la quantité de crédit offerte par les banques aux entreprises dépend du risque de défaut de ces dernières, du fait notamment des contraintes réglementaires pesant sur leurs bilans. En période de récession, les banques diminuent leur offre de crédit afin de réduire leur exposition au risque accru de défaut des entreprises ; la hausse des taux d'intérêt qui en résulte attire les investisseurs obligataires, motivés par des rendements plus élevés ; du financement obligataire se substitue alors au financement bancaire. Cette évolution peut même se poursuivre en période de reprise si les banques ont subi des pertes financières importantes pendant la récession.

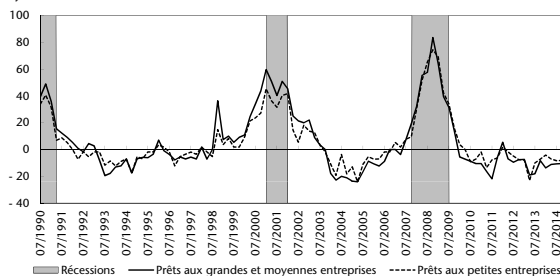
de financement des entreprises a donc bien un effet propre, qui s'ajoute à l'effet de la structure par taille des entreprises.

Des contraintes de financement touchant toutes les entreprises

La possibilité de substituer du financement obligataire au financement bancaire est d'autant plus nécessaire que les contractions de l'offre de crédit bancaire peuvent toucher toutes les entreprises, y compris les plus grandes. Si l'attention des décideurs a été focalisée sur le financement des petites et moyennes entreprises, presque exclusivement dépendantes du financement bancaire, c'est bien l'ensemble des entreprises, petites et grandes, qui a été frappé par une contraction de l'offre de crédit bancaire durant la Grande Récession. En 2009, 15 % des grandes entreprises européennes (plus de 250 employés) indiquent que l'accès au financement est leur principal problème, mais c'est également le cas de 16 % des entreprises de 1 à 9 employés et de 50 à 249 employés [European Commission et European Central Bank, 2009]. Aux États-Unis, la Fed souligne que les banques américaines ont durci fortement les conditions d'octroi de crédits commerciaux et industriels et, comme le montre le graphique 4, le durcissement a concerné autant les petites entreprises que les grandes.

Les contraintes pesant sur l'offre de crédit bancaire affectent donc l'ensemble des entreprises, avec des conséquences importantes dans les pays où les marchés obligataires sont peu développés du fait du rôle majeur des grandes entreprises dans

Graphique 4. Durcissement des conditions d'octroi des crédits bancaires selon la taille des entreprises aux États-Unis
(en %)



Note : pourcentage de banques ayant durci les conditions d'octroi des crédits bancaires industriels et commerciaux.

Source : Federal Reserve [2015].

l'économie. Les entreprises de plus de 250 salariés représentent en effet en moyenne 48 % de la valeur ajoutée en Allemagne, 40 % en Irlande, 35 % en Espagne, 33 % en Italie, pays où la part du financement obligataire est inférieure à 10 % [OCDE, 2013].

Les conditions de la réussite de la réforme du système financier

Disposer de marchés de dette d'entreprise développés serait un facteur facilitant la résilience des économies après les crises économiques. Faut-il pour autant « développer et intégrer davantage les marchés des capitaux » pour diminuer le poids du financement bancaire dans l'Union européenne comme l'envisage le projet d'UMC porté par la Commission européenne ? La réponse est nécessairement nuancée. La sortie de crise n'est finalement qu'un moment de la vie économique et les vertus d'un système financier doivent s'apprécier tout au long du cycle, durant les crises, mais également durant les périodes de prospérité. Néanmoins, étant donné que le projet d'Union des marchés de capitaux (UMC) se justifie en grande partie par la difficile sortie de la Grande Récession de l'économie européenne, il nous semble utile d'indiquer les conditions de la réussite de ce projet.

Qu'est-ce que le projet d'UMC ?

L'UMC est un projet de la Commission européenne visant à approfondir et à intégrer davantage les marchés des capitaux dans les 28 États membres de l'UE. Annoncé en novembre 2014, le projet d'UMC a été effectivement lancé en février 2015 par la publication du Livre vert *Construire l'union des marchés des capitaux*. L'horizon retenu pour sa mise en place est 2019. La Commission affiche les priorités d'action suivantes : faciliter l'accès aux marchés de capitaux ; élargir l'éventail des investisseurs accessibles aux PME ; mettre en place un marché pérenne pour la titrisation ; stimuler l'investissement de long terme et développer des marchés européens de placements privés.

Ces différents objectifs illustrent la diversité des actions envisagées par la Commission. Elle souhaite agir à la fois sur la demande, en permettant aux entreprises actuellement exclues des marchés de capitaux d'y accéder, mais également sur l'offre, en diversifiant les acteurs du financement des entreprises et en améliorant l'attractivité des marchés européens pour les capitaux étrangers.

Élargir l'accès aux marchés de dette

Faciliter l'accès du plus grand nombre d'entreprises aux marchés de dette d'entreprise est une condition de la réussite de la réforme du système financier. Les marchés de dette des entreprises sont effectivement très concentrés. Didier *et al.* [2014] montrent qu'en moyenne les vingt plus gros émetteurs de dettes obligataires dans chaque pays représentent 90 % du montant total des émissions d'obligations. Il existe néanmoins une forte hétérogénéité entre les pays. Aux États-Unis ou au Royaume-Uni, près de 50 % des firmes cotées utilisent du financement de marché, 36 % en Allemagne, moins de 10 % en Espagne. Ces données suggèrent qu'une démocratisation de l'accès aux marchés de dette est possible dans ces pays européens. La France est dans une situation particulière, étant l'économie de la zone euro où la part de la dette obligataire est la plus importante (tableau 1). En effet, le financement obligataire des entreprises du CAC 40 représentait, fin 2013, 73 % de leur financement total. Cette importance du financement obligataire ne concerne pas seulement les plus grandes entreprises puisque, fin 2013, 67 % du financement des 80 autres entreprises du SBF 120 s'effectuait aussi par l'émission de dette obligataire selon Bfinance [2013].

Si les plus petites entreprises resteront probablement exclues de ces marchés, l'enjeu de la réforme est de faire baisser la taille critique à partir de laquelle les entreprises peuvent supporter les coûts d'accès à ces marchés — la Commission européenne cible d'ailleurs explicitement les entreprises de taille moyenne dans son livre vert.

Associer intégration et régulation face au développement de nouveaux marchés de dette

Le projet d'UMC vise autant à développer de grands marchés européens de la dette d'entreprise qu'à relancer des marchés mis à mal par la crise économique. C'est le cas en premier lieu des marchés d'actifs fondés sur la titrisation des prêts des PME dont la Commission cherche explicitement à relancer l'activité. Cela concerne également le développement de nouveaux canaux de financement non bancaire comme les placements privés, l'offre au public et les émissions groupées.

Les *placements privés* permettent à des entreprises cotées et non notées de lever des fonds auprès d'un nombre limité d'investisseurs

professionnels, tels que les sociétés d'assurances, les banques et les fonds de pension. Cette opération qui permet des émissions obligataires de petites tailles (50 millions d'euros) repose sur une documentation simplifiée, négociée entre l'emprunteur et les investisseurs, avec la présence d'un arrangeur (la banque). Un placement privé peut prendre la forme d'un contrat d'émission d'obligation ou d'un contrat de prêt. En Europe, deux initiatives ont vu le jour récemment : le placement privé allemand (*Schuldschein*), essentiellement au format « prêt », s'est progressivement ouvert aux PME, tandis que la place financière de Paris a développé un nouvel outil, Euro PP, principalement sous forme obligataire.

L'*offre au public* permet un placement de titres de dette auprès d'un large public (investisseurs institutionnels mais aussi particuliers). Au cours des dernières années, plusieurs places financières ont développé une offre obligataire dédiée aux PME et aux entreprises de taille intermédiaire (ETI). En Allemagne, le lancement de *BondM* à Stuttgart Stock Exchange en 2010 a été notamment suivi par *M:access* à Munich ou *Mittelstandsmarket* à Düsseldorf. La Bourse de Londres a également mis en place, en 2010, le ORB (*Order Book for Retail Bonds*) dédié aux grandes entreprises et l'a ensuite ouvert aux PME. L'Italie a lancé les obligations « mini bonds » pour les PME, tandis que l'Espagne a ouvert un marché alternatif obligataire, le Marf. En France, Euronext a proposé l'offre IBO (*Initial Bond Offering*) à toutes les PME cotées et non cotées. L'offre au public imposant aux PME des contraintes plus importantes en termes de notation et de documentation que le placement privé, le recours à ce type de financement reste moins important.

Les *émissions groupées* permettent à des PME/ETI, pour lesquelles le financement obligataire ou les placements privés restent trop exigeants, de lever des fonds. Ces émissions consistent à grouper les emprunts de petite taille de différentes PME et à les rassembler à l'actif d'un fonds commun de titrisation ou d'un fonds commun de placement. En France, le Groupe GIAC et Micado en sont des exemples.

Le défi du projet d'UMC est d'assurer l'harmonisation de ces marchés au sein de l'Union européenne. Pour attirer les détenteurs de fonds vers de nouveaux produits financiers, la régulation des différents segments de marchés s'impose, en particulier concernant une définition simple et transparente des produits

titrisés ainsi que l'harmonisation du cadre pour les placements privés [Véron, 2014]. L'enjeu européen consiste également à harmoniser les dispositions juridiques, comptables et fiscales afin de protéger les investisseurs et les inciter à participer activement aux transactions financières transnationales.

Articuler réforme du système financier et politiques macroéconomiques

La réussite du projet de réforme du système financier suppose également une bonne articulation avec les politiques macroéconomiques, budgétaire et monétaire. Or, si une place importante est accordée à la politique budgétaire dans le Livre vert de la Commission européenne, la politique monétaire en est complètement absente. Cela reflète à la fois le souhait de la Commission de promouvoir le plan Juncker de soutien à l'investissement et l'indépendance de la BCE. Une réflexion sur l'articulation entre la réforme du système financier et la politique monétaire semble pourtant souhaitable, vu le rôle des marchés de capitaux dans la mise en œuvre de la politique monétaire.

En l'absence de marchés de capitaux performants, la politique monétaire de la BCE, visant à contrôler le crédit et l'inflation, peut seulement être transmise par les banques. Si ce canal ne fonctionne plus en raison de problèmes spécifiques au secteur bancaire, la politique monétaire devient impuissante. Lors de la crise de la dette souveraine, les banques des pays périphériques exposées au risque souverain ont accusé d'importantes pertes en capital. En conséquence, la baisse des taux accordée aux banques dans leurs opérations de refinancement auprès de la BCE n'a pas réussi à assouplir les conditions de crédit pour les entreprises grecques, portugaises ou espagnoles. Si les marchés financiers avaient pu suppléer au crédit bancaire défaillant, la baisse des taux de la BCE aurait pu être répercutée sur les taux des financements obligataires proposés aux entreprises.

L'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles de la BCE a également été réduite en l'absence de marchés de capitaux développés. Tout d'abord, le système fondé sur le financement bancaire de la zone euro a obligé la BCE à cibler ses mesures non conventionnelles sur les banques. Les liquidités importantes qui leur ont été accordées, ou les programmes successifs d'achats de leurs obligations sécurisées pendant la crise, n'ont pas réussi à assouplir les conditions de crédit du fait des graves difficultés que traversait le secteur bancaire européen. L'absence de marchés

de capitaux développés et intégrés risque également de réduire l'efficacité du programme d'assouplissement quantitatif lancé par la BCE en mars dernier. En effet, faute de marchés liquides et standardisés de titres privés, tels que les obligations d'entreprises, la BCE doit procéder à des achats d'obligations souveraines. Or ces marchés bénéficient déjà de taux d'intérêt exceptionnellement bas. Les effets macroéconomiques (inflation et croissance du crédit) de ces achats seront de ce fait probablement faibles. Le développement de marchés de titres privés standardisés en zone euro permettrait d'élargir la gamme d'actifs éligibles au programme d'assouplissement quantitatif. Par des achats d'actifs privés, la BCE pourrait ainsi soutenir plus directement la croissance de la zone euro.

Conclusion

La détresse des banques durant la crise financière de 2008-2009 a remis en cause un modèle européen reposant trop exclusivement sur ces dernières et suscité un important projet de réforme de la Commission européenne, l'UMC. Si de nombreux éléments indiquent que la dette obligataire puisse être un facteur de résilience des économies, il convient de rappeler que les marchés de dette peuvent aussi être porteurs d'instabilité. Des crises financières dans les pays émergents témoignent des dangers potentiels du développement de tels marchés. Les crises en Russie en 1998, au Brésil en 1999, en Argentine et en Turquie en 2000 ont été en effet accompagnées d'une panique sur les marchés financiers et d'une vente massive d'obligations. Si la réforme du système financier européen, avec un rééquilibrage en faveur des dettes de marché, apparaît utile pour une économie européenne principalement fondée sur le financement bancaire, le rôle des autorités publiques sera de veiller à ce que ce projet participe effectivement à l'intégration de l'économie européenne, mais aussi d'en assurer une régulation efficace gage de la stabilité du futur système financier européen.

Repères bibliographiques

- ADRIAN T., COLLA P. et SHIN H. [2012], « Which financial frictions ? Parsing the evidence from the financial crisis of 2007-2009 », *NBER Working Paper*, n° 18335.
- BECKER B. et IVASHINA V. [2014], « Cyclicalty of credit supply : firm level evidence », *Journal of Monetary Economics*, vol. 63, p. 76-93.
- BFINANCE [2013], *Enquête Financement des corporates du SBF 120*, septembre.
- DIAMOND D. [1991], « Monitoring and reputation : the choice between bank loans and directly placed debt », *Journal of Political Economy*, vol. 99, n° 4, p. 689-721.
- DIDIER T., LEVINE R. et SCHMUKLER S. [2014], « Capital market financing, firm growth, and firm size distribution », *NBER Working Paper*, n° 20336.
- EUROPEAN CENTRAL BANK [2011], *Financial Integration in Europe*, mai.
- EUROPEAN COMMISSION et EUROPEAN CENTRAL BANK [2009], « Access to finance », *Flash EuroBarometer*, n° 271, septembre.
- FEDERAL RESERVE [2015], *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, Board of Governors, janvier.
- GRJEBINE T., SZCZERBOWICZ U. et TRIPIER F. [2014], « Corporate debt structure and economic recoveries », *CEPII Working Paper*, n° 19.
- HOLMSTROM B. et TIROLE J. [1997] « Financial intermediation, loanable funds, and the real sector », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n° 3, p. 663-691.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R. [1997], « Legal determinants of external finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, p. 1131-1150, juillet.
- LEVINE R. [2002], « Bank-based or market-based financial systems : which is better ? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, n° 4, p. 398-428.
- OCDE [2013], *Entrepreneurship at a Glance 2013*, tableau 2.4, « Value added by enterprise size class ».
- VÉRON N. [2014], « Defining Europe's Capital Markets Union », *Bruegel Policy Contribution*, n° 12, novembre.