



# Actualités économiques

N°6 | Janvier 2016

## INTERMÉDIATION FINANCIÈRE EN EUROPE

POURQUOI UNE UNION DES MARCHÉS DES CAPITAUX EST-ELLE NÉCESSAIRE?

**Le 30 septembre 2015, la Commission européenne a lancé le plan suivant: obtenir une union complète des marchés des capitaux entre les 28 pays de l'Union européenne d'ici 2019.**

Son objectif premier est d'élargir les circuits de financement pour les économies européennes. Elles sont pour le moment encore trop dépendantes des crédits bancaires. Ce sont surtout les entreprises jeunes et innovantes et les plus grandes PME qui pourraient bénéficier de cet élargissement. Les très petites entreprises resteront toujours relativement dépendantes des crédits bancaires, alors que les très grandes entreprises parviennent déjà à se financer assez facilement sur les marchés de capitaux. Le financement de grands projets d'investissement durables devrait également être plus facile. L'élargissement des circuits de financement peut stimuler le potentiel de croissance des économies européennes, à condition que les investisseurs soient prêts à participer aux risques des nouveaux investissements et ce, sans coûts de transaction trop élevés. L'union des marchés des capitaux crée de nouvelles possibilités et de nouveaux défis, pour plus de diversification des risques dans l'investissement de l'épargne européenne. Elle favorisera les investissements grâce aux économies d'échelle découlant de l'intégration du marché. Cela devrait également entraîner une plus large répartition des risques entre les pays européens. Ainsi, l'union des marchés des capitaux peut renforcer l'union monétaire européenne. Un plus vaste financement des marchés des capitaux ne remplacera pas tout à fait le financement bancaire, mais il le complétera. Cette complémentarité peut stimuler à la fois la croissance économique et la stabilité financière. Elle permet à la BCE de mieux mettre en œuvre sa politique, par le biais d'interventions sur les marchés de capitaux et de la rendre moins dépendante du système bancaire.

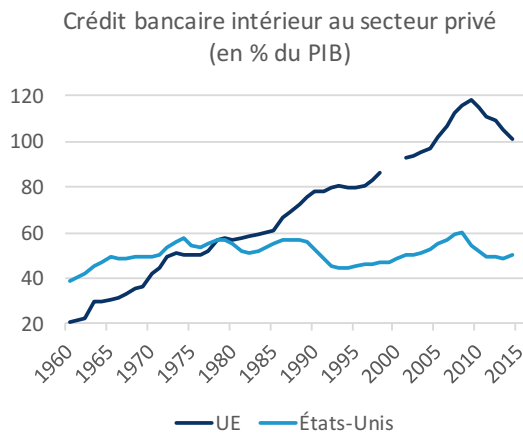


Décider d'avancer.

## Intermédiation financière: le théâtre des opérations...

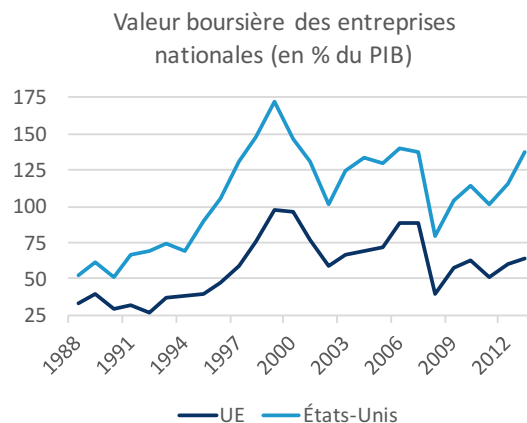
Pour développer leurs activités, les entreprises ont besoin de moyens financiers. Elles les puisent en premier lieu dans leurs fonds propres ou dans le capital. Le capital est apporté par l'entrepreneur lui-même ou par des investisseurs externes, qui, en échange de parts dans l'entreprise, deviennent copropriétaires. Ils se répartissent les bénéfices, mais subissent également toutes les pertes. Voilà pourquoi les fonds propres de l'entreprise représentent un capital-risque pour les investisseurs. Les entreprises peuvent également se financer avec des fonds de tiers, cela signifie qu'elles s'exposent à l'endettement. En reportant les paiements aux fournisseurs, les entreprises commencent à s'endetter. En plus de cela, elles peuvent faire une demande de prêt bancaire ou se financer directement sur le marché de capitaux. Les banques et les marchés de capitaux sont donc les deux mécanismes d'intermédiation les plus importants pour canaliser les fonds des agents économiques disposant d'un excédent d'épargne vers les agents ayant un besoin de financement. L'intermédiation financière permet aux clients de compenser un manque de liquidités temporaire avec un crédit à la consommation ou de répartir leur consommation sur leur cycle de vie en économisant une partie de leurs revenus pendant leur vie professionnelle pour en bénéficier pendant les années de retraite. Toutefois, elle doit surtout permettre un financement rapide des investissements dans l'économie réelle comme les logements, les nouvelles entreprises et leur équipement, la recherche et le développement ou les infrastructures. Elle représente l'huile dans les rouages de la croissance économique.

**Graphique 1: crédit bancaire intérieur au secteur privé** (en % du PIB)



Source: Banque mondiale

**Graphique 2: capitalisation boursière des sociétés cotées nationalement** (en % du PIB)

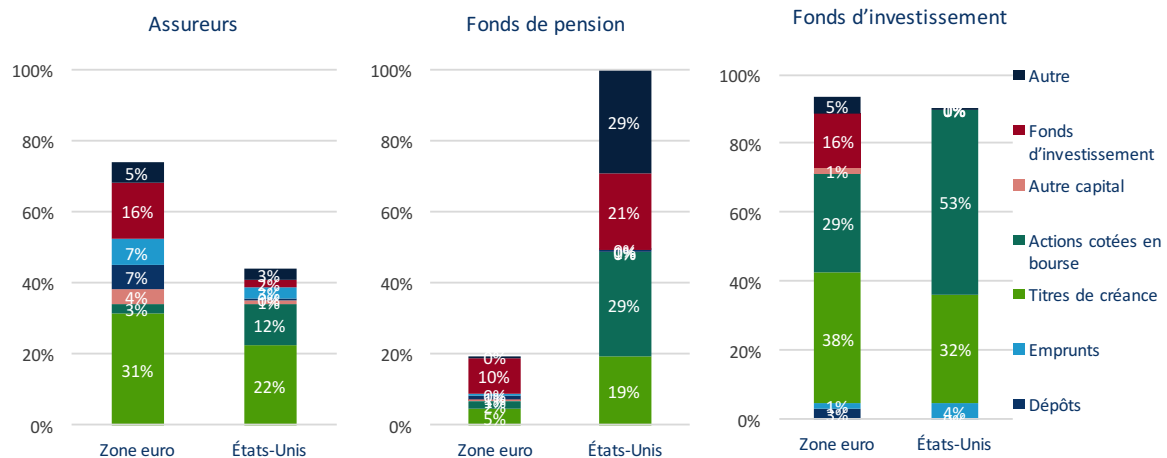


Source: Banque mondiale et Commission européenne

Les banques traditionnelles jouent un rôle prépondérant dans le système financier européen. La reconstruction économique d'après-guerre et la déréglementation financière à la fin du siècle précédent ont principalement stimulé la croissance des banques en Europe. Le volume de prêts bancaires actifs au secteur privé dans l'UE a été multiplié par cinq, en passant d'environ 20% du PIB au début des années soixante à 100% du PIB actuellement (graphique 1). Aux États-Unis, ce taux se tient depuis des décennies à environ 50%. Les marchés de capitaux y sont bien plus développés. La valeur boursière des entreprises cotées représente, en pourcentage de PIB, le double de l'UE (graphique 2). Les obligations en circulation et les autres reconnaissances de dettes des entreprises non financières représentent 30% du PIB aux États-Unis, soit trois fois plus que dans l'UE. Les reconnaissances de dettes des institutions financières et les obligations d'État y sont bien plus importantes, bien que les différences soient moins nettes. Les marchés pour les formes spécifiques de capital-risque, comme le « venture capital » (voir plus bas) sont bien plus petits dans les pays européens qu'aux États-Unis. L'importance plus marquée des marchés de capitaux aux États-Unis est reflétée dans les actifs des investisseurs institutionnels ou d'autres intermédiaires financiers, également appelés système bancaire parallèle. Aux États-Unis, les fonds de pension ont la

même valeur que le PIB, alors qu'ils ne représentent qu'un cinquième du PIB de la zone euro. Le rapport entre le PIB et les actifs des fonds d'investissement est plus ou moins équivalent dans la zone euro et aux États-Unis, alors que, selon la même mesure, le secteur des assurances est bien plus important dans la zone euro. En comparaison avec les États-Unis, ces intermédiaires financiers investissent toutefois une plus grande partie de leurs actifs chez d'autres intermédiaires financiers, comme les banques et les fonds d'investissement (graphique 3). En revanche, les investisseurs institutionnels aux États-Unis sont surtout actifs sur les marchés financiers.

**Graphique 3: mélange d'actifs d'investisseurs institutionnels (2<sup>e</sup> trimestre 2015, en % du PIB)**



Source: OCDE

Les marchés de capitaux européens se caractérisent à la fois par leur petite taille et leur éparpillement. Par exemple, l'Europe compte bien plus de fonds d'investissement d'une taille moyenne très inférieure. Les économies d'échelle et les réductions de coûts d'un marché commun européen restent donc sous-exploitées. Le mouvement libre des capitaux fait partie des principes de base du marché commun européen depuis 1958 et lors de la mise en place de l'euro, un plan d'action d'envergure a été lancé pour favoriser un service financier plus transfrontalier. Du fait, entre autres, du manque d'harmonisation, nous ne pouvons pas encore parler de marchés de capitaux entièrement intégrés. C'est dans ce contexte que la Commission européenne a lancé le plan suivant le 30 septembre 2015: obtenir une union complète des marchés des capitaux entre les 28 pays de l'Union européenne (UE) d'ici 2019. Elle souhaite non seulement prolonger l'intégration des marchés de capitaux, mais également les approfondir et les élargir.

### ... chacun joue son rôle et reçoit sa part

Les banques et les marchés de capitaux ont chacun des mécanismes d'intermédiation financière spécifiques, avec leurs avantages et leurs inconvénients. Ils sont donc complémentaires (voir tableau). L'une des caractéristiques principales de l'intermédiation financière est l'information asymétrique entre les épargnants et les investisseurs: en règle générale, les investisseurs se connaissent et connaissent leurs projets toujours mieux que les épargnants qui les financent. Moins il y a d'informations, plus le coût et les risques de l'intermédiation financière sont élevés. Les banques apportent une solution à ce problème en améliorant leurs connaissances des clients et en développant leurs compétences en matière d'évaluation de crédit. Elles peuvent surtout réaliser des économies d'échelle au niveau du traitement de crédits simples avec des risques assez faibles et de bonnes garanties, par le biais de processus standardisés. Elles peuvent ainsi fournir ce type de crédits à meilleur prix que les marchés de capitaux. En développant leurs connaissances du client, elles peuvent réaliser des économies d'échelle dans d'autres services, comme les paiements et le suivi de crédits précédents. Étant donné que les banques sont généralement exposées au même risque de crédit, elles sont incitées à suivre activement l'emprunteur. Les banques réduisent ainsi

le problème d'opportunisme lié à l'emprunt (« moral hazard » (risque moral)) qui se pose lorsqu'un emprunteur est moins enclin à rembourser un crédit après l'avoir reçu. Une bonne connaissance des clients aide les banques à faire une distinction entre un problème de liquidités temporaire et une insolvabilité fondamentale des clients en cas de récession économique. En compensant les problèmes de liquidité temporaires avec un crédit supplémentaire, elles permettent d'éviter des faillites inutiles. Ainsi, les banques aident à atténuer les effets des récessions économiques, si tant est qu'elles disposent de suffisamment de coussins de fonds propres.

**Tableau: intermédiation financière: les banques face aux marchés de capitaux**

	<b>BANQUES</b>	<b>MARCHÉS DE CAPITAUX</b>
<b>CARACTÉRISTIQUES SPÉCIFIQUES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Une bonne connaissance des clients pour une relation à long terme</li> <li>• Supportent le risque de crédit</li> <li>• Instruments à court terme relatif</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Grande diversité de demandeurs et de fournisseurs de financement</li> <li>• Étalement des risques</li> <li>• Instruments à long terme relatif</li> </ul>
<b>AVANTAGES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Économies d'échelle pour les crédits standardisés</li> <li>• Gestion des problèmes d'opportunisme</li> <li>• Stabilisation pendant les récessions grâce à une bonne connaissance des clients (en cas de capital suffisant)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Création de crédit et de capital-risque</li> <li>• Formation de prix plus efficace pour des financements plus risqués</li> <li>• La durée et le montant du financement ne sont plus des freins</li> <li>• Absorption des chocs grâce à une meilleure répartition des risques</li> </ul>
<b>INCONVÉNIENTS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emprunt limité par le coussin de fonds propres</li> <li>• Conviennent moins aux très gros crédits</li> <li>• Conviennent moins au financement à très long terme</li> <li>• Ne créent pas de capitaux-risques</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gestion plus difficile du problème d'opportunisme</li> <li>• Formation de prix procyclique</li> <li>• Risque de contagion entre les marchés</li> </ul>

Toutefois, les banques ne sont pas les meilleurs médiateurs dans toutes les circonstances. Les innovations sont difficilement financées par les banques, par exemple, car elles comportent trop de risques. Cela vaut également pour les grands projets à long terme, en règle générale. Ils ne génèrent des profits qu'après une longue période et peu d'actifs peuvent être donnés en garantie. Ceux-ci peuvent être financés plus facilement sur les marchés de capitaux. Les marchés profonds regroupent généralement un grand éventail d'investisseurs, certains avec un appétit au risque très important et d'autres beaucoup plus prudents. Cette diversité d'évaluation des risques et de préférences permet aux marchés de capitaux de convenir d'un prix avec lequel un projet à risque peut tout de même trouver un financement. Les investisseurs institutionnels disposant d'instruments à long terme peuvent assumer ce financement dans leur portefeuille plus facilement que les banques qui possèdent généralement des outils à plus court terme. Les marchés de capitaux efficaces conviennent donc généralement mieux que les banques pour la création de capital-risque. Contrairement aux banques, les marchés de capitaux ne supportent pas seuls les risques du financement, mais les partagent avec différents opérateurs économiques. Elles sont donc moins efficaces que les banques par la suite pour la gestion du problème d'opportunisme. Le partage des risques réduit l'envie pour chaque partie de faire un suivi du risque.

L'importance relative des avantages et inconvénients des deux systèmes d'intermédiation dépend du développement économique. Dans un stade de développement précoce, le crédit bancaire est très important. Dans les économies en développement, ce sont surtout les banques étrangères qui peuvent mettre en marche le développement économique en apportant leur « savoir-faire » et un financement étranger. Par ailleurs, un rapport très élevé entre un crédit bancaire et le PIB peut nuire à la croissance économique, même s'il n'y a pas de limites absolues. Lorsque les entreprises grandissent, le besoin de diversification des sources de financement se fait ressentir. La concentration de tous leurs besoins en crédit dans une seule banque rend le risque trop important pour cette banque. De plus, les grandes entreprises peuvent se permettre de se rendre sur le marché de capitaux, car elles sont davantage capables de supporter les frais associés. Au fur et à mesure qu'une économie se développe, la croissance économique dépend davantage des innovations et de la création de nouvelles entreprises. Cela nécessite un capital-risque (voir encadré), pour lequel les marchés de capitaux profonds sont essentiels.

### FINANCEMENT DES ENTREPRISES: UNE SOLUTION POUR TOUS

Le besoin en financement des entreprises dépend davantage de leur phase de développement, de leur objectif de croissance, du type de leur activité et du risque qu'elle comporte. Dans la phase de démarrage, un entrepreneur ne possédant pas suffisamment de capital peut faire appel à ses amis et à sa famille (« friends, family and fools »). Lorsqu'une entreprise ne génère pas assez de profits dans la première phase de croissance, elle peut demander un crédit bancaire. Les petites entreprises en sont particulièrement dépendantes. Elles doivent cependant être rentables et solvables, ce qui est souvent le problème des entreprises très innovantes ou à croissance très rapide. Elles ont principalement besoin de capital-risque, qu'apportent entre autres les « business angels »: des individus disposant de moyens financiers importants qui, en plus d'apporter un financement aux jeunes entreprises, leur transmettent leur savoir-faire. Le « private equity » (capital privé) est également une forme de capital-risque ayant pour particularité que l'investisseur s'engage activement dans la gestion de l'entreprise. Il dispose d'une vision à moyen terme et investit son argent, mais surtout un capital constitué à l'aide d'investisseurs privés et institutionnels dans des fonds de « private equity ». Le « Venture capital » (capital-risque) est un type spécifique de « private equity », orienté sur le financement des jeunes entreprises. D'après certaines études, les entreprises financées par un « venture capital » sont plus innovantes, plus productives et plus compétitives. Internet offre de nouvelles possibilités pour obtenir du capital ou un autre type de financement par le « crowdfunding » (financement communautaire) et le « peer-to-peer lending » (prêt entre particuliers). Les grandes entreprises solvables peuvent demander des crédits aux banques, mais également faire des emprunts privés auprès de particuliers fortunés ou d'investisseurs institutionnels. Les très grandes entreprises peuvent faire une demande publique d'épargne en distribuant des obligations ou des parts, qui sont ensuite distribuées sur un marché public ou à la bourse. Une cotation en bourse rend l'investissement de l'investisseur liquide. Elle permet aux investisseurs de « venture capital », par exemple, de vendre leur participation et de chercher de nouvelles innovations.

Les économies développées nécessitent des circuits de financement plus vastes et plus diversifiés, mais donnent également, du point de vue de l'investissement, la possibilité de répondre à leur demande. La croissance économique va toujours de pair avec le renforcement d'actifs et le besoin croissant de possibilités d'investissement plus diversifiées et plus sophistiquées. Les dépôts bancaires sont des produits très simples, liquides, avec une valeur nominale fixe et généralement sans risque, grâce aux garanties de dépôts de l'État. Ils constituent généralement le composant principal des petits capitaux. Au fur et à mesure qu'un capital grandit, les possibilités de diversification du portefeuille se multiplient: en échange d'un risque plus élevé, des rendements plus importants sont réalisables. Cela est possible en investissant directement dans des instruments de capitaux ou par le biais de produits d'autres intermédiaires, comme les fonds d'investissement, ce qui simplifie grandement la diversification du risque pour l'investisseur.

### Explication des différences

La domination de l'intermédiation bancaire en Europe est due, en partie, à l'histoire. Avant même l'existence des États-Unis, les banques jouaient un rôle important dans la vie économique européenne. Au fil des siècles, elles ont joué un rôle actif dans les besoins de financement changeants, ce qui atténuait le besoin de financement complémentaire provenant des marchés de capitaux. Aux États-Unis, les banques n'ont vu le jour qu'à la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle. Elles ont stimulé les énormes besoins de financement des infrastructures au XIV<sup>e</sup> siècle et plus particulièrement la croissance des marchés de capitaux. Au XX<sup>e</sup> siècle, le développement du système bancaire aux États-Unis a été encadré par les lois sur les finances suivant la Grande Dépression, alors qu'en Europe, la destruction matérielle découlant des deux guerres mondiales et l'hyperinflation ont principalement miné le développement des marchés de capitaux.

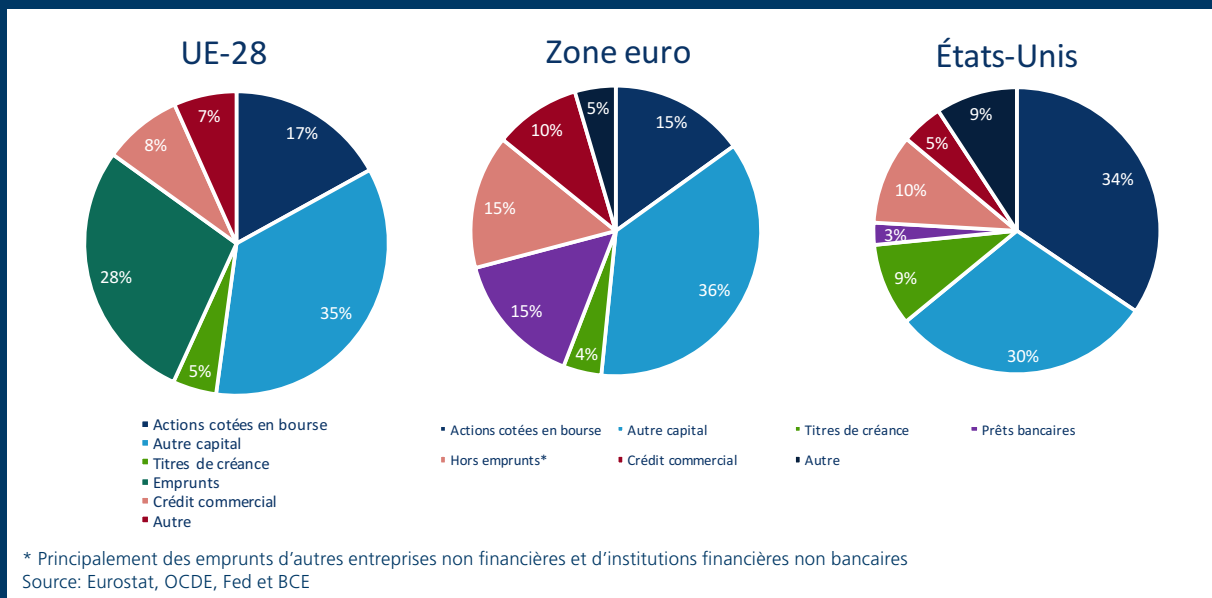
Les différences législatives et institutionnelles ont également joué un rôle après la Seconde Guerre mondiale. En effet, l'émergence des États-providence en Europe a mis à mal le développement des marchés de capitaux, notamment du fait des systèmes de pension se basant sur la répartition. Ce fut moins le cas des États-Unis, où les fonds de pension privés sont des investisseurs institutionnels importants sur le marché des capitaux et où la part des droits à la pension est élevée dans le patrimoine financier des familles (voir encadré). De plus, jusqu'en 1994, les activités bancaires transfrontalières entre États étaient limitées aux États-Unis.

### L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE EST REFLÉTÉE DANS LE PATRIMOINE FAMILIAL ET DANS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

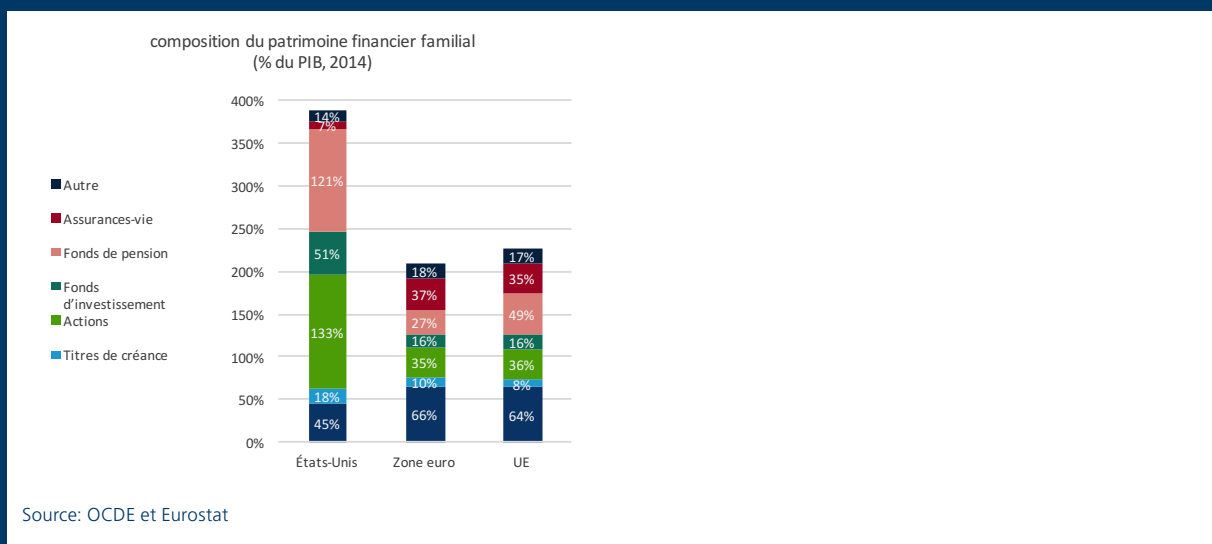
L'importance relative des différents canaux d'intermédiation financière apparaît également dans la composition du patrimoine financier familial et dans le financement des entreprises. Le système financier canalise l'excédent d'épargne des agents économiques et le transmet à des agents en besoin de financement. D'un point de vue macroéconomique, les familles possèdent principalement les excédents d'épargne, elles sont donc les fournisseurs nets d'épargne les plus importants pour le financement d'investissements. Les entreprises ont généralement besoin d'un financement net, surtout dans les économies en développement avec un niveau d'investissement élevé. Mais souvent, le gouvernement est en déficit. Avec le temps, ces déficits et excédents entraînent la constitution d'actifs et de passifs financiers. Leur composition reflète le rôle des canaux d'intermédiation ainsi que la conjonction entre l'envie de liquidités et l'appétit au risque des épargnants et des investisseurs d'une part et des besoins en financement des entreprises d'autre part.

En Europe, près de la moitié du financement des entreprises provient de capital (voir graphique 4). Ce taux est bien plus faible qu'aux États-Unis, où il représente presque deux tiers. Cette différence reflète surtout la grande importance des marchés des actions. Près d'un tiers du financement des entreprises aux États-Unis est composé d'actions cotées en bourse. Contre seulement 15% dans la zone euro. La composition des capitaux étrangers reflète également les différentes importances des marchés financiers. Avec une part de 9%, l'importance du titre de créance aux États-Unis équivaut au double de celle de la zone euro. Avec leurs outils étrangers, les entreprises européennes sont bien plus dépendantes des prêts que les États-Unis. Dans la zone euro, la moitié des prêts proviennent des banques, ce qui explique que l'intérêt des prêts bancaires dans le financement des entreprises est cinq fois plus important qu'aux États-Unis, d'après les estimations. Même le financement du commerce, les autres prêts entre entreprises et les prêts des intermédiaires financiers non bancaires sont bien plus importants en Europe.

**Graphique 4: composition du financement des entreprises** (passifs des entreprises non financières, en % du passif total)



**Graphique 5: composition du patrimoine financier familial** (en % de l'actif total)



La prépondérance de l'intermédiation financière en Europe se reflète clairement dans la composition du patrimoine financier familial. Les dépôts bancaires sont les produits d'épargne les plus importants dans l'UE et davantage encore dans la zone euro, suivis de près par les investissements dans les assurances-vie (graphique 5). Toutefois, aux États-Unis, l'intérêt des dépôts bancaires représente moins de la moitié de celui de l'UE. Les familles américaines investissent environ un tiers de leur patrimoine financier dans des parts et près d'un tiers dans des fonds de pension, ce qui représente le double de la zone euro. Le poids des fonds d'investissement est également plus important dans les familles américaines. Cela est dû, entre autres, à un intérêt un peu plus important des organismes de placement collectif monétaires dans le patrimoine familial, mais également au fait qu'en Europe, les fonds d'investissement sont également approvisionnés par des investisseurs institutionnels comme les assureurs et les fonds de pension et pas directement par les familles.

De nos jours, le rôle prépondérant des marchés de capitaux aux États-Unis est également dû au fait que les entreprises (PME incluses) sont en moyenne plus grandes qu'en Europe. L'échelle des entreprises dépend souvent de la taille du marché et ce n'est donc pas un hasard si, par exemple, le marché des obligations d'entreprise privées en Europe s'est principalement développé dans le plus grand pays, l'Allemagne. En moyenne, les familles américaines ont un patrimoine financier plus important que les familles européennes. Cela permet une plus grande incorporation des produits des marchés de capitaux dans les portefeuilles.

Les différences que l'on retrouve entre l'Europe et les États-Unis se constatent également entre les pays européens. En général, les prêts bancaires sont un peu moins importants pour le financement des entreprises dans les grands pays européens (Allemagne, France et Royaume-Uni), les pays scandinaves et certains pays d'Europe centrale et d'Europe de l'Est. Dans ce dernier groupe, le faible intérêt pour les prêts bancaires est dû à la grande importance des filiales des multinationales, qui sont financées par les réserves de bénéfices ou par les prêts « intra-company » (au sein même de l'entreprise). Ces pays ont cela en commun avec la Belgique (voir encadré).

Il existe également de grandes différences dans les patrimoines familiaux. La part du dépôt bancaire dans les actifs financiers des familles est généralement plus importante dans les pays où le patrimoine financier est généralement moins important. C'est souvent le cas des pays d'Europe centrale, d'Europe de l'Est et du sud de l'Europe (graphique 6). Au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, au Danemark et en Suède, les familles épargnent très peu dans des dépôts d'épargne. Il s'agit de pays relativement riches, où les fonds de pension et les assurances-vie représentent la plus grande partie du patrimoine financier familial. De ce point de vue, ces pays sont plus semblables aux États-Unis. Ceci est dû à l'histoire de leurs régimes de retraite, basés sur le système « beveridgien ». Par ce modèle, l'État garantit une retraite de base reposant sur la répartition et stimule la constitution de retraite complémentaire par le biais de la capitalisation, pour que les retraites correspondent mieux aux revenus professionnels antérieurs. Dans les pays à système « bismarckien », comme l'Allemagne, la France et la Belgique, les systèmes de répartition légaux proposaient déjà un revenu de pension à l'avenir, tenant compte du montant des revenus professionnels. L'envie de constitution d'une retraite complémentaire était donc moins importante. La capitalisation du régime de retraite ne se reflète pas uniquement dans la composition du patrimoine familial, mais également dans le développement accru du marché des actions (graphique 7).





## Vers une union des marchés des capitaux

L'approfondissement des marchés des capitaux doit permettre de réduire la dépendance trop importante de l'UE aux crédits bancaires en permettant de nouvelles sources de financement, notamment pour les PME, l'investissement à long terme dans les infrastructures et le lancement et la croissance de nouvelles entreprises innovantes. Cela est essentiel pour renforcer la résilience économique. De plus, les nouvelles entreprises en croissance sont cruciales pour relancer l'emploi. Dans ce contexte, la Commission européenne considère qu'une union des marchés des capitaux est un pilier important du plan d'investissement d'envergure qu'elle a lancé fin 2014, pour rattraper le déficit d'investissement de 10% dans l'UE, soit 300 milliards d'euros, par rapport au pic de 2007.

Avec son plan d'union des marchés des capitaux, la Commission européenne répertorie diverses initiatives permettant de rendre le capital-risque et le financement à long terme plus accessibles. Parmi ces initiatives, l'on retrouve la création ou l'amélioration des cadres juridiques pour les fonds d'investissement spécifiques, des mesures permettant de développer les marchés financiers et les informations sur les différentes possibilités de financement et la simplification de la réglementation, notamment pour les PME souhaitant entrer en bourse. Une plus grande intégration des marchés des capitaux demande des adaptations de la réglementation économique dans son ensemble, notamment au niveau de la loi sur les sociétés et les faillites et de la fiscalité, qui sont nécessaires pour favoriser les investissements transfrontaliers dans l'économie réelle. La promotion d'investissements financiers transfrontaliers par les particuliers et les investisseurs institutionnels doit également y contribuer. Le plan se base également sur de précédentes initiatives. Beaucoup restent pour le moment limitées à l'annonce de nouveaux travaux d'étude (permettant d'évaluer les initiatives précédentes ou le besoin d'initiatives supplémentaires) et à la consultation des parties impliquées.

L'une des propositions les plus concrètes concerne la création d'un cadre spécifique pour une titrisation « simple, transparente et standardisée » des crédits bancaires. Pour résumer, la titrisation permet aux banques de retirer les prêts de son bilan comptable et de les regrouper dans les valeurs négociables. Ainsi, les autres opérateurs économiques peuvent également investir dans les crédits bancaires et il y a suffisamment de place sur le bilan bancaire pour de nouveaux emprunts. Les titrisations sont très fréquentes aux États-Unis, elles sont souvent à la base de produits de « financial engineering » (ingénierie financière) très complexes, comme les « Collateralized Debt Obligations » (CDO ou obligations adossées à des effectifs). Suite aux lourdes pertes subies sur ces produits pendant la crise financière, ceux-ci ont eu mauvaise presse et les exigences en matière de fonds propres pour les banques et les assureurs qui y investissent ont été revues à la hausse. Toutefois, les pertes sur les titrisations européennes sont restées très limitées. Mais ce marché a également rapidement perdu de la vitesse, avec pour conséquence une sous-utilisation des avantages de la titrisation. Avec un cadre réglementaire spécifique et une baisse des exigences en matière de fonds propres pour les banques et les assureurs, la Commission européenne veut donner un nouvel élan au marché. Cela bénéficiera aux circuits financiers privés de l'économie tout en facilitant la mise en œuvre de la politique de la BCE. Elle peut, entre autres, acheter des crédits titrisés dans le cadre de l'assouplissement monétaire quantitatif. En règle générale, les marchés des capitaux plus profonds permettent à la BCE de rendre sa politique moins dépendante du système bancaire.

## Renforcement de la zone euro

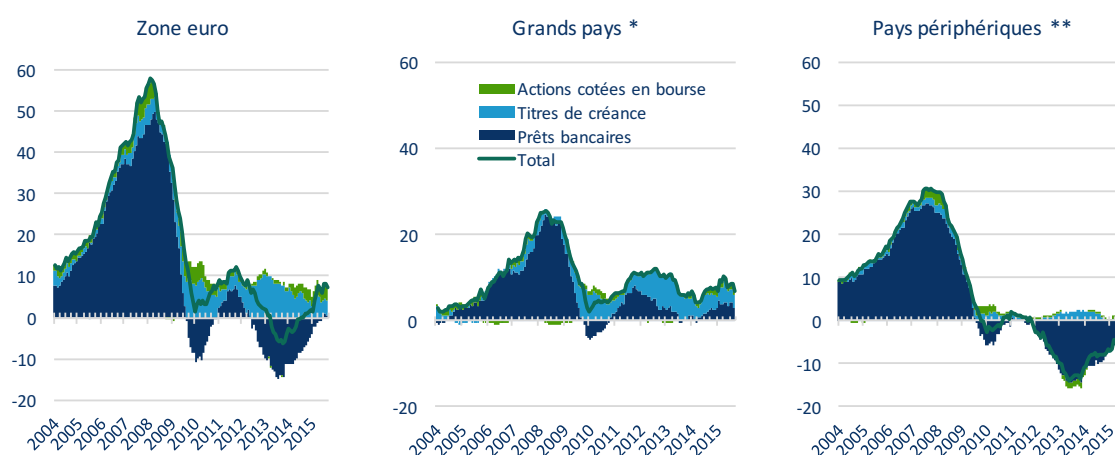
En plus du renforcement de la résilience économique, l'intégration des marchés des capitaux devrait permettre de continuer à consolider la zone euro. Les marchés des capitaux peuvent également jouer un rôle important de « stabilisateur automatique » dans les unions monétaires. Cela signifie qu'ils peuvent aider à ce qu'un choc économique survenant dans une région de l'union monétaire soit absorbé par d'autres régions. Les marchés des capitaux intégrés nécessitent une diversification interrégionale des investissements, afin que les régions affectées

continuent à percevoir les revenus des investissements des pays épargnés, qui absorbent de leur côté une partie des déficits.

Par ailleurs, les marchés des capitaux peuvent également renforcer l'instabilité. La répartition des risques crée une interconnexion des marchés. L'adaptation des prix sur un marché entraîne l'adaptation des prix sur un autre et elles ont parfois tendance à se renforcer mutuellement. Pendant des périodes de grande incertitude et de volatilité, des spirales négatives peuvent voir le jour suite à cette formation de prix procyclique. Dans les cas extrêmes, comme celui de Lehman aux États-Unis en septembre 2008, le système financier peut être totalement paralysé. Cela renforce le choc économique au lieu de l'absorber. Pour garder sous contrôle les risques des marchés financiers, le plan de la Commission européenne comporte un volet sur la surveillance financière.

En outre, les marchés des capitaux peuvent compléter le rôle des banques en matière de stabilité financière. Grâce à leur connaissance des clients, les banques peuvent parfaitement atténuer les récessions, si tant est qu'elles disposent de suffisamment de coussins de fonds propres (voir plus haut). De plus, pour agir en tant que « stabilisateur automatique » dans les unions monétaires, les banques doivent accorder de nombreux crédits transfrontaliers. Aucune de ces deux exigences n'a été remplie pendant la crise de l'euro. Malgré la forte croissance des banques, l'emprunt transfrontalier aux familles et aux entreprises était très limité. En outre, les coussins de fonds propres étaient insuffisants, ce qui a entraîné des problèmes de solvabilité dans le système bancaire, l'a fragmenté et a renforcé le choc au lieu de l'absorber. Les banques ne disposant pas de capital suffisant veulent généralement réduire les crédits ce qui empire les conséquences économiques. Si les marchés de capitaux ne proposent pas d'alternatives suffisantes après crédits, la récession empire et la reprise est plus lente. Ce sont principalement les pays européens périphériques qui en ont pâti: les conséquences des prêts bancaires ont peu été compensées par le financement des marchés des capitaux (graphique 10). Ce fut le cas dans les grands pays, principalement grâce à l'émission d'obligations d'entreprise.

**Graphique 10: circuits financiers nets vers des entreprises non financières**  
(moyenne mobile de 12 mois, en milliards d'euros)



\* Allemagne, France, Belgique, Pays-Bas, Autriche et Finlande

\*\* Italie, Espagne, Portugal, Grèce et Irlande

Source: BCE

La connaissance des clients est une arme à double tranchant pour les banques pendant les récessions. Il est difficile de rompre les relations de confiance durables entre les banques et les emprunteurs. Ainsi, les banques peuvent parfois être tentées de maintenir à flot des débiteurs insolubles. Les adaptations structurelles économiques sont ainsi retardées et les mauvais crédits prolongés sur les bilans bancaires empêchent de contracter de nouveaux emprunts. Cela est toujours le cas dans les pays européens périphériques. En revanche, les marchés des capitaux jouent leur rôle d'arbitre entre les bons et les mauvais débiteurs de manière plus radicale. Souvent, la très difficile reprise économique de la zone euro suite à la crise financière y est associée, en comparaison avec les États-Unis.

Pour résumer, les banques et les marchés des capitaux ont des forces et des limites dans leur contribution à la stabilité financière, tout comme dans leur rôle de mécanisme d'intermédiation financière. Il convient de considérer les deux comme complémentaires. L'union bancaire peut à nouveau renforcer le rôle stabilisateur du système bancaire. Une union des marchés des capitaux peut élargir l'absorption de chocs par le biais des marchés financiers. Cela est particulièrement important dans la zone euro, car il s'agit d'une union monétaire sans amortisseur fiscal.

### **Un travail de longue haleine**

Les économies européennes, plus particulièrement la zone euro, ont besoin d'une union des marchés des capitaux pour créer de plus vastes circuits de financement, afin de stimuler la croissance économique et d'améliorer la stabilité avec une plus grande diversité de circuits de financement. Le plan de la Commission européenne relancera le développement des marchés des capitaux, sans causer de ruptures structurelles soudaines dans l'intermédiation financière. Pour commencer, le plan propose un agenda de décisions étalé, jusqu'à 2018. Étant donné la sensibilité de certains sujets, notamment la fiscalité, un report est toutefois probable. Quoiqu'il en soit, l'intermédiation en Europe tendra progressivement vers un plus grand financement par les marchés des capitaux. L'intermédiation financière fait généralement ressortir les différences de structures économiques et de préférences en matière d'épargne et d'investissement, ce qui ne va pas changer du jour au lendemain.

La tendance à un plus grand financement par les marchés des capitaux ne signifie pas que le rôle des banques doit diminuer. Les banques joueront toujours un rôle important dans l'emprunt aux petites entreprises. L'évolution des marchés des capitaux doit surtout créer de nouveaux circuits de financement, ce que le système bancaire n'a jamais vraiment réussi à faire. Les entreprises innovantes et les PME à croissance rapide en profiteront principalement. Pour le financement de petites entreprises établies, la titrisation des prêts représente une passerelle pratique entre le financement bancaire et le financement par le marché des capitaux, ce qui peut également favoriser la proposition de nouveaux crédits par les banques. Le développement des marchés des capitaux donne de nouvelles opportunités aux banques en matière de prestations de services. Les petites et moyennes entreprises souffrent souvent d'un manque d'informations concernant les possibilités de financement alternatives. Les banques peuvent saisir cette opportunité pour les mettre en contact avec d'autres opérateurs économiques. Les banques sont bien placées pour l'évaluation des risques des émissions des marchés des capitaux, parce qu'elles peuvent se baser sur leur connaissance des clients qu'elles peuvent ensuite approfondir en proposant des services spécialisés suite à l'opération. L'émetteur bénéficie d'un « one-stop shopping » (guichet unique) et les banques peuvent compléter et diversifier leurs revenus grâce aux commissions et assurer leur stabilité. Pour profiter au maximum de ces avantages, les activités que les banques sont autorisées à effectuer avec les marchés des capitaux sont limitées par la réglementation concernant la séparation des activités bancaires. La réglementation limite considérablement les activités des banques en matière de marchés des capitaux et peut être contre-productive si elle empêche le bon développement des marchés des capitaux.

En outre, le développement des marchés des capitaux crée de nouvelles opportunités pour les investisseurs. Les banques et les autres services financiers peuvent également jouer un rôle en apportant des conseils adaptés concernant le risque et le rendement attendu. La transparence sera de plus en plus importante. Le financement de projets économiques à risque par les marchés des capitaux n'est possible que si un investisseur (professionnel ou individuel) est disposé à supporter une partie du risque financièrement. Les marchés des capitaux aident à répartir et à réduire ces risques, mais ils ne les font pas disparaître.

Étant donné les différences de structures économiques et de développement, les marchés des capitaux ne progresseront pas au même rythme et ne gagneront pas du terrain avec la même vigueur dans tous les pays de l'UE. Leur développement ira certainement de pair avec une plus grande concentration des activités des marchés des capitaux dans de grands centres financiers. Les plateformes commerciales, le partage des connaissances et les effets de réseau permettent de réaliser des économies d'échelle, ce qui favorise l'élargissement d'échelle et la concentration. Actuellement, Londres est le plus grand centre financier de l'Union européenne, suivi de Francfort. En Europe centrale, Varsovie fait office de pôle financier régional. D'un point de vue macroéconomique, une telle concentration ne réduit pas les avantages des marchés de capitaux en croissance, à condition que les opérateurs économiques de tous les pays y aient accès. De plus, pour la fonction de stabilisation, une diversification transnationale des activités des marchés en favorisant la concentration de l'activité est essentielle.



Lieven Noppe  
lieven.noppe@kbc.be

1. Les reconnaissances de dettes comprennent des obligations, tout type de créances de courte durée comme les bons du Trésor, le papier commercial et les crédits titrisés. Source: BIS, Debt Securities Statistics, 1er trimestre 2015.
2. En ce qui concerne les emprunts sur les marchés financiers, le problème d'information est résolu à l'aide d'agences de notation externes. Mais ils ne disposent pas des économies d'échelles et de gamme des banques. En outre, les banques peuvent assurer une plus grande confidentialité des informations d'entreprise sensibles du point de vue de la concurrence.
3. ESRB, « Is Europe overbanked? », juin 2014.
4. EC, Action Plan on Building a Capital Markets Union, Economic Analysis.

**Nous vous tiendrons informés des analyses et prévisions des économistes de KBC sur notre site [www.kbceconomics.be](http://www.kbceconomics.be).**

Si vous avez des questions concernant le contenu de cette publication, n'hésitez pas à prendre contact avec Johan Van Gompel : Téléphone (32) (0)2 429.59.54 – E-mail : [johan.vangompel@kbc.be](mailto:johan.vangompel@kbc.be) – Éditeur responsable : Johan Van Gompel, avenue du Port 2, B-1080 Bruxelles.

Adresse de correspondance & gestion des abonnements : KBC Groupe SA, Global Services, GCE, avenue du Port 2, 1080 Bruxelles, E-mail : [economic.research@kbc.be](mailto:economic.research@kbc.be)

La présente publication est réalisée par le Chief Economist Department de KBC Groupe. Il ne peut être garanti que les scénarios, risques et prévisions éventuellement présentés reflètent les perspectives du marché, ni qu'ils seront corroborés par la réalité. Les projections sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication ont un caractère général et purement informatif. Elles ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement, conformément à la loi du 6 avril 1995 relative aux marchés secondaires, au statut des entreprises d'investissement et à leur contrôle, aux intermédiaires et conseillers en placements. KBC ne peut pas être tenue responsable de son exactitude ou de son exhaustivité. Tous les cours historiques, statistiques et graphiques sont d'actualité jusqu'au 13 février 2015 inclus, sauf stipulation contraire. Les opinions et prévisions décrites sont telles qu'en vigueur au 13 février 2015.