

Le financement obligataire accélère-t-il les reprises ?

La crise récente a souligné la nécessité de mieux comprendre les liens entre les marchés financiers et les cycles économiques. Cette Lettre présente les résultats d'une recherche sur le rôle de la composition de la dette des entreprises. L'étude de 93 épisodes de récession dans 25 pays montre que durant les phases de reprise économique, les entreprises substituent un financement obligataire au financement bancaire. Il apparaît aussi que les reprises sont plus vigoureuses dans les économies où la part du financement obligataire est initialement élevée.

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 dette, par l'émission d'obligations ou la contraction d'un prêt bancaire. L'organisation du système financier est essentielle pour déterminer la façon dont les entreprises accèdent à ces ressources externes.

De nombreuses études ont tenté d'identifier la relation entre le type de système financier et la croissance économique sans aboutir à des conclusions fermes¹. Si le développement de l'économie s'accompagne de celui des marchés financiers, il n'est pas démontré qu'un financement reposant sur les banques, plutôt que sur les marchés, soit un obstacle à la croissance. La crise économique et financière de 2008-2009 et la reprise plus rapide aux États-Unis ont apporté un éclairage nouveau sur ces questions, déplaçant la problématique des conditions de la croissance de long terme vers celles de la résilience des économies au cours du cycle. Certains auteurs suggèrent que l'économie américaine a retrouvé plus rapidement le chemin de la croissance après la récession de 2008-2009 grâce à la spécificité de son système financier qui lui a permis de substituer du financement obligataire au financement bancaire². Cette substitution est-elle une particularité des États-Unis ou observe-t-on ce même phénomène

dans d'autres économies ? Peut-on établir une relation entre le type de système financier et la capacité des économies à sortir des récessions ?

Pour répondre à ces questions, cette Lettre présente les résultats d'une étude publiée par le CEPII³ portant sur 93 récessions, dans 25 pays au cours des 25 dernières années. Elle caractérise chaque système financier par la part du financement obligataire dans la dette des sociétés non financières⁴. Cette « part obligataire » est mesurée comme le rapport entre le montant des obligations émises par les sociétés non financières et le montant total, bancaire et obligataire, de leur dette.

■ La part obligataire a augmenté au cours de la récession de 2008-2009

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

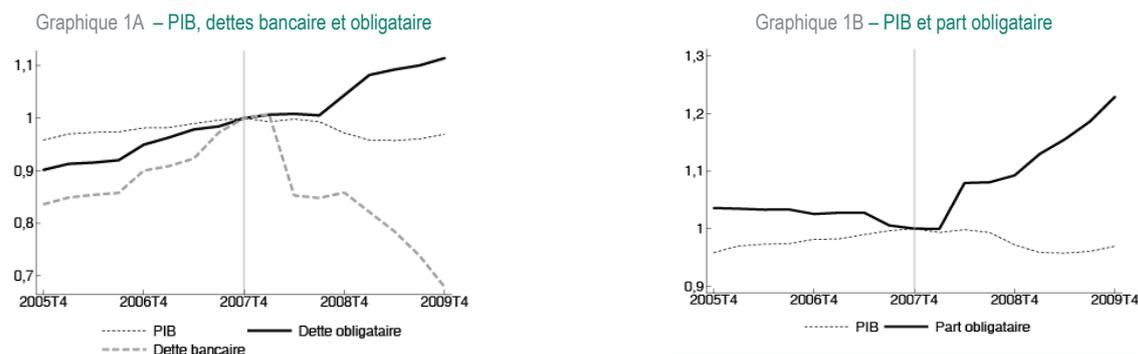
1. R. Levine (2002), « Bank-based or market-based financial systems: which is better? », *Journal of financial intermediation*, 11(4), 398-428 ; A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen & R. Levine (2013), The evolving importance of banks and securities markets, *The World Bank Economic Review*, 27 (3), 476-490.

2. T. Adrian, P. Colla & H. Shin (2012), « Which Financial Frictions? Parsing the Evidence from the Financial Crisis of 2007-2009 », *NBER Working Paper*, n° 18335, et B. Becker, V. Ivashina, (2014), Cyclical credit supply: Firm level evidence, *Journal of Monetary Economics*, 63:76-93.

3. T. Grjebine, U. Szczerbowski & F. Tripiet (2014), « Corporate Debt Structure and Economic Recoveries », *Document de travail du CEPII*, n° 2014-19, novembre.

4. Le financement de marché par émission d'actions n'est pas considéré dans cette étude où nous nous concentrons sur le financement des entreprises par emprunt. Pour une analyse du rôle du financement par actions dans le cycle économique, cf. R. Levine, C. Lin & W. Xie (2015), « Spare Tire? Stock Markets, Banking Crises, and Economic Recoveries », *NBER Working Paper*, n° 20863.

Graphique 1 – PIB réel et structure de la dette des entreprises lors de la grande récession aux États-Unis



Note : Déviations par rapport à la date du pic du PIB américain (2007T4). Séries réelles normalisées à 1 au moment du pic.
Source : Calculs des auteurs.

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 que l'économie américaine. Le tableau 1 compare la composition de la dette des sociétés non-financières dans les principaux pays de l'OCDE et son évolution pendant la crise financière. La structure de financement des entreprises diffère fortement entre les pays. Le financement obligataire est une tradition ancienne aux États-Unis. La part des obligations y 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 structurelles de composition de la dette de leurs entreprises, le financement obligataire a significativement augmenté lors de la crise récente : + 122 % en Espagne, + 80 % en Italie, + 38 % en France, + 42 % aux États-Unis (tableau 1).

En dehors de l'expérience de la crise récente, les études empiriques portant sur le comportement cyclique de la structure de la dette des entreprises sont rares. Le rôle de ces structures sur les différentes phases du cycle économique est, de même, rarement analysé. Dans Grjebine *et al.* (2014), nous étudions de façon systématique l'évolution de la structure de la dette des entreprises au cours du cycle dans vingt-cinq économies avancées et émergentes depuis 1989.

Tableau 1 – Part obligataire des entreprises non-financières en %

Part du financement obligataire	Moyenne (1989-2013)	Avant la crise (2007)	Après la crise (2013)	Variations sur 2007-2013
Allemagne	6	8	8	0
Belgique	6	4	5	+ 25
France	18	16	22	+ 38
Espagne	4	0,9	2	+ 122
Italie	5	5	9	+ 80
Irlande	1	1	1	0
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**	51	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

* Moyenne non pondérée.

** Moyenne sur la période 1951-2013 (56 % pour 1989-2013).

*** Moyenne non pondérée des 25 économies avancées et émergentes de notre panel (Grjebine *et al.* (2014)).

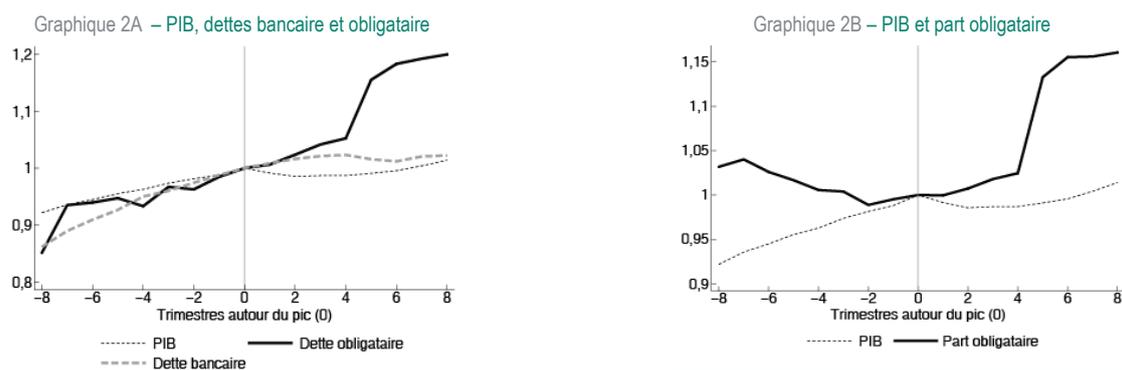
Source : Calculs des auteurs.

■ La part obligataire a un comportement cyclique

Le graphique 2A montre, sur l'ensemble de l'échantillon, les évolutions moyennes du PIB réel, du financement obligataire et des prêts bancaires par rapport à leur valeur au moment du pic d'activité – la date du pic marque 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 reprise⁵. 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 montre 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 au cours de la deuxième année après le pic, c'est-à-dire pendant la phase de reprise, et conduit à une augmentation totale de la part obligataire de 15 %. Il s'agit d'une progression proche de l'augmentation de 20 % observée aux États-Unis après 2007 (graphique 1B).

5. Nous identifions les pics et les creux du PIB en utilisant la méthodologie de Bry et Boschan (1971) et Harding et Pagan (2002). Une récession est définie comme la période entre le pic et le creux du PIB. La phase de reprise est la phase entre le creux et la date à laquelle l'économie retrouve le niveau du pic précédent. En moyenne, la récession correspond à la première année après le pic, la reprise à la deuxième année après ce pic. G. Bry & C. Boschan (1971), « Programmed selection of cyclical turning points », *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, p. 7-63, UMI. D. Harding & A. Pagan (2002), « Dissecting the cycle: a methodological investigation », *Journal of Monetary Economics*, 49(2):365-381.

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



Note : Déviations par rapport à la date du pic du PIB. Valeurs moyennes pour les 93 récessions. Séries réelles normalisées à 1 au moment du pic (0).

Source : Calculs des auteurs.

■ Une part obligataire plus élevée est associée à des reprises plus fortes

La substitution de la dette obligataire aux prêts bancaires qui s'opère en période de reprise semble témoigner de la difficulté des banques à satisfaire la demande de crédit des entreprises (encadré 1). L'accès aux marchés obligataires comme source alternative de financement permettrait d'augmenter les investissements et d'accélérer ainsi la reprise. Dans Grjebine *et al.* (2014), nous évaluons si aux différences de structure de financement des entreprises est effectivement associée une ampleur différente des récessions et des reprises. Pour préciser cette évaluation, nous distinguons la structure initiale, mesurée par la part obligataire au moment du pic, du changement de cette structure, mesurée par la variation de cette part après le pic.

Le graphique 3 montre l'évolution du PIB réel après un pic, selon que la valeur initiale de la part du financement obligataire 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 lignes sont très proches. Par la suite, les deux lignes divergent. L'expansion commence plus tôt dans les pays ayant une part du financement obligataire élevée – en moyenne deux trimestres après le pic, contre six trimestres dans les économies à faible part obligataire – puis l'écart s'accroît. Les économies avec une part obligataire élevée retrouvent le niveau du PIB d'avant la récession cinq trimestres après le pic, alors que les économies à faible part obligataire ne la retrouvent que onze trimestres après le pic. À cette date, le PIB réel des économies ayant une part du financement obligataire élevée est 5 % au-dessus de sa valeur au moment du pic !

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 effectivement 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'intérêts¹. 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 les entreprises 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) 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 engagements². 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 obligataire³.

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, basée sur les caractéristiques des entreprises, ne permet pourtant pas de comprendre pleinement la substitution entre ces deux modes de financement au cours du cycle. Suivant ce schéma théorique, le plus grand recours au financement obligataire que bancaire observé durant les crises s'expliquerait par une amélioration des caractéristiques fondamentales des entreprises, difficile à concilier avec la dégradation de leur situation financière durant les crises. Pour cette raison, un autre mécanisme théorique a été proposé par la littérature⁴, basé sur l'hétérogénéité des prêteurs plutôt que des emprunteurs. Selon cette explication, la quantité de crédit offerte par les banques aux entreprises est fortement dépendante 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 ; une substitution s'opère du financement bancaire vers le financement obligataire. La contraction de l'offre de crédit et la substitution du financement obligataire au crédit bancaire peut même continuer en période de reprise si les banques ont subi des pertes financières importantes pendant la récession.

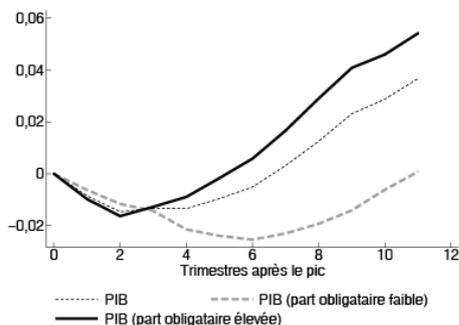
¹ Le financement par apport de capitaux externes, par l'émission d'actions par exemple, est de ce point de vue de nature très différente : les ressources financières externes sont apportées en contrepartie de droits de propriété sur l'entreprise et ses bénéfices futurs.

² B. Holmstrom & J. Tirole (1997), « Financial intermediation, loanable funds, and the real sector », *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3):663–691 et D. Diamond (1991), « Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt », *Journal of Political Economy*, 99(4):689–721.

³ Ceci ne signifie pas pour autant que les entreprises qui accèdent au financement obligataire renoncent complètement au financement bancaire, ce dernier pouvant se révéler utile pour accompagner l'entreprise étant donné les relations durables que nouent les banques et leurs clients.

⁴ T. Adrian, P. Colla & H. Shin (2012), *op. cit.*

Graphique 3 – Les reprises dépendent des structures financières



Note : Déviations du PIB réel par rapport à la date du pic (en log, valeur moyenne). « Part obligatoire élevée (resp. faible) » signifie que la part obligatoire au moment du pic est supérieure (resp. inférieure) à la moyenne du panel.

Source : Calculs des auteurs.

Les reprises dépendent des structures financières initiales, mais également de la substitution qui s'opère entre prêts bancaires et financement obligataire après le pic. Cette substitution est associée à des reprises économiques d'autant plus rapides que la part du financement obligataire initiale est élevée. Intuitivement, on peut comprendre que la substitution n'aura pas le même impact macroéconomique dans un pays comme les États-Unis, où le financement obligataire représente plus de 50 % de la dette des entreprises, et en Irlande, où il représente moins de 1 % de la dette des entreprises.

La relation positive entre la dynamique de reprise et la part obligataire initiale est renforcée lorsque la récession survient après une crise bancaire, la capacité des banques à octroyer de nouveaux crédits étant alors endommagée. Cette relation est également dépendante de la taille des entreprises dans l'économie. En effet, la taille de l'entreprise détermine l'accès aux marchés de la dette : les petites entreprises dépendent presque exclusivement du financement bancaire, tandis que les grandes entreprises se financent aussi par émissions obligataires⁶. Nous montrons que la relation positive entre la dynamique de reprise et la part obligataire initiale est renforcée lorsque les grandes entreprises représentent une part importante de la valeur ajoutée.

Conclusion

La composition de la dette des entreprises varie au cours du cycle économique : le financement obligataire augmente par rapport au financement bancaire en période de reprise. En outre, les reprises sont plus fortes dans les économies où la part des obligations dans la dette des entreprises est élevée, ainsi que dans les économies où la substitution entre financement bancaire et financement obligataire est plus importante. Ces résultats apportent une contribution aux réflexions sur l'opportunité du développement des marchés de titres obligataires des entreprises, en particulier dans la zone euro où ces marchés sont relativement étroits. Ainsi, la Commission européenne (2014) préconise le développement des marchés des titres de dette des sociétés pour suppléer les prêts bancaires en période de récession⁷. Le développement des marchés obligataires est également au cœur de la récente initiative sur la création de marchés des capitaux uniques dans la zone euro. Les politiques visant à développer les marchés de la dette des entreprises pourraient utilement compléter les mesures de recapitalisation bancaire.

Le financement obligataire comporte naturellement ses propres failles, apparues notamment dans les économies émergentes et en développement lorsqu'elles sont passées d'un financement bancaire à un financement obligataire de leurs dettes souveraines – la crise actuelle en Argentine en est un exemple. Il faut donc garder ces failles à l'esprit, et rappeler la nécessité d'une régulation prudentielle des financements de marché. À ces conditions, la diversification des sources de financement des entreprises pourrait contribuer à améliorer la résilience des économies.

Thomas Grjebine, Urszula Szczerbowicz & Fabien Tripier
thomas.grjebine@cepil.fr

6. Notons que ces grandes entreprises peuvent connaître des problèmes de financement importants, comme lors de la crise financière récente (voir l'enquête de la BCE « The euro area bank lending survey »), et que leur contribution à l'investissement est majeure. En France, 150 entreprises contribuent à 50 % de l'investissement (INSEE, Statistiques d'entreprises).

7. Commission européenne (2014), « Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy », COM(2014) 168 final. La Commission devrait présenter en septembre 2015 un plan d'action pour intégrer plus fortement les marchés financiers européens et leur donner une place plus importante dans le financement de l'économie. L'Union européenne se donne comme objectif de financer ses entreprises à 35 % par l'accès aux marchés financiers.

La Lettre du



© CEPII, PARIS, 2015

RÉDACTION :
 Centre d'études prospectives
 et d'informations internationales
 113, rue de Grenelle
 75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 00

www.cepil.fr

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
 Sébastien Jean

RÉDACTION EN CHEF :
 Agnès Chevallier & Sophie Piton

RÉALISATION :
 Laure Boivin

DIFFUSION :
 DILA
 Direction de l'information
 légale et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)
 France 60 € TTC
 Europe 62 € TTC
 DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT
 Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT
 Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :
 Direction de l'information légale
 et administrative (DILA)
 23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
 commande@ladocumentationfrancaise.fr
 Tél. : 01 40 15 70 01

ISSN 0243-1947
 CCP n° 1462 AD

Février 2015
 Imprimé en France par la DSAF
 Pôle conception graphique-fabrication

Cette lettre est publiée sous la
 responsabilité de la direction du CEPII.
 Les opinions qui y sont exprimées sont
 celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE
 SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

