

Le financement de marché est-il défavorable à l'innovation ?

On oppose souvent les Etats-Unis, où les entreprises sont surtout financées sur les marchés financiers, et l'Europe (où les entreprises ont surtout des financements intermédiés, en particulier par les banques).

Un argument souvent entendu est que les financements de marché sont défavorables à l'innovation, donc à la croissance, parce que les intervenants des marchés financiers auraient des horizons courts.

Cet argument n'est absolument pas convaincant pour plusieurs raisons :

- il est contredit par la performance économique comparée des Etats-Unis et de l'Europe ;
- les investisseurs en actions ont souvent un horizon long ; ils savent par exemple attendre de nombreuses années avant qu'une entreprise récemment créée dégage des bénéfices ;
- les financements intermédiés créent une relation de long terme, de clientèle entre les prêteurs et les emprunteurs ; l'existence de cette relation peut avoir des conséquences défavorables : si elle conduit à éviter les faillites, elle pérennise les structures économiques héritées du passé, elle s'oppose à la destruction créatrice.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

La différence entre le financement des entreprises aux Etats-Unis et le financement des entreprises en Europe

Aux Etats-Unis, les entreprises sont surtout financées sur les marchés (d'actions, d'obligations), dans la zone euro, les entreprises sont financées essentiellement par le crédit bancaire ; le **Graphique 1** compare les capitalisations boursières aux Etats-Unis et dans la zone euro, le **Graphique 2** les encours d'obligations d'entreprises non financières, le **Graphique 3** le crédit bancaire.

Graphique 1
Capitalisation boursière

— S&P 1500 (en Md\$) — Stoxx Europe 600 (en Md€)

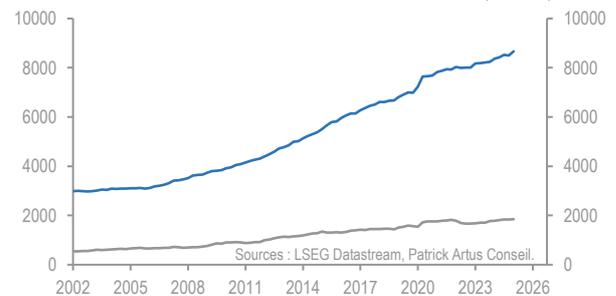
Sources : LSEG Datastream, Patrick Artus Conseil.



Graphique 2
Encours d'obligations émises par les entreprises non financières

— Etats-Unis (en Md\$) — Zone euro (en Md€)

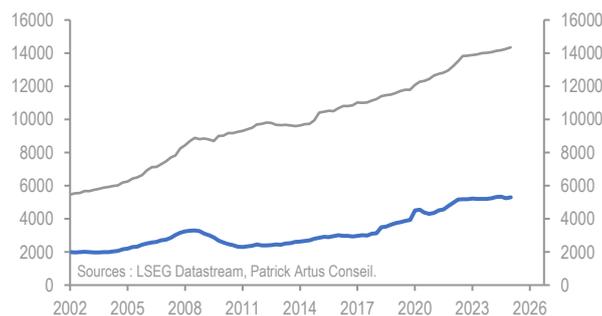
Sources : LSEG Datastream, Patrick Artus Conseil.



Graphique 3
Encours de crédit des sociétés non-financières

— Etats-Unis (Md\$) — Zone euro (Md€)

Sources : LSEG Datastream, Patrick Artus Conseil.



On a donc surtout **un financement désintermédié des entreprises aux Etats-Unis, un financement intermédié des entreprises en Europe.**

Un argument souvent entendu : le financement désintermédié des entreprises (le financement sur les marchés) est défavorable à la croissance

L'idée défendue par ceux qui mettent en avant cet argument est que **les intervenants des marchés financiers ont des horizons temporels courts.**

Le financement de marché se concentrerait donc sur la rentabilité à court terme des investissements, ce qui conduirait à un effort de Recherche-Développement insuffisant, donc à une croissance plus faible que si le financement des entreprises est intermédié.

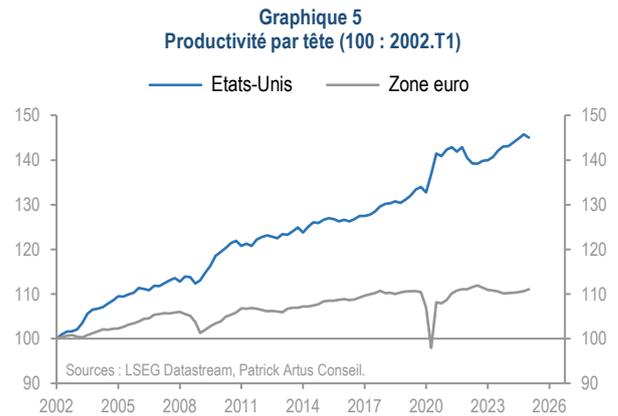
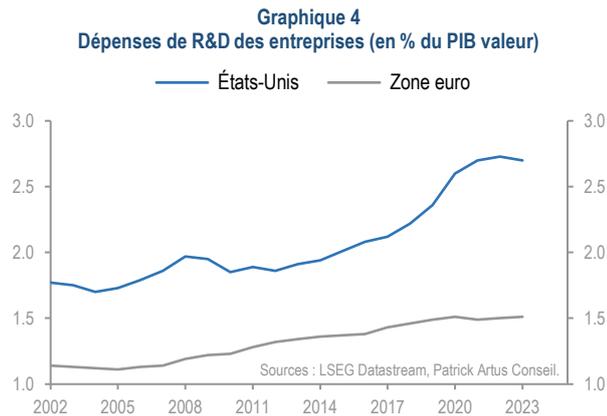
Mais **cet argument n'est pas convaincant, pour plusieurs raisons.**

Il est difficile de croire que le financement sur les marchés des entreprises réduit l'effort d'innovation et la croissance

L'idée que le financement sur les marchés financiers des entreprises réduit l'effort d'innovation et la croissance est contredit par l'observation des faits et la réflexion.

1- L'effort d'innovation des entreprises et la performance de croissance sont beaucoup plus élevés aux Etats-Unis qu'en Europe

Le **Graphique 4** montre les dépenses de Recherche-Développement des entreprises en pourcentage du PIB, le **Graphique 5** montre le niveau de la productivité du travail.



On voit que les Etats-Unis (où les entreprises se financent surtout sur les marchés) ont des dépenses de Recherche-Développement des entreprises et une progression de la productivité du travail beaucoup plus importantes que la zone euro (où les entreprises se financent surtout auprès des banques).

2- Les investisseurs en actions peuvent être des investisseurs patients

On observe que les investisseurs en actions peuvent attendre de nombreuses années que les entreprises dans lesquelles ils investissent dégagent des profits. L'exemple d'**Amazon** est clair sur ce point (**Graphiques 6/7**).



Amazon a été introduite en bourse le 15 mai 1997, et n'a été bénéficiaire pour l'ensemble de l'année qu'en 2003 et n'a été structurellement bénéficiaire qu'à partir de 2015. Pourtant, le cours d'Amazon décolle en 1997-1999, puis à partir de 2007.

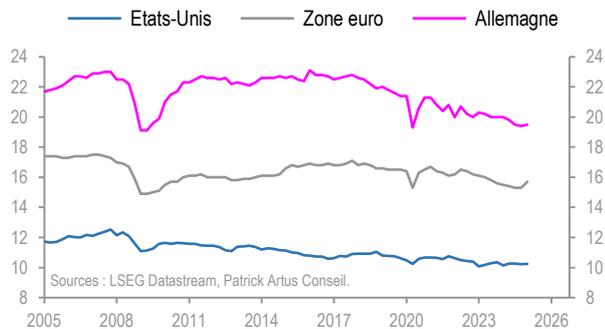
3- L'argument selon lequel le financement par crédit bancaire crée une relation de long terme entre le prêteur (la banque) et l'emprunteur (l'entreprise) doit être pris avec précaution

On avance souvent que le financement intermédié des entreprises (le financement bancaire) crée une relation de long terme entre prêteur (banque) et emprunteur (entreprise), qui est favorable parce que le prêteur dispose alors de beaucoup d'informations sur l'emprunteur, qu'il n'arrête pas de financer l'entreprise lorsque la situation économique ou financière est difficile, ce qui est le cas si le financement est désintermédié (fait sur les marchés financiers).

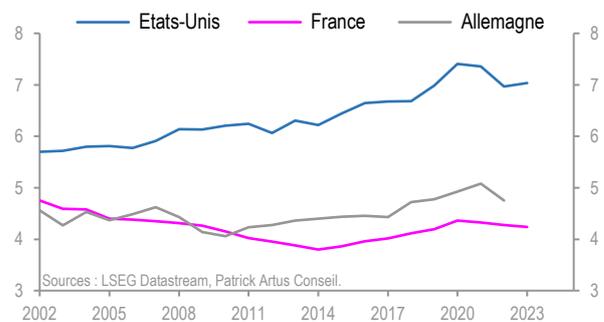
Mais cette relation de long terme entre prêteur et emprunteur qui caractérise le financement intermédié (bancaire) peut avoir des inconvénients graves : il évite les faillites, et maintient en vie des entreprises qui devraient normalement disparaître, il pérennise donc les structures économiques héritées du passé, il s'oppose à la destruction créatrice qui caractérise le financement sur les marchés financiers.

On voit par exemple qu'en **Allemagne, ou dans l'ensemble de la zone euro**, où le financement des entreprises est fait essentiellement par les banques, **le poids de l'industrie traditionnelle** (automobile, acier, aluminium, chimie, engrais...) **est resté beaucoup plus important qu'aux Etats-Unis** (Graphique 8) **alors que le poids du secteur technologique et resté faible** (Graphique 9).

Graphique 8
Valeur ajoutée manufacturière
(volume, en % du PIB volume)



Graphique 9
Valeur ajoutée du secteur des technologies de
l'information et de la communication (en % du PIB valeur)



Synthèse : l'argument en faveur du financement intermédié (par les banques) des entreprises est probablement erroné

Beaucoup d'économistes défendent l'idée que financer les entreprises sur les marchés financiers est défavorable en raison de ce que les intervenants des marchés financiers ont des horizons de court terme.

Cet argument nous paraît erroné. Effectivement :

- on observe que les entreprises américaines (financées sur les marchés) sont nettement plus innovantes que les entreprises européennes (financées par les banques) ;
- on a également vu que les investisseurs sur les marchés d'actions pouvaient être des investisseurs patients, pouvant attendre longtemps que les entreprises dans lesquelles ils investissent deviennent profitables ;
- enfin, il apparaît que le financement intermédié (par les banques) des entreprises, s'il conduit effectivement à une relation de clientèle de long terme, entre prêteurs et emprunteurs, entraîne le maintien en vie d'entreprises qui auraient dû disparaître, empêche la « destruction créatrice », comme le montre clairement la comparaison entre les Etats-Unis et la zone euro (ou l'Allemagne).

Il faut avoir à l'esprit que passer à un financement de marché en Europe imposerait aussi de changer les règles du marché du travail. Une flexibilité forte de l'emploi est en effet nécessaire pour compenser le fait que les financements de marché peuvent s'interrompre dans les périodes de crise.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.