

Remarques finales/*Closing remarks*

L'objectif de la Fondation de la Banque de France pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire, créée en 1995, est de rechercher une adéquation entre offre et demande de recherche. Il nous semblait, en effet, que les laboratoires de recherche valorisaient parfois insuffisamment leur offre, tandis que la demande des praticiens ne s'exprimait pas toujours clairement. L'offre de recherche réclame une présentation très pédagogique de ses résultats, parfaitement ciblés sur une demande correctement transcrite. D'où le besoin d'interface entre chercheurs et utilisateurs. C'est à ce besoin qu'a voulu répondre la Fondation en lançant des appels d'offres aux chercheurs européens de haut niveau sur des thèmes choisis par le Conseil d'administration de la Fondation. Jusqu'à présent, cinq appels d'offres ont été lancés. Les 3^{ème} et 4^{ème} appels d'offres ont suscité des travaux qui vous ont été présentés lors de ces deuxièmes Journées de la Fondation. Nous avons réuni, à cette occasion, des équipes sélectionnées parmi les meilleurs centres de recherche européens. Ces Journées ont été intitulées "*Le financement des économies européennes : Problèmes et options économiques*". Les problèmes du financement des économies européennes et de l'adaptation du système financier aux changements structurels offrent, en effet, un vif intérêt pour une banque centrale particulièrement en ce moment de franchissement de l'étape ultime d'accession à l'union monétaire. Une conjoncture macroéconomique assombrie, soumise au contrecoup des attentats du 11 septembre, rend plus nécessaire encore l'examen des questions relatives aux structures de financement des économies européennes et aux réformes de politique économique susceptibles d'être mises en place pour les étayer.

Bien sûr, on ne peut pas s'attendre à ce que tous les diagnostics concordent sur les options de politique économique à mettre en œuvre. Néanmoins, les Journées ont apporté de nombreux aperçus sur la nature des difficultés soulevées, sur la bonne manière de les quantifier et, quoique parfois avec une certaine hésitation, sur les moyens d'y porter remède. Du point de vue d'un banquier central, il est particulièrement satisfaisant de remarquer que ces contributions sont fondées sur des vérifications empiriques approfondies ou, pour les plus théoriques, sur des simulations. Il est satisfaisant aussi de constater qu'elles ne perdent jamais de vue les préoccupations sous-jacentes de politique monétaire ou de change qui importent aux praticiens.

La forte interaction entre les deux thèmes, celui du financement des économies européennes et celui des structures des marchés financiers a facilité leur présentation conjointe pendant ces journées, même si la division en trois sessions a pu paraître quelque peu arbitraire. La première est consacrée à la stabilité financière, la deuxième aux marchés de capitaux, la troisième aux cycles financiers.

La première session a souligné certains aspects liés à la stabilité de nos systèmes financiers, et s'est interrogée en particulier sur l'efficacité de deux types de dispositifs tout à fait différents : celle des tribunaux dans l'application des contrats de crédit et celle de la taxe Tobin dans le contrôle de la volatilité des marchés financiers.

La deuxième session a déplacé la problématique sur le terrain du partage des risques entre investisseurs, lequel est analysé du point de vue de la détention d'actions ou de titres assimilés. Les problèmes étudiés sont ceux de l'intégration des marchés de capitaux et de ses conséquences sur le financement des entreprises, que ces dernières aient accès aux grandes bourses internationales, aux " nouveaux marchés " ou, pour les plus jeunes, au capital-risque.

Enfin, la dernière a repris d'une certaine manière le thème de la stabilité financière mais en le déclinant sur un tout autre registre. Les cycles financiers en Europe y ont été analysés en insistant sur différents sujets particulièrement pertinents pour la politique monétaire, comme l'hétérogénéité des canaux de transmission, l'amplification des cycles réels ou la prévision à court terme fondée sur une analyse fine d'échantillons massifs de données européennes.

1^{ère} session : Stabilité financière

Lors du premier thème développé par **Magda Bianco, Tullio Jappelli et Marco Pagano** «*Système judiciaire et marchés de crédit*», le respect des contrats apparaît comme un facteur déterminant de la performance des marchés et notamment de celle des marchés de crédit. Les auteurs le démontrent en établissant une corrélation entre efficacité judiciaire et performance des marchés de crédit. Au contraire, l'inefficacité judiciaire peut être présentée comme un impôt caché sur les transactions de crédit. Cet impôt est supporté par les emprunteurs, les prêteurs ou les uns et les autres. Si les procès sont longs et coûteux, les prêteurs peuvent ne récupérer qu'une partie de leurs crédits. Dans certains cas le coût du système judiciaire est si élevé qu'ils peuvent être découragés d'entamer un procès. L'inefficacité du système judiciaire peut même incliner les débiteurs à ne pas faire face à leurs obligations (débiteurs dits opportunistes). Plus longs sont les procès, plus grand est le retard pour les régler, moins le crédit est disponible à des taux modérés. Il s'établit ainsi une sorte de rationnement de crédit.

Les conséquences d'un système judiciaire inefficace résultent d'une étude empirique sur un panel de données observées dans les provinces italiennes (1985-1996). Cette étude a d'importantes implications qui ont été étendues par ses auteurs à une comparaison internationale des marchés hypothécaires. Ceux-ci montrent que la profondeur d'un marché hypothécaire est inversement liée aux coûts des défaillances des débiteurs et à toute inefficacité du système judiciaire. Or, l'efficacité judiciaire est un domaine dans lequel il y a encore de larges différences entre Etats. Il est donc attendu des gains importants de l'amélioration des systèmes judiciaires qui constitue un environnement nécessaire à l'intégration des marchés de capitaux.

Les commentaires apportés à ce premier thème conduisent au souhait d'une recherche pluridisciplinaire réunissant notamment juristes et économistes afin de préparer la convergence des pratiques judiciaires entre pays, voire au sein même des pays dans lesquels il n'existe pas d'unité judiciaire.

L'analyse de **Harald Hau** part du principe que la stabilité financière est un problème d'intérêt général. Il est ainsi conduit à s'intéresser à l'efficacité de la taxe de Tobin considérée comme une parade potentielle à la volatilité des marchés financiers. L'argument central avancé par les partisans de la taxe tient au caractère désincitatif qu'introduit l'augmentation des coûts de transaction dans les mouvements de spéculation à court terme. **Hau** propose de mesurer l'effet de la taxe sur la volatilité à l'aide d'une méthode nouvelle et tout à fait ingénieuse fondée sur une particularité jusqu'ici négligée des réglementations boursières : la discontinuité des intervalles de cotation (ou *ticks* en anglais) autour de certains seuils. Cette disposition pratique induit mécaniquement une dilatation marquée des fourchettes de cotation au franchissement de certaines limites réglementaires. Cet aspect est particulièrement saillant à la Bourse de Paris où le passage du prix d'une action au-delà de 500 francs se traduit par un doublement des coûts de transaction. L'accroissement de la taille du *tick* en augmentant les coûts de transaction, constitue une taxe implicite limitant la volatilité. L'analyse empirique sur les cotations en continu conduit **Harald Hau** à estimer qu'un accroissement du *tick* conduirait tout au plus à une réduction de la volatilité de quelque 6 à 15%. Comme la taxe Tobin est moins efficace que cette réduction, il s'ensuit qu'elle ne peut constituer un instrument efficace de stabilisation des prix.

Les commentaires se sont révélés admiratifs de cette mesure originale de la volatilité tout en ouvrant une discussion sur l'analogie entre la réduction de la taille du *tick* et la taxe Tobin.

2^{ème} session : Marché de capitaux

Cette session s'ouvre sur l'étude menée par **Gikas Hardouvelis, Dimitrios Malliardoupulos, Richard Priestly** « *l'impact de l'intégration sur les marchés d'action* », qui vise à vérifier si l'intégration du marché des actions conduit à une réduction de la prime de risque des firmes européennes. A partir du modèle de prix d'actifs standard, qui permet de calculer la prime de risque d'une firme, il est analysé l'évolution des primes au fur et à mesure que le processus de convergence se développait dans la perspective de l'entrée dans la monnaie unique. Les facteurs de risque dans l'Union Européenne étant plus faibles que les facteurs locaux, le coût du capital pour la firme devrait baisser au fur et à mesure de l'intégration.

De fait, l'étude empirique montre que la prime de risque a baissé, depuis 1990 dans tous les secteurs d'activité, à l'exception notamment du secteur de la haute technologie. Toutefois l'Allemagne ne connaît pas cette baisse car la prime de risque y était plus faible que dans les autres pays de l'Union Européenne. Finalement la prime de risque à l'intérieur d'un secteur donné a convergé dans l'Union. En revanche, la convergence dans le coût du capital entre les différents secteurs dans tous les pays est moins prononcée.

Cette conclusion a paru enthousiaste à certains commentateurs qui, eux, ont fait preuve de plus de scepticisme sur l'impact de l'intégration sur les marchés de capitaux en s'appuyant notamment sur le Rapport des sages.

Laura Bottazzi et Marco Da Rin se sont consacrés au « *Capital risque en Europe* ». Ils montrent que la capacité d'encourager et de soutenir l'innovation est une des sources principales de la croissance économique. L'économie américaine en a largement bénéficié dans la dernière décennie. Le capital risque est non seulement une source de financement mais aussi une institution capable de choisir et de soutenir les projets des entrepreneurs les plus dynamiques. Ils constatent que la bourse américaine attire beaucoup plus de cotations de firmes déjà cotées à l'étranger que ne le fait l'Europe. Mais l'ouverture en Europe de nouveaux marchés apporte des changements.

Ce sont ces changements qui font l'objet pour la première fois d'une étude approfondie de Laura Bottazzi et Marco Da Rin. Elle vise à analyser les effets de ces ouvertures sur le financement des start-up européennes innovantes et leurs conséquences sur leur croissance en termes de ventes et d'emploi. Les résultats montrent que nombre de firmes innovantes n'auraient pas pu voir le jour, en Europe, sans le recours au capital risque. Leur effet s'il est significatif pour leur capacité à aider les entreprises à lever des fonds, reste encore limité sur la croissance et l'emploi des firmes. Il s'ensuit que pour les auteurs, il serait tout à fait prioritaire de créer les conditions, en Europe, pour le développement d'une industrie du capital-risque plus mûre, cela pour lui permettre d'obtenir les mêmes résultats que le capitalisme risque américain aux Etats-Unis.

Cette conclusion ouvre la voie à d'autres études ainsi qu'à une recherche sur les résultats du capital risque américain en Europe.

Cette session consacrée aux marchés de capitaux s'est terminée sur une interrogation : les marchés financiers devenant de plus en plus intégrés, le lieu de cotation conserve-t-il un intérêt ? L'analyse de **Marco Pagano** le démontre dans son analyse intitulée « *La géographie des cotations d'actions* ».

Il semble notamment que les firmes européennes aient trouvé intéressant d'être cotées à l'étranger comme le montre l'étude menée pour la période 1986-1997 : sous certaines conditions la cotation croisée élargit les investissements potentiels et abaisse le coût du capital. Quelles sont les bourses qui ont le plus attiré les capitaux étrangers et d'où venaient-ils ? L'étude s'appuie sur le degré d'ouverture internationale (cotation de firmes étrangères/total des firmes cotées avec un échantillon de 10 bourses européennes et 3 bourses américaines). Il apparaît que, dans le passé, les bourses européennes étaient plus internationalisées que les américaines mais que ces dernières ont progressé dans la voie de l'internationalisation au contraire des européennes qui sont en retrait dans les dernières années étudiées. Les cotations sur le Nyse augmentaient très faiblement de 1956 à 1985 alors qu'elles s'accéléraient depuis.

L'origine des cotations étrangères est mesurée par un « indice de diaspora » qui rapporte le nombre de sociétés nationales cotées à l'étranger au nombre de sociétés cotées dans le pays d'origine. L'indice de diaspora s'élève pour les sociétés européennes depuis 1985 : elles sont devenues plus « baladeuses ». Les nouvelles cotations étrangères se sont accrues aux Etats-Unis où elles ont quadruplé. En revanche, les cotations des sociétés américaines en Europe se sont réduites d'un tiers. Les firmes qui recherchent la cotation aux Etats-Unis ont des besoins de capital nouveau notamment dans les secteurs des nouvelles technologies. Elles y trouvent un plus large marché de capitaux et de produit, une forte

expertise, une liquidité profonde abaissant les coûts de transaction, de meilleurs standards comptables et une protection plus élevée de l'actionnaire qu'en Europe.

Les commentateurs ont soulevé de nombreuses questions à poursuivre dans des études ultérieures comme : peut-on mener des études sur les sorties de la cote (les décotations), que sait-on des multicotations sur plus de deux bourses, ces cotations étrangères conduisent-elles à des fusions-acquisitions ?

3^{ème} session : Intégration européenne

Gilchrist, Hairault et Kempf proposent d'étendre les travaux récents de Bernanke, Gertler et Gilchrist sur "*l'accélérateur financier*" à l'Union Monétaire Européenne. Dans une économie fermée soumise à des imperfections financières, on sait que les variations du coût du crédit peuvent engendrer des mécanismes de sur-réaction de l'investissement suivis de compensations dues à l'autofinancement. De tels effets sont rendus plus compliqués encore en Europe du fait de l'hétérogénéité des canaux de transmission de la politique monétaire. À ce stade de leur recherche, **Gilchrist, Hairault et Kempf** étudient une économie à deux pays sous quatre variantes : avec et sans union monétaire, avec et sans accélérateur financier. Ils croisent aussi différentes hypothèses tenant au régime de change. Puis, dans le cadre de ces hypothèses, ils comparent, par des simulations dynamiques, les réactions d'économies distinctes soumises à des chocs de nature exogène.

Il me semble que la question pertinente pour les autorités devrait être celle de l'adaptation de la politique monétaire sous la contrainte de l'UME. Par exemple, si certains pays sont plus sensibles que d'autres au canal du crédit via le ratio d'endettement, faut-il modifier la réaction des autorités monétaires ? Faut-il pondérer l'indice des prix ou les variables d'écart de production en donnant plus de poids aux économies les plus sensibles ? Ou, en supposant que la politique monétaire ait à tenir compte des prix d'actif, faut-il prendre en compte les écarts relatifs entre prix d'actifs ? Nous manquons encore de recul pour répondre à ces questions, et de nouvelles simulations seraient les bienvenues sur ces thèmes.

Les canaux de la transmission de la politique monétaire sont utilisés aussi dans l'étude de **Fabio C. Bagliano et de Alessandro Sembenelli** qui ont analysé « *Le comportement cyclique des stocks : à partir d'une analyse dans les pays européens depuis la récession des années 1990* ». De récents travaux macroéconomiques ont montré le rôle des imperfections de crédit dans la propagation de divers facteurs de trouble, amplifiant leurs effets réels. L'approche des auteurs, dans cette étude est, elle, microéconomique. Elle est menée à partir de données jusque là largement inexploitées relatives aux bilans des firmes. Elle porte sur trois pays, la France, le Royaume-Uni et l'Italie, étudiant le comportement cyclique des stocks qui apparaît aux auteurs comme la composante dans les actifs des firmes la plus sensible aux pressions financières et aux mauvaises conditions macroéconomiques.

La politique monétaire, devenue unique dans l'UEM, exerce des effets sous forme d'un "accélérateur financier" qui emprunte différents canaux de transmission. La récession des années 1990 aurait été l'occasion de pressions financières de la part des banques centrales. Toutes les firmes auraient répondu à cette pression financière en ajustant leurs stocks. Cette réponse n'a pas été uniforme : elle a varié selon les pays (elle a été plus forte en

Italie) et selon les types de firmes (les firmes plus petites et plus jeunes sont les plus sensibles).

Parmi les questions soulevées lors de la présentation orale, on peut relever entre autres :

- La réponse des entrepreneurs sous forme d'ajustement de leurs stocks ne peut-elle être différente selon les secteurs ?
- Ne devrait-on pas intégrer, dans l'analyse, la généralisation des flux tendus qui constituent une des novations du management moderne ?

Enfin, pour clore ces Journées, **Forni, Hallin, Lippi et Lucrezia Reichlin** appliquent une méthode d'analyse spectrale résolument moderne à la question des variables financières. Aident-elles la prévision à court terme des prix à la consommation et de la production industrielle ? Leur approche est très gourmande en termes de données, puisqu'elle n'utilise pas moins de 725 séries mensuelles issues de six grandes économies de la zone euro, réduite à 447 lors de la présentation de Lucrezia Reichlin. Cette approche est également prometteuse car elle autorise une grande flexibilité dans la recherche, la sélection et la combinaison d'indicateurs avancés. Les auteurs montrent que l'identification de tels indicateurs, notamment parmi les variables financières, permet d'améliorer très sensiblement la prévision des prix hors échantillon par rapport aux méthodes conventionnelles. Malheureusement, ces bons résultats ne se décalquent pas pour le moment sur l'agrégat de production industrielle.

Le recours à une méthodologie aussi sophistiquée a été salué par les commentateurs. Cependant, le système des indicateurs avancés a été mis au point par les auteurs sur la période 1985-2000 qui, en Europe, a été soumis à une croissance heurtée donnant lieu à des « bouffées de croissance », contrastant avec la puissante lame de fonds américaine. Il s'ensuit que cette spécificité européenne a pu perturber la mise au point de ces indicateurs ainsi que leur utilisation ultérieure.

Nous voici donc en présence d'une riche moisson de travaux et de réflexions issues des Journées elles-mêmes. Je tiens à remercier vivement tous les participants à ces journées qui par leur présence, leurs questions et leurs commentaires ont enrichi les analyses. Des remerciements tout particuliers vont aux auteurs des excellentes études présentées. Ces Journées constituent un vif encouragement aux différentes équipes candidates à nos appels d'offre ou futures candidates. La Fondation a une existence de plusieurs années qui lui permet d'avoir déjà une tradition. Les futurs travaux auront à s'inscrire dans le désir des fondateurs de notre institution de constituer une véritable interface entre la recherche que nous souhaitons de haut niveau et les préoccupations des spécialistes de la politique monétaire. Je me permets de mettre l'accent sur ce point car, universitaire, j'ai été aussi comme membre du Conseil de la politique monétaire, un praticien de la monnaie. On ne saurait donc trop recommander aux chercheurs de ne pas hésiter à émettre des propositions de politique économique qui pourront aider les responsables de la politique monétaire dans leurs réflexions.

Denise Flouzat

Administrateur délégué de la Fondation