

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

24 octobre 2011 – N° 793

L'inexorable désintermédiation du financement des entreprises de la zone euro : est-on prêt à en assumer les conséquences ?

Les entreprises de la zone euro sont aujourd'hui essentiellement financées par le crédit bancaire, les entreprises américaines sont essentiellement financées sur les marchés.

Mais aujourd'hui, avec la hausse du coût de leurs ressources, avec les nouvelles règles prudentielles, le financement par crédit bancaire n'est plus compétitif. Si cette situation dure, il n'y aura pas d'autre solution que de désintermédier le financement des entreprises de la zone euro :

- *soit par des véhicules de titrisation, comme c'était le cas pour les crédits immobiliers avant la crise aux Etats-Unis ;*
- *soit par le marché des obligations high-yield, comme aux Etats-Unis.*

Est-on prêt en Europe à accepter les conséquences du basculement vers ce modèle de financement désintermédié des entreprises ? Il faut se rendre compte de ce que, dans les récessions, le modèle de financement en obligations high-yield a des effets beaucoup plus défavorables aux entreprises que le modèle de financement bancaire : le marché se ferme, les spreads deviennent gigantesques ; en conséquence, les taux de défaut des entreprises se finançant en high-yield sont énormes dans les récessions aux Etats-Unis alors que les banques européennes ont des réactions beaucoup moins violentes.

Le retour de la titrisation, enfin, devrait évidemment inquiéter les autorités européennes.

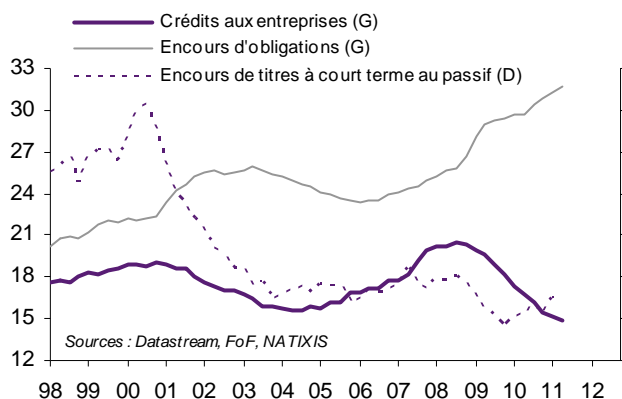
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Le modèle de la zone euro et le modèle américain de financement des entreprises

On sait qu'il y a une grosse différence entre le modèle américain et le modèle européen (de la zone euro) de financement des entreprises : **les entreprises américaines se financent essentiellement sur les marchés financiers (graphique 1 a), les entreprises de la zone euro essentiellement par le crédit bancaire (graphique 1 b).** Le crédit bancaire aux entreprises représente 15 % du PIB aux Etats-Unis et 90 % du PIB dans la zone euro.

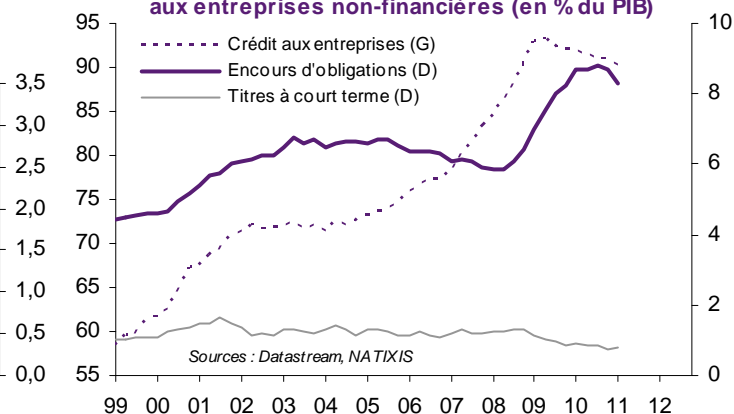
Graphique 1 a

Etats-Unis : encours d'obligations et crédits aux entreprises non-financières (en % du PIB)



Graphique 1 b

Zone euro : encours d'obligations et crédits aux entreprises non-financières (en % du PIB)



Nous allons nous interroger sur la possible (probable ?) disparition du modèle européen, et le passage de la zone euro au modèle américain.

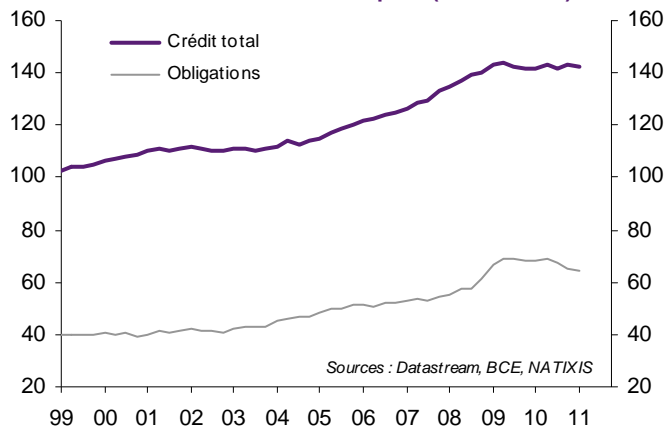
Les grandes difficultés du financement par crédit bancaire dans la zone euro

Les banques de la zone euro sont confrontées simultanément :

- **aux nouvelles règles prudentielles : Long Term Funding Ratio de Bâle 3, qui va accroître fortement le besoin de financement à moyen et long termes des banques, (graphique 2),** pour refinancer les crédits à moyen et long termes. Aujourd'hui, le crédit bancaire représente plus du double de l'encours des obligations qui les financent ;
- **aux exigences de fonds propres réglementaires,** qui vont continuer à s'accroître (tableaux 1 a – b), d'où la difficulté pour les banques d'augmenter la taille de leur bilan (graphique 3) et de leurs actifs risqués ;
- **à la forte hausse des coûts du financement à long terme des banques (graphique 4),** lié à la hausse de l'aversion pour le risque, à la forte détention de dettes souveraines par les banques de la zone euro (tableau 2) ;
- **à l'impossibilité d'accroître autant les marges de taux d'intérêt sur les crédits que ne s'accroissent les coûts de financement (graphiques 4, et 5).** Les spreads de dette senior des banques se sont accrus de 220 points de base entre 2007 et 2011 ; les marges de taux d'intérêt sur les crédits de 30 points de base pour les ménages et 90 points de base pour les entreprises.

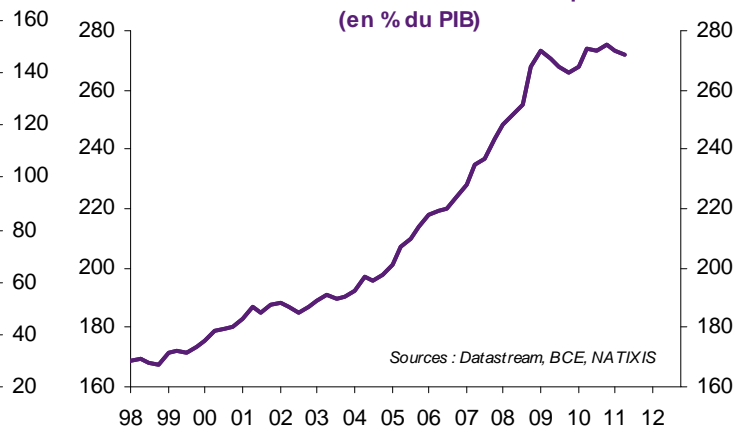
Graphique 2

Zone euro : actif des banques (en % du PIB)



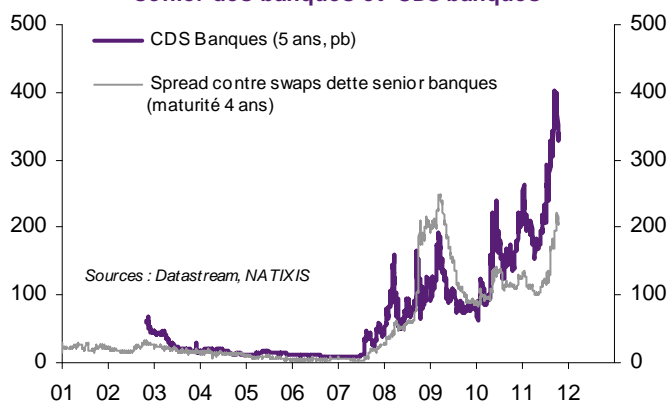
Graphique 3

Zone euro : taille du bilan des banques (en % du PIB)



Graphique 4

Zone euro : spread contre swaps de la dette senior des banques et CDS banques



Graphique 5

Zone euro : marge de taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe contre les taux swaps

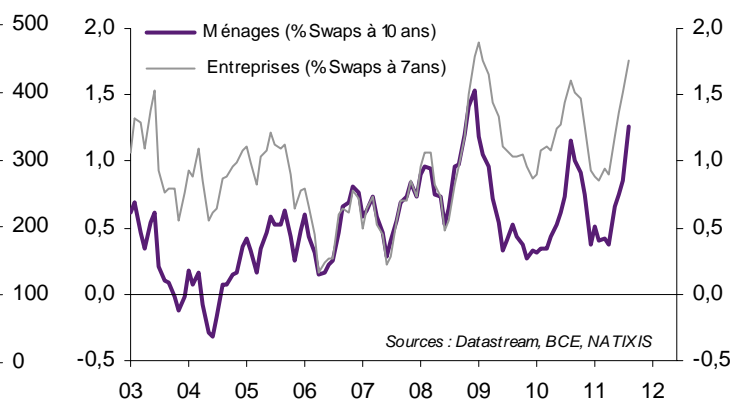


Tableau 1 a

Ratio de fonds propres des grandes banques sous Bâle II (core tier 1) (en %)

Core Tier I ratio	2006	2007	2008	2009	2010	H1 2011
Société Générale	-	-	6,7	8,4	8,5	9,3
BNP Paribas	-	-	5,4	8,0	9,2	9,6
Crédit Agricole	-	-	-	-	8,2	9,1
Santander	5,9	6,2	7,5	8,6	8,8	9,2
BBVA	-	5,8	6,2	8,0	9,6	9,0
Banco de Sabadell	6,0	6,0	6,7	7,7	8,2	7,7
La Caixa	-	10,1	8,8	8,7	8,6	11,0
Caja Madrid	6,3	7,7	6,6	6,8	7,0	-
Banco Popular Espanol	-	6,5	7,2	8,6	9,4	9,8
Commerzbank	5,4	5,6	8,7	9,1	10,0	9,9
Deutsche Bank	6,9	6,9	7,0	8,7	8,7	9,9
HSBC	-	-	7,0	9,4	10,5	10,8
Barclays	-	4,5	5,6	10,1	10,8	11,0
RBS	-	4,5	6,6	11,0	10,7	11,1
Lloyds	-	7,4	5,6	8,1	10,2	10,1
Credit Suisse	13,0	9,8	8,6	11,2	12,2	13,1
UBS	10,2	7,1	8,5	11,9	15,3	16,1
Intesa San Paolo *	5,5	5,9	6,3	7,1	7,9	10,2
Banco Popolare	6,4	5,1	5,7	6,1	5,7	6,5
MPS	5,9	5,2	4,2	5,0	5,6	-
Unicredit	5,8	5,8	6,5	8,5	8,6	9,1

* Données Banca Intesa de 2002 à 2005

** Données BPVN de 2002 à 2006

Sources : Banques

Tableau 1 b
Ratio de fonds propres des grandes banques sous Bâle III (core tier 1)

	Juin 2011
Intesa Sanpaolo	9,2
HSBC	8,5
BNP Paribas	7,8
Barclays	7,6
Unicredit	7,3
Commerzbank	6,9
Santander	6,5
Société Générale	6,2
Crédit Agricole	5,5
Deutsche Bank	5,0
BPCE	7,1

Source : Thomson Reuters

Tableau 2
Détenion de dettes publiques des pays de la zone euro par les banques de la zone euro (en Mds d'euros)

Dette de...	Autriche	Belgique	Chypre	Estonie	Finlande	France	Allemagne	Grèce	Irlande
Banques de...									
Autriche	14,59	0,44	0,02	0,00	0,12	0,40	1,44	0,46	0,05
Belgique	2,22	29,60	0,04	0,00	0,25	3,76	13,72	3,91	0,27
Chypre	0,33	0,04	1,44	0,00	0,00	0,00	0,00	5,81	0,36
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,00	0,15	0,00	0,00	0,41	0,19	0,18	0,00	0,04
France	4,86	33,04	0,22	0,00	2,34	118,26	45,59	10,07	2,11
Allemagne	11,28	6,49	0,22	0,02	0,80	13,57	315,31	7,93	1,01
Grèce	0,02	0,00	0,31	0,00	0,00	0,16	0,41	54,45	0,02
Irlande	0,48	0,21	0,00	0,00	0,04	1,20	0,60	0,04	12,47
Italie	3,27	0,39	0,04	0,00	0,11	0,82	20,41	1,41	0,17
Luxembourg	0,11	0,16	0,01	0,00	0,01	0,03	0,00	0,08	0,00
Malte	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	0,01
Pays-Bas	2,39	12,25	0,03	0,00	1,03	23,60	26,39	1,17	0,44
Portugal	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,57	0,01	1,41	0,52
Slovaquie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Slovénie	0,18	0,25	0,00	0,00	0,03	0,32	0,11	0,02	0,02
Espagne	0,13	0,72	0,00	0,00	0,50	3,82	2,17	0,45	0,08
Zone euro	39,86	83,73	2,33	0,02	5,64	166,72	426,37	87,23	17,55

Dette de...	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie	Slovénie	Espagne
Banques de...								
Autriche	1,20	0,03	0,06	0,12	0,14	6,08	0,36	0,21
Belgique	21,40	0,18	0,00	0,36	2,09	2,52	0,29	2,87
Chypre	0,04	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
France	53,00	0,78	0,00	13,66	4,75	0,60	1,16	14,63
Allemagne	36,82	1,74	0,08	4,39	3,58	0,85	0,55	18,61
Grèce	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Irlande	0,85	0,00	0,00	0,52	0,24	0,00	0,00	0,33
Italie	164,01	0,51	0,00	0,17	0,37	3,83	0,32	3,23
Luxembourg	2,39	2,91	0,00	0,03	0,18	0,01	0,00	0,17
Malte	0,00	0,00	0,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	10,18	0,21	0,03	45,22	0,84	0,19	0,11	2,28
Portugal	1,02	0,00	0,00	0,01	19,57	0,07	0,00	0,25
Slovaquie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Slovénie	0,10	0,01	0,00	0,21	0,02	0,02	1,46	0,03
Espagne	7,20	0,00	0,00	0,34	4,85	0,00	0,00	222,82
Zone euro	298,31	6,37	1,00	65,03	36,62	14,18	4,27	265,50

Source : European Banking Authority

Dans cette situation (hausse forte du coût pondéré des ressources des banques, en obligations, en fonds propres..., marges nettes négatives sur les crédits), la compétitivité du crédit bancaire pour les emprunteurs et l'incitation des banques à prêter à moyen terme sont clairement réduites.

Vers la désintermédiation du crédit aux entreprises dans la zone euro

On voit donc se développer une situation où progressivement :

- soit les banques répercutent sur les entreprises les hausses des coûts de leurs financements (hausse du coût des ressources à moyen-long termes, hausse du poids des fonds propres), et les crédits bancaires ne sont plus un mode de financement compétitif des entreprises ;
- soit les banques ne peuvent pas répercuter ces hausses sur les crédits aux entreprises, et elles arrêtent de prêter car ce serait avec des marges nettes négatives.

Il devrait donc nécessairement y avoir désintermédiation du financement des entreprises :

- soit sous la forme de la titrisation : les véhicules achètent les crédits aux entreprises et se financent sur les marchés (auprès des investisseurs), en partie à court terme (ABCP). Il s'agit du retour du modèle vu aux Etats-Unis avant la crise pour le financement de l'immobilier (graphique 6) ;
- soit sous la forme du passage des entreprises de la zone euro à un financement sur le marché obligataire, avec un fort développement du marché des obligations high-yield, comme aux Etats-Unis (tableau 3).

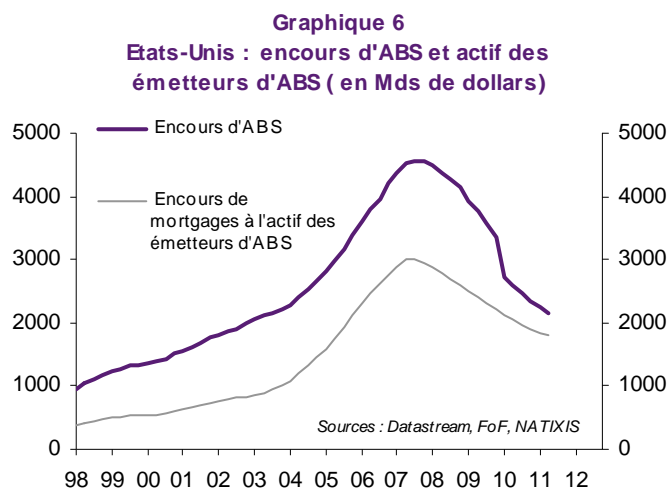


Tableau 3
Encours d'obligations des entreprises financières

	Investment grade	High Yield
Zone euro (en Mds d'euros)	945	128
Etats-Unis (en Mds de dollars)*	1 880	861

(*) Sous contraintes de montant minimum et de maturité
Sources : Merrill - BoA, Natixis

Synthèse : bien réfléchir à la conséquence de la désintermédiation du financement des entreprises de la zone euro

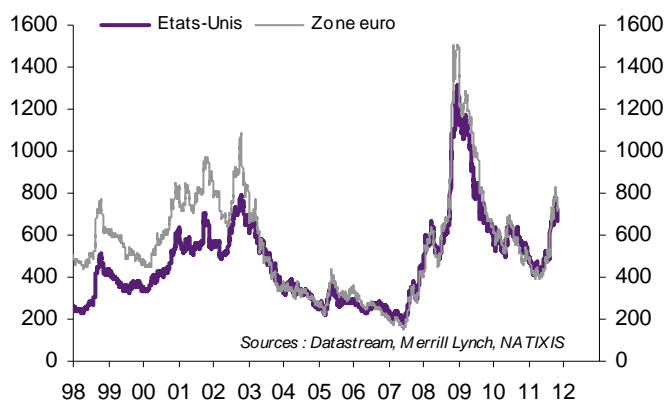
Avec les nouvelles règles prudentielles et la forte hausse du coût du financement des banques à moyen long termes, le crédit bancaire aux entreprises ne va plus être soit un mode de financement compétitif des entreprises, soit un financement que les banques voudront continuer à assurer.

Il faut que les gouvernements et les régulateurs des banques soient conscients des conséquences de la désintermédiation du financement des entreprises de la zone euro que cette situation va nécessairement entraîner :

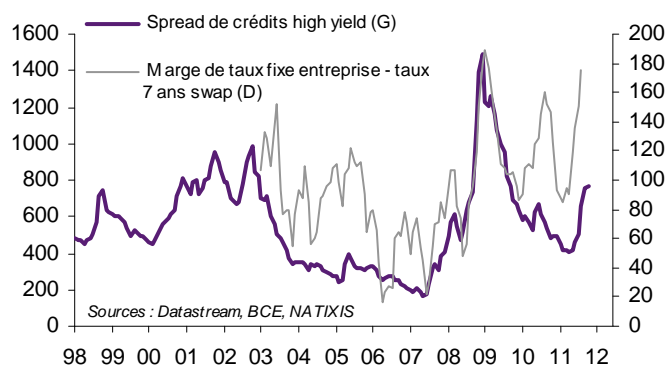
- **les risques liés à la titrisation** sont connus, surtout si les véhicules de titrisation ont une forte position de transformation (ressources courtes, crédits longs) ;
- **le financement des entreprises en obligations high-yield fait courir le risque de fermeture de ce marché dans les récessions**, ce que montre l'évolution des spreads (graphique 7).

La hausse des primes de risque dans les récessions est beaucoup plus forte sur les obligations high-yield que sur le crédit bancaire (graphique 8), ce qui explique le taux de défaut très élevé des entreprises émettant des obligations high-yield aux Etats-Unis dans les récessions (graphique 9).

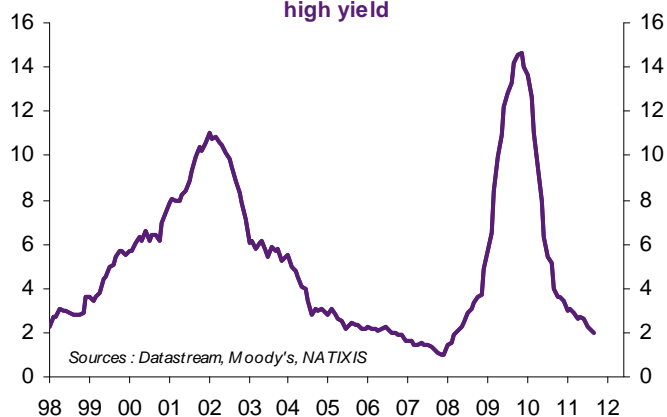
Graphique 7
Spread de crédit high yield (asset swaps, pb)



Graphique 8
Zone euro : marges de taux d'intérêt sur les crédits à taux fixes aux entreprises et spread de crédit high yield contre swaps



Graphique 9
Etats-Unis : taux de défaut des entreprises high yield



AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne acceptée d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA