

## Flash Economie

9 janvier 2020 - 37

### Désintermédiation du financement des entreprises dans la zone euro : est-ce une bonne idée ?

Depuis la crise de 2008-2009, on assiste à une désintermédiation progressive du financement des entreprises dans la zone euro : le poids du crédit bancaire recule et le poids des obligations augmente dans le financement de ces entreprises.

Cette évolution est logique : le coût de l'intermédiation bancaire s'est accru avec les nouvelles réglementations des banques, et le financement bancaire est devenu moins compétitif que le financement obligataire.

Nous nous demandons si cette évolution du financement des entreprises est favorable ou non. D'un côté, elle réduit le risque de crise bancaire, puisqu'une partie plus importante du risque d'entreprise sera portée directement par les épargnants et plus par les banques qui aujourd'hui doivent être capables d'absorber ce risque ; elle rend la politique monétaire plus efficace, avec une plus forte transmission de ses effets sur les prix des marchés financiers que sur les conditions du crédit bancaire.

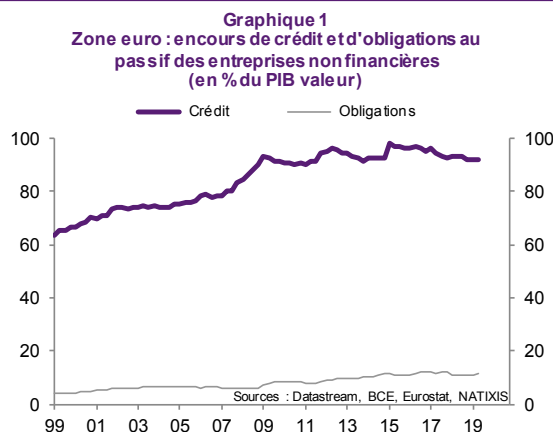
Mais d'un autre côté, elle rend plus compliqué le financement des petites et moyennes entreprises. Les marchés financiers peuvent se fermer pendant d'assez longues périodes de temps, ce qui nécessite une forte flexibilité des entreprises qui doivent pouvoir ajuster rapidement leurs besoins de financement.

**Patrick Artus**  
Tel. (33 1) 58 55 15 00  
patrick.artus@natixis.com  
 @PatrickArtus

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

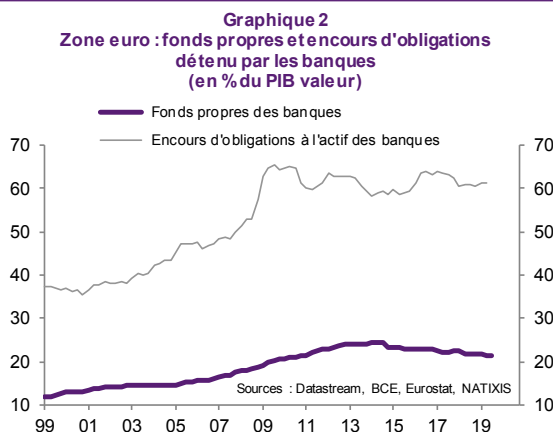
## Désintermédiation progressive logique du financement des entreprises dans la zone euro

On observe dans la zone euro que **le poids du crédit bancaire aux entreprises s'est stabilisé** depuis la crise de 2008-2009 (à 92% du Produit Intérieur Brut) et que **le poids du financement obligataire des entreprises a augmenté** (de 7% du PIB à 12% du PIB, graphique 1).



**Il y a donc bien désintermédiation progressive du financement des entreprises de la zone euro.**

**Cette évolution est logique** : les nouvelles réglementations des banques de la zone euro (capital réglementaire, ratio de liquidité) ont entraîné une hausse de leurs fonds propres, dont le coût est élevé, et une hausse de leur détention d'actifs liquides (d'obligations) dont le rendement est faible (graphique 2).



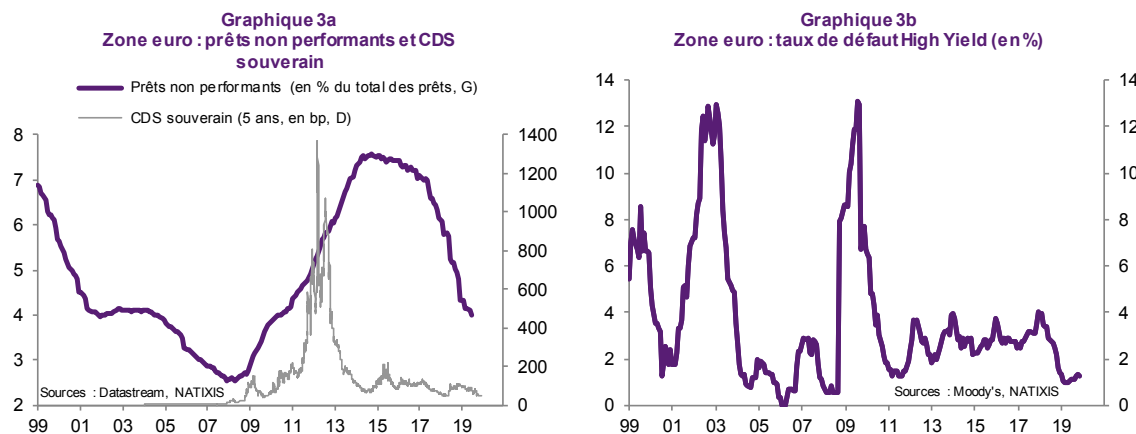
**Le coût de l'intermédiation bancaire a donc augmenté par rapport à celui des financements de marché, ce qui pousse vers la désintermédiation.**

## Des effets favorables de la désintermédiation

La désintermédiation du financement des entreprises de la zone euro peut avoir deux effets favorables.

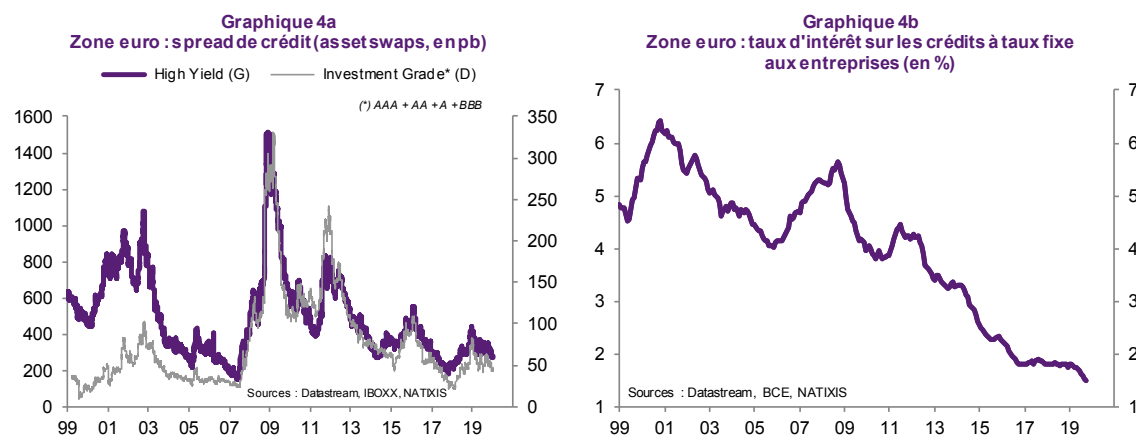
Tout d'abord **elle réduit le risque de crise bancaire. Avec un financement désintermédié, le risque d'entreprise est porté directement par les épargnants** qui détiennent les actifs

financiers émis par les entreprises. **Dans un financement intermédié, les banques ont un passif sans risque** (les dépôts) et un **actif risqué** (les crédits), et il faut qu'elles puissent absorber le risque d'entreprise tout en conservant un passif sans risque ; elles le font avec leur capacité d'absorption des chocs (fonds propres, détention d'actifs sans risque) mais, **dans les récessions, cette capacité est insuffisante et il y a risque de faillites bancaires** (les prêts non-performants des banques de la zone euro, dans la crise de 2008-2009 et après, sont passés de 2,5% à 7,5% du total des prêts ; le taux de défaut des petites et moyennes entreprises est passé de 0,8% par an à 13,2% par an ; le risque de défaut des banques anticipé sur les marchés financiers est passé de 0% à 7% par an, **graphiques 3a/b**).



**La désintermédiation du financement des entreprises réduit donc la partie du risque qui est portée par les banques, ce que les régulateurs des banques peuvent souhaiter.**

**Par ailleurs, on pense usuellement que la politique monétaire est plus efficace dans une économie où les financements sont désintermédiés. En effet, les prix des actifs financiers** (spreads de crédit, cours boursiers) **réagissent plus fortement aux variations de la politique monétaire que les taux d'intérêt des crédits bancaires** (quand la politique monétaire de la BCE devient très expansionniste à partir de 2014, les spreads de crédit high yield reculent de 220 points de base, le taux d'intérêt des crédits aux entreprises recule de 80 points de base, **graphiques 4a/b**). Ceci implique que le coût du financement des entreprises répond davantage aux modifications de la politique monétaire quand le financement des entreprises est désintermédié.



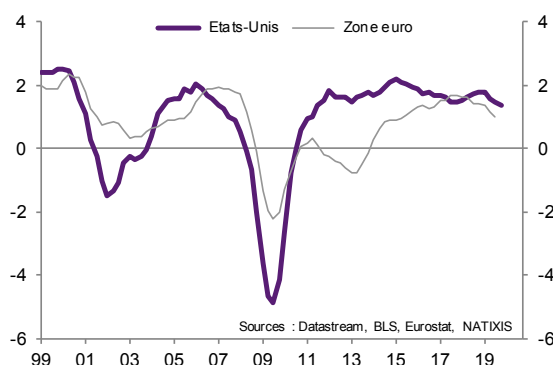
## Une évolution compliquée pour les petites et moyennes entreprises

La conséquence la plus négative du passage à un financement désintermédié des entreprises est **le choc que ce passage entraînerait pour les petites et moyennes entreprises**. Celles-ci ont des relations de long terme avec leur banque, mais, **si elles se financent sur les marchés financiers, elles sont confrontées au fait que ceux-ci peuvent se fermer pendant de longues périodes de temps**. L'observation des spreads de crédit montre que le marché des obligations d'entreprises a été fermé en réalité de 2008 à 2012 et de 2015 à 2016.

**Il faudrait donc, si leur financement est désintermédié, que les petites et moyennes entreprises puissent se passer de financement pendant des périodes longues.**

Ceci impliquerait qu'elles doivent détenir des réserves importantes de cash, qu'elles puissent, comme c'est le cas aux Etats-Unis, réduire rapidement leurs coûts et leurs besoins de financement en ajustant très brutalement leur emploi, ce qui nécessite une flexibilité du marché du travail qui n'est pas présente dans la zone euro (au creux de la récession en 2009, l'emploi a baissé de 5% sur un an aux Etats-Unis et de 2% sur un an dans la zone euro, **graphique 5**).

Graphique 5  
Emploi (GA en %)



## Synthèse : une évolution qui va certainement se prolonger et qui n'a pas que des avantages

Il est très probable que la désintermédiation du financement des entreprises va se poursuivre dans la zone euro : le coût de l'intermédiation par les banques est plus élevé que dans le passé, cette évolution plait aux régulateurs des banques parce qu'elle réduit le risque bancaire et à la BCE parce qu'elle accroît l'efficacité de la politique monétaire.

Mais elle fait courir le risque d'une interruption, dans les périodes d'aversion pour le risque élevée, du financement des petites et moyennes entreprises, ce qui serait plus difficile à supporter dans la zone euro qu'aux Etats-Unis avec la moindre capacité des entreprises européennes à réduire leurs besoins de financement.

## Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et 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.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

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 conseils, ni toute autre personne ne saurait être tenue 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 a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière 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.

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.

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.

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 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.

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 (le cas échéant) 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.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document. Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse : <https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>

Natixis est supervisée par l' European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 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'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR 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.