

ENDETTEMENT Confrontées à une restriction du crédit bancaire, les entreprises européennes se tournent de plus en plus vers les marchés financiers.

Comment se financer sans les banques



Salon Planète PME à Paris. Les marchés financiers restent très difficiles d'accès pour les petites et moyennes entreprises.

Si l'objectif de ces nouvelles réglementations – combattre l'éventualité d'une nouvelle crise bancaire comme celle de 2008 – est louable, ces règles incitent cependant les banques à réduire leurs engagements en matière de crédits. Les entreprises européennes doivent donc changer leur fusil d'épaule.

Des marchés fermés aux PME

Pour une entreprise, qu'est-ce que cela change de se financer sur les marchés plutôt que d'emprunter auprès d'une banque ? D'abord, l'émission d'obligations constitue un processus complexe requérant l'expertise d'avocats et de consultants, ce qui a évidemment un coût. Par ailleurs, l'information des créanciers prend une forme différente : la société emprunteuse, plutôt que de communiquer en direct avec un banquier, doit publier des documents officiels à destination des marchés financiers. Elle n'a plus un seul interlocuteur face à elle, mais une multitude d'investisseurs qui sont libres de revendre leurs titres à tout moment.

En contrepartie de ce surcroît de complexité, les conditions d'endettement sont plus intéressantes : « *Le coût du financement sur les marchés est généralement inférieur à celui d'un emprunt bancaire*, explique Fabien Trippier, conseiller scientifique au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (Cepii). *Encore faut-il avoir une taille suffisante pour convaincre les acheteurs d'obligations. Ce sont surtout les grandes firmes avec une réputation établie qui y parviennent.* »

Et c'est là que le bât blesse : les marchés financiers sont très difficiles d'accès pour

Bouleversement en vue pour les sociétés européennes. Le financement bancaire, ultradominant jusque-là sur le Vieux Continent, a du plomb dans l'aile. Lentement mais sûrement se profile un modèle de financement à l'américaine qui privilégie l'émission d'obligations * sur les marchés financiers. Entre janvier 2009 et février 2014, les entreprises ont ainsi vu leur endettement par titre s'accroître de 430 milliards d'euros dans la zone euro, tandis que leur exposition aux crédits bancaires diminuait de 270 milliards d'euros. Cette tendance découle notamment des difficultés des banques européennes : en mauvaise posture depuis la crise de 2008, elles rechignent à prêter. C'est encore plus vrai dans les pays périphériques : selon la Banque centrale européenne (BCE), seule la moitié des

demandes de crédit des entreprises est exaucée en Italie et un tiers en Grèce, contre 80 % en Allemagne.

A l'avenir, le recours aux marchés devrait continuer à prendre de l'ampleur en raison des nouvelles règles prudentielles *, plus strictes, pesant sur les banques : elles « *limitent leur capacité à porter des risques à leur bilan* », explique Clémentine Gallès, économiste à la Société générale, dans un rapport de mai 2014 (voir « En savoir plus »).



- > **Obligation** : titre de dette émis par une entreprise, qui donne droit à des intérêts et à un remboursement à échéance.
- > **Règles prudentielles** : règles qui régissent les pratiques des banques afin d'éviter qu'elles ne fassent faillite. Elles exigent en particulier que leurs fonds propres soient suffisamment importants par rapport aux crédits accordés.
- > **Désintermédiation** : passage d'une économie où les entreprises s'endettent auprès des banques à une économie où elles se financent directement sur les marchés financiers.

les PME, qui restent largement dépendantes des banques (et, dans une moindre mesure, des dettes auprès de leurs fournisseurs). Cette inégalité de traitement s'est même aggravée ces dernières années.

Quel impact sur la croissance ?

La mutation du modèle de financement des entreprises, certes inégale, est pourtant bel et bien enclenchée. Pour certains économistes, elle pourrait générer à long terme des bienfaits majeurs pour la croissance économique européenne. En effet, selon les calculs du Cepii (voir « En savoir plus »), « *la divergence des conditions de financement des entreprises* » entre les Etats-

« Le coût du financement sur les marchés est généralement inférieur à celui d'un emprunt bancaire »

FABIEN TRIPIER
du Cepii

Unis et la zone euro a conduit, depuis 2007, à un écart de croissance cumulé de 11 points de produit intérieur brut (PIB), en faveur des Etats-Unis ! Après la faillite de Lehman Brothers, le crédit et l'investissement sont repartis outre-Atlantique dès 2009 ; l'Europe ne peut pas en dire autant puisqu'elle a connu une seconde récession en 2011.

Cette année-là, la forte dépendance des PME du Vieux Continent envers les banques s'est avérée particulièrement dommageable : les difficultés de financement de la Grèce, du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie se sont transmises aux banques européennes, qui ont fermé le robinet du crédit et, par ricochet, ont affecté l'économie réelle. Résultat : « *six ans après la crise, les sociétés américaines ont accès à un volume de crédit plus important, pour un coût proche de ce-*

FINANCE

Faut-il relancer la titrisation ?

Depuis 2008, la titrisation est tombée en disgrâce. Cela consiste à créer des titres financiers basés sur des prêts préalablement accordés à des ménages ou des entreprises. Ces titres peuvent ensuite se vendre et s'acheter comme n'importe quelle action ou obligation. Ce qui tend toutefois à diffuser les risques financiers associés au non-remboursement éventuel de ces prêts. Dangereuse lorsqu'elle est mal régulée, cette pratique a largement contribué à la propagation de la crise des *subprime* à l'ensemble de la sphère financière.

La titrisation présente pourtant un avantage : elle permet aux banques d'accorder des prêts

sans porter ensuite la totalité du risque dans leur bilan. Un atout pour se conformer aux nouvelles règles prudentielles *. Pour l'heure, environ 10 % seulement des crédits accordés aux PME dans la zone euro sont titrisés. Une pratique que les autorités européennes souhaitent développer. La Banque centrale européenne a d'ailleurs annoncé en septembre un programme d'achat de titres adossés à des prêts. La Banque des règlements internationaux (le regroupement des principales banques centrales) vient toutefois de mettre en garde contre les risques liés à de tels produits, même lorsqu'ils sont « *simples, transparents et de grande qualité* ».

lui qui prévalait avant 2008, tandis que les entreprises de la zone euro font face à un coût du crédit toujours élevé pour un volume de crédit quasiment identique », expose le Cepii.

La banque centrale américaine a aussi joué un rôle dans cette histoire. La Fed ne s'est pas contentée de prêter davantage aux banques, elle a également racheté des obligations d'entreprises directement sur les marchés. La BCE n'a pas pu faire de même jusqu'ici, et pour cause : « *le marché des obligations d'entreprises est trop petit en zone euro pour qu'une telle*

intervention ait un impact », explique Fabien Tripier du Cepii.

Le modèle européen a des avantages

Mais tous les économistes ne croient pas aux bienfaits de cette désintermédiation *. « *La reprise américaine provient essentiellement du boom industriel provoqué par les faibles coûts du travail et de l'énergie – pas de leur système de financement* », conteste ainsi Patrick Artus, directeur de la recherche chez Natixis. En réalité, le modèle européen présente certaines vertus : en période de récession, le coût du financement des entreprises devient plus élevé aux Etats-Unis qu'en Europe, car les taux d'intérêt sur les obligations croissent plus vite que ceux des crédits bancaires. « *Lorsque la situation économique se dégrade, les marchés se ferment totalement* », renchérit Patrick Artus. Cela expliquerait aussi pourquoi, en période de récession comme en 2008, le nombre de faillites s'envole de l'autre côté de l'Atlantique.

■ Thomas Lestavel

en savoir plus <

> « **Divergence entre Etats-Unis et zone euro : le financement des entreprises en cause** », Centre d'études prospectives et d'informations internationales, *La lettre du Cepii* n° 346, juillet-août 2014, accessible sur www.cepii.fr/PDF_PUB/lettre/2014/let346.pdf

> « **Financement des entreprises par les marchés : un développement inégal au sein de la zone euro** », Société générale, *Econote* n° 24, mai 2014, accessible sur www.societegenerale.com/sites/default/files/documents/Econote/EcoNote_24_Financement_SNF_CG_FR.pdf

> « **Le modèle américain et le modèle de la zone euro de financement des entreprises : lequel est préférable ?** », par Patrick Artus, *Flash Economie* n° 307, avril 2012, accessible sur <http://cib.natixis.com/flusdoc.aspx?id=63687>

L'EUROPE PRIVILÉGIE LE FINANCEMENT BANCAIRE, Poids relatif des prêts bancaires et des obligations dans le financement des entreprises aux Etats-Unis et dans la zone euro, en %

