

## La zone euro a besoin d'une politique de crédit

31 juillet 2013

Ana Boata (Économiste)

✉ [ana.boata@eulerhermes.com](mailto:ana.boata@eulerhermes.com)

Laura Pagès (Assistante de recherche)

✉ [laura.pages@eulerhermes.com](mailto:laura.pages@eulerhermes.com)

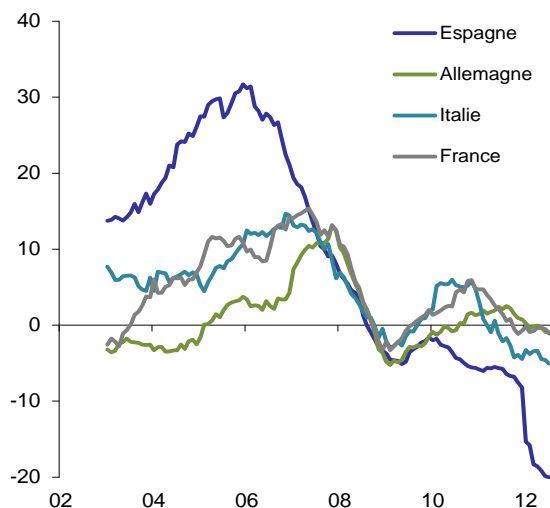
### En résumé

- Le stock de crédit aux entreprises non-financières en zone euro est au plus bas depuis début 2008. En cause : (i) l'offre atone due à la hausse des prêts défaillants et la stratégie conservatrice des banques; (ii) la demande en berne, affaiblie par la morosité du climat des affaires; et (iii) le prix, reflétant le dysfonctionnement de la transmission de la politique monétaire.
- Le risque de *credit crunch* touche en particulier les PME qui forment le cœur du tissu économique européen. Le crédit bancaire est la source de financement pour leurs dépenses d'investissement et rétablir le canal du crédit accélérerait la reprise de plusieurs trimestres.
- Les initiatives se multiplient (augmentation du capital de la BEI : 180 mds d'euros ; exigences de collatéral revues à la baisse par la BCE, notamment sur les ABS). La Commission et la BEI proposent même d'abonder la zone de 100 milliards d'euros au profit de 1 million de PME via la titrisation des prêts aux PME et la mutualisation.
- In fine, c'est bien d'une politique de crédit dont la zone a besoin pour faire fonctionner sa politique monétaire et préparer sa politique industrielle. Elle viendra compléter l'union bancaire, l'union fiscale, et l'union politique et institutionnelle, toujours en construction.

### Le stock de crédit aux entreprises en zone euro est au plus bas depuis début 2008

En juin 2013, la contraction du crédit aux entreprises non financières (ENF) s'est accélérée (-5,1% a/a) ramenant le stock du crédit en zone euro à son plus bas niveau depuis février 2008. A l'exception des Pays-Bas (+3,3%) et de la Belgique (+2,7%), cette baisse est généralisée, étant plus accentuée et plus durable au sein des pays d'Europe du Sud. Ce repli est engagé depuis plus de trois ans en Espagne (-20% a/a) et en Irlande (-5,6% a/a), depuis deux ans (ou plus) au Portugal (-5,3% a/a) et en Grèce (-6,7% a/a) et depuis un peu plus d'un an en Italie (-5,1% a/a) – cf. graphique 1. De plus, depuis quelques mois, les pays "cœurs" de la zone euro comme l'Allemagne (-0,9% a/a) et la France (-1,1% a/a) ne sont plus épargnés par ce phénomène.

Graphique 1 : Crédit aux entreprises non-financières (a/a, %)



Sources: BCE, Euler Hermes

En outre, entre 2007 et 2009 les conditions de financement étaient plus favorables aux entreprises qu'aux ménages, la tendance s'est progressivement inversée à partir de 2009 (cf. graphique 2). Désormais, ce sont les entreprises qui se voient offrir les conditions de crédit les plus défavorables.

### Offre, demande, prix : les facteurs qui obstruent le canal du crédit

D'un côté l'offre de crédit est limitée par deux raisons : (i) l'impact de la crise sur la rentabilité des banques ; (ii) la hausse des prêts défaillants depuis 2008 dans les portefeuilles de prêts des pays européens, notamment au vu du durcissement des exigences de fonds propres réglementaires pour les banques. Ainsi, les pays qui présentent des niveaux records de prêts défaillants, comme le Portugal (15%), l'Espagne (11%) et l'Italie (9%) sont aussi ceux qui observent la plus forte contraction du crédit.

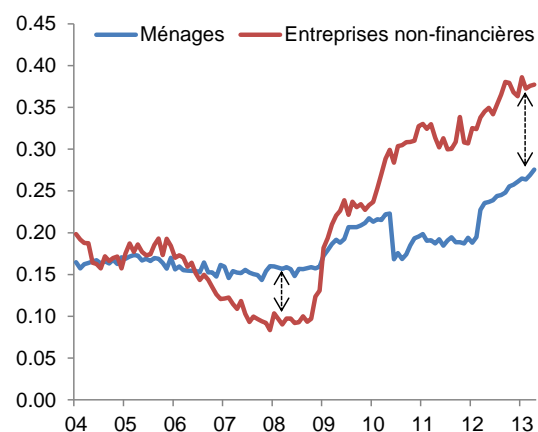
D'un autre côté, l'affaiblissement des dépenses de consommation (chômage élevé, baisse du pouvoir d'achat) et la morosité du climat des affaires pèsent sur la volonté des entreprises à investir et donc sur la demande de crédit.

Enfin, les conditions de crédit restent très défavorables en zone euro (notamment au sein des pays d'Europe du Sud) relativement aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni, avec des divergences dans les conditions de financement des entreprises qui ne cessent d'augmenter, les écarts de taux des prêts n'étant pas seulement liés à la qualité de crédit de l'emprunteur mais également à sa position géographique (cf. graphique 3). En effet, en mai 2013, le financement bancaire coûte environ 100pb plus cher (soit en moyenne 3,5%) aux ENF espagnoles et italiennes qu'à celles françaises ou allemandes. Cela tient principalement au dysfonctionnement de la politique monétaire en Europe (cf. graphique 4) : le spread entre le taux d'intérêt sur les crédits bancaires aux ENF en zone euro et le taux directeur de la BCE a ainsi doublé entre 2007 et 2013 (soit un écart d'environ 250pb en 2013).

### Les PME sont les plus touchées par le manque de financement

Les PME forment le cœur du tissu économique européen, représentant 99,8% de toutes les entreprises européennes (soit environ 20 millions d'entreprises), 67% de l'emploi au secteur privé et 58% de la valeur ajoutée (soit 40% dans le secteur manufacturier et du commerce et plus de 60% pour le secteur de la construction) – cf. graphiques 5 et 6. A l'échelle européenne, les PME représentent une part plus importante du total entreprises dans les pays d'Europe du Sud que dans le reste de la zone alors que ce sont elles qui ont le plus de difficultés à se financer.

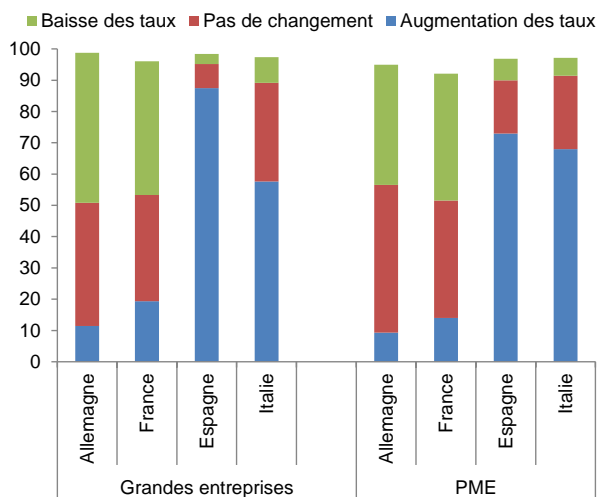
Graphique 2: Conditions de financement – divergence ménages vs. entreprises non-financières



NB : Le coefficient de dispersion est calculé en utilisant les taux sur les crédits ménages/entreprises non-financières de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne, du Portugal, de l'Irlande et de la Grèce.

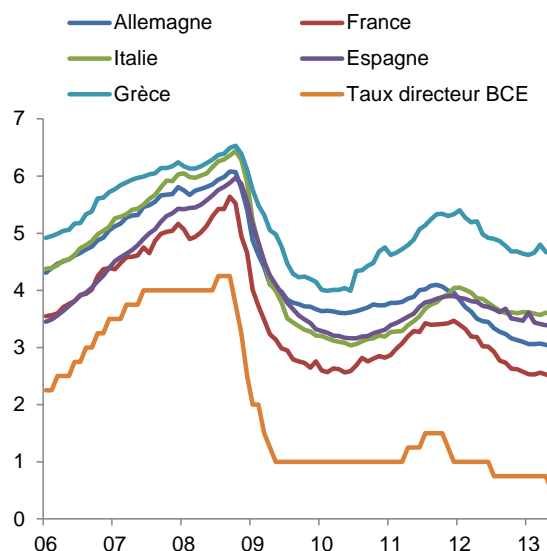
Sources: Eurostat, Euler Hermes

Graphique 3: Conditions de financement bancaire



Source : BCE, enquête sur les PME en zone euro (SAFE), oct. 2012 - mars 2013

Graphique 4 : Evolution du taux d'intérêt moyen sur les crédits aux ENF et taux directeur de la BCE, %



Sources: BCE, Bloomberg, Euler Hermes

Depuis la crise, les problèmes de financement restent au cœur des sujets préoccupants des dirigeants d'entreprises, notamment ceux des PME et tout particulièrement en Europe du Sud (cf. graphique 7). En effet, si le credit crunch touche les entreprises dans leur ensemble, les grandes entreprises bénéficient de conditions de crédit plus favorables. Entre 2008 et 2012, le spread entre le taux d'intérêt moyen payé par les PME et celui des grandes entreprises a doublé, se situant à plus de 150pb (cf. graphique 8). Cette divergence est plus accentuée en Espagne du fait de la crise bancaire, le différentiel de taux ayant quadruplé depuis 2008, pour dépasser 250pb en avril 2013.

Ceci est d'autant plus inquiétant que le cycle d'investissement se finance majoritairement à travers le crédit bancaire. Sans dynamique d'investissement des entreprises, la croissance en zone euro ne peut repartir durablement.

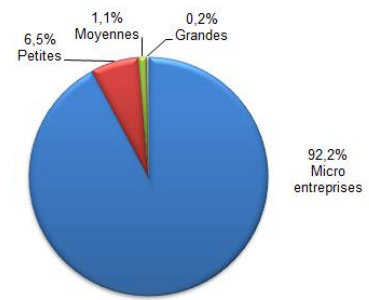
### Les premières mesures pour relancer l'investissement se dessinent

Les Etats européens multiplient les initiatives afin de relancer le marché du crédit, comme en témoigne la mise en place d'une banque publique en soutien aux capacités du marché privé comme la KfW en Allemagne ou la Banque Publique d'Investissement (BPI) en France. La création des fonds de crédit, en partenariat avec les gouvernements, qui souscriraient aux émissions d'obligations des PME est aussi une des solutions alternatives proposées en Italie et en France.

A l'échelle européenne, le Conseil européen a confirmé la recapitalisation de la Banque Européenne d'Investissement (BEI) à hauteur de 10 milliards d'euros qui permettrait un renforcement de ses fonds propres et donc une capacité de prêt additionnelle de 60 milliards d'euros sur la période 2013-2015. Ceci, couplé aux fonds du Budget Européen et à la participation des Etats Membres et des banques nationales, permettrait environ 180 milliards d'euros d'investissements supplémentaires en Europe (soit 1,4% du PIB de l'EU-27 et près de 8% de l'investissement total) dont 40 mds d'euros seraient destinés en exclusivité au financement des PME.

La BCE de son côté assouplira dans quelques mois les règles de collatéral sur les ABS. Ceci devrait aider les banques à davantage se financer auprès de la BCE, notamment celles d'Europe du Sud (cf. graphique 9). Pour autant, aucune mesure ne les incite pas à prêter davantage aux entreprises. Un programme du type *Funding for Lending Scheme* implémenté au Royaume-Uni, qui conditionne le financement de la banque centrale à une augmentation du portefeuille de prêts (contrairement aux LTRO) serait souhaitable.

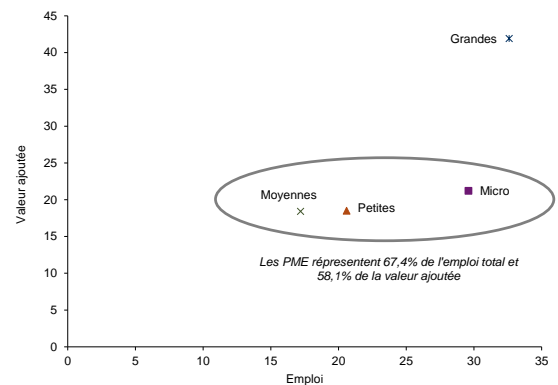
Graphique 5 : Répartition des entreprises non-financières par taille, % du total



N.B. : Les micro-entreprises sont celles qui emploient moins de 10 salariés ; les petites entreprises emploient entre 10 et 49 employés et les moyennes entreprises emploient entre 50 et 249 employés.

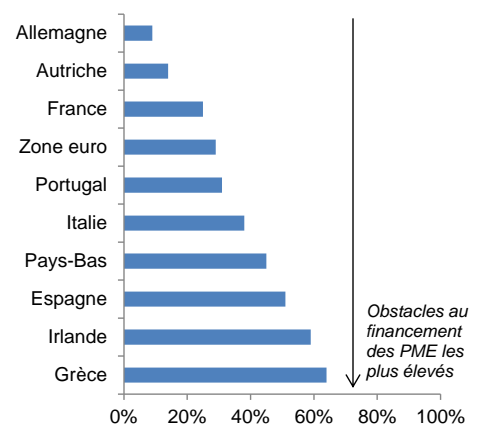
Source: Annual Report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011-12

Graphique 6 : Emploi et valeur ajoutée



Source: Annual Report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011-12

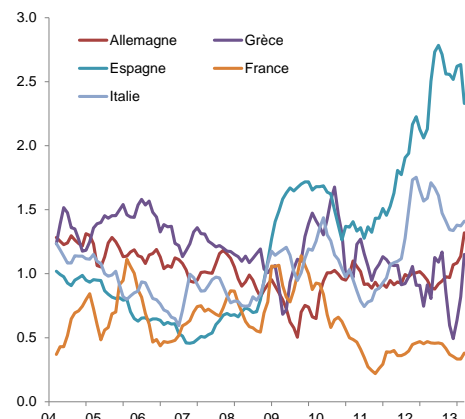
Graphique 7: Obstacles au financement\*



NB: \*Indicateur calculé par la BCE comme la somme des (1) % des PME ayant été confrontées à un rejet de la demande de prêt ; (2) % des PME ayant reçu un financement inférieur à leur demande; (3) % des PME ayant abandonné la demande de prêt en raison du coût trop élevé; (4) % des PME n'ayant pas fait de demande de prêt par crainte d'un refus

Source : BCE, enquête sur les PME en zone euro (SAFE), oct. 2012 - mars 2013

Graphique 8: Ecarts entre les taux d'intérêts PME-grandes entreprises non-financières, % (moyenne trim. glissante)

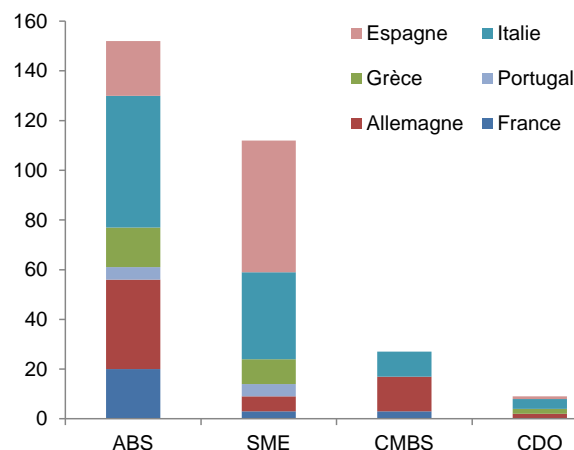


Sources: Eurostat, Euler Hermes

Fin juin, la [Commission Européenne](#) et la [BEI](#) ont présenté une initiative conjointe afin d'encourager les banques à consentir des prêts aux PME, mais également d'attirer le secteur privé dans de grands pools de prêts aux PME. Les trois outils visent relancer l'activité de crédit par la titrisation des nouveaux prêts aux PME/anciens prêts en vue de faciliter le financement des banques auprès de la BCE (en déposant ces titres en collatéral ou en les vendant auprès du secteur privé).

Les modalités d'octroi de ces nouveaux outils ainsi que leurs possibles impacts seront précisés lors du Sommet européen d'octobre 2013 et devraient être mises en place en 2014, une fois que la BCE prendra son rôle de superviseur unique des banques de la zone euro (SSM) en début d'automne.

**Graphique 9: Marchés de la titrisation en zone euro (T1 2013, EUR mds); Total : 1,6 trillions d'euros en zone euro vs. 6,7 trillions d'euros aux Etats-Unis**



N.B.: ABS = Asset Backed Securities; SME = Securities backed by Small and Medium Sized Enterprises; CMBS = Commercial Mortgage Backed Securities; CDO = Collateralized Debt Obligations

Sources: Bruegel, Euler Hermes

**Focus : Les 3 instruments de l'initiative conjointe de la Commission Européenne et de la BEI**

- Garanties par la BEI et la Commission Européenne des (i) nouveaux prêts aux PME accordés par les banques ; (ii) portefeuilles de nouveaux prêts aux PME à des fins de titrisation dans les deux-trois ans suivant la constitution des nouveaux portefeuilles. Les banques bénéficieront d'un allègement partiel des exigences de fonds propres en échange des prêts accordés aux PME. **Entre 55 et 58 milliards d'euros (soit 2,4% de l'investissement total de l'UE 27) de prêts pourraient être accordés, au profit de 580 000 PME (soit 2,8% du total PME en UE).**

- Garanties par la BEI et la Commission Européenne permettant la titrisation des portefeuilles de prêts nouveaux et existants aux PME. Plus précisément, cette option permettrait une garantie d'un ensemble de prêts aux PME (nouveaux et/ou anciens) et un allègement des exigences de fonds propres des banques alors que ces dernières ne devront pas mobiliser de nouveaux capitaux pour créer de nouveaux prêts. **Environ 65 milliards d'euros (soit 3,0% de l'investissement total de l'UE 27) de prêts pourraient être accordés, au profit de 650 000 PME (soit 3% du total PME en UE).**

- Garanties par la BEI et la Commission Européenne permettant la titrisation des portefeuilles de prêts nouveaux et existants aux PME mais également la mutualisation des risques entre intermédiaires de prêt (banques, Etats Membres, investisseurs privés). Grâce à cette option, les banques bénéficieront d'un allègement immédiat des exigences en fonds propres et un supplément de liquidités. **Environ 100 milliards d'euros (soit 4,4% de l'investissement total de l'UE 27) de prêts pourraient être accordés, au profit de 1 million de PME (soit 5% du total PME en UE).**

**Graphique 10: Initiatives conjointes de la Commission Européenne et de la BEI dans le but de renforcer le crédit**

- 1 Titrisation des portefeuilles de nouveaux prêts aux PME**

*Création de crédit estimée à 55-58 mds d'euros (2,4% de l'investissement de l'UE-27) au profit de 580 000 PME*
- 2 Titrisation des portefeuilles de prêts nouveaux et existants aux PME**

*Création de crédit estimée à 65 mds d'euros (3,0% de l'investissement de l'UE-27) au profit de 650 000 PME*
- 3 Titrisation des portefeuilles de prêts nouveaux et existants aux PME + mutualisation des risques**

*Création de crédit estimée à 100 mds d'euros (4,4% de l'investissement de l'UE-27) au profit de 1 million de PME*

Sources: BEI, Commission Européenne, Euler Hermes

**DISCLAIMER**

**These assessments are, as always, subject to the disclaimer provided below.**

This material is published by Euler Hermes SA, a Company of Allianz, for information purposes only and should not be regarded as providing any specific advice. Recipients should make their own independent evaluation of this information and no action should be taken, solely relying on it. This material should not be reproduced or disclosed without our consent. It is not intended for distribution in any jurisdiction in which this would be prohibited. Whilst this information is believed to be reliable, it has not been independently verified by Euler Hermes and Euler Hermes makes no representation or warranty (express or implied) of any kind, as regards the accuracy or completeness of this information, nor does it accept any responsibility or liability for any loss or damage arising in any way from any use made of or reliance placed on, this information. Unless otherwise stated, any views, forecasts, or estimates are solely those of the Euler Hermes Economics Department, as of this date and are subject to change without notice. Euler Hermes SA is authorised and regulated by the Financial Markets Authority of France. © Copyright 2013 Euler Hermes. All rights reserved