

Objectif	comprendre les mécanismes des marchés dans le financement de l'économie.
Prérequis	définition de la monnaie et de l'économie monétaire.
Mots-clefs	besoin de financement, capacité de financement, système monétaire et financier, marché, offre, demande, taux, globalisation financière, titrisation, crédit, change.

Le financement d'un agent peut s'effectuer à l'aide d'un financement interne, **l'autofinancement** ou d'un financement externe assuré par le système monétaire et financier. **Le système monétaire et financier** est composé **des flux** entre agents à capacité de financement (ceux qui ne dépensent pas tout leur revenu) et ceux qui éprouvent un besoin de financement, **des circuits de financement** qui mettent en relation les agents économiques et drainent les ressources des uns vers les autres et **d'un mode de régulation** qui permet l'ajustement entre les opérations.

I. Les circuits de financement

A. Financement direct

Le financement direct par **le marché des capitaux** (« lieu » où se rencontrent et se concilient les offres et les demandes de capitaux) est aussi appelé finance directe.

Les agents à capacité de financement sont en position d'offre et les agents à besoin de financement en position de demande. L'agent éprouvant un besoin de financement émet des titres (actions, obligations...) que les agents à capacité de financement souscrivent. La régulation est assurée par les taux d'intérêt.

B. Financement indirect

Le financement indirect est assuré **par l'intermédiaire des banques** qui s'interposent entre les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement.

En accordant un crédit à un agent ayant un besoin de financement, une banque crée une quantité de monnaie d'un montant égal au crédit accordé. Par le jeu du multiplicateur de crédit, la quantité de monnaie créée est très supérieure à la quantité initiale.

Dans une économie réglementée (exemple : les « Trente Glorieuses »), la régulation est assurée, essentiellement, par l'État qui met en place un encadrement du crédit, une politique sélective du crédit, la bonification des taux d'intérêt et un contrôle des changes rigoureux.

II. La globalisation financière

La globalisation financière est un processus se traduisant par une forte intégration financière mondiale aboutissant à une internationalisation des systèmes financiers avec la constitution d'un marché unique de capitaux.

A. Les causes

Les trois « D »

- La **désintermédiation** : la finance directe est prééminente sur la finance indirecte. Dans les années 80, les taux d'intérêt réels augmentant il devenait plus intéressant de placer son épargne en souscrivant des titres qu'en la plaçant sur des comptes peu rémunérés ;
- La **déréglementation** qui résulte de l'abandon d'une grande partie de la réglementation comme par exemple la suppression du contrôle des changes. Les obstacles à la libre circulation des capitaux disparaissent ;
- Le **décloisonnement** des marchés par l'abolition de « frontières » qui compartimentaient les marchés et les différents métiers de la finance. L'offre financière se multiplie entraînant des flux de capitaux souvent mus par une logique de rentabilité à court terme.

Les innovations technologiques et financières

- Le développement des échanges d'informations par Internet a favorisé la transmission des ordres des opérateurs sur le marché ;
- Les innovations financières telles les obligations convertibles en actions, les produits dérivés...

B. Les conséquences

Avantages

- Source d'efficience par la diminution du coût de l'intermédiation car les banques sont contraintes, par la concurrence, de réduire leurs coûts et de lamener leurs marges, par une grande efficacité dans l'allocation des ressources car la confrontation directe des offreurs et des demandeurs de capitaux améliore l'efficacité

du processus d'allocation des ressources financières, par la redistribution des risques et le renforcement de la liquidité du système ;

– Financement par prises de participation dans le capital des entreprises appartenant à des domaines risqués comme les nouvelles technologies ou situés dans les pays émergents.

Inconvénients

– L'instabilité du système par la prise de risque excessive et spéculative des banques qui cherchent à accroître leurs profits en transférant les risques sur d'autres agents ;

– La complexité croissante et l'absence de transparence rendent la régulation impossible et difficile la définition d'une politique monétaire cohérente ;

– La perte de relations entre la sphère financière et la sphère réelle car les entreprises ont avantage à placer leur capacité de financement plutôt que de l'investir. La « gouvernance » des entreprises est influencée par les exigences de rentabilité des actionnaires ;

– Le risque système dû à la formation de bulles spéculatives. Ce risque est dit systémique car il concerne l'ensemble du système financier. La plus grave qu'ait connu le système est celle dite des « subprimes ».

Définition

Le **risque système** est le risque d'effondrement de l'ensemble du système financier et le risque associé d'interruption des services financiers essentiels tels que la collecte des dépôts et des prêts aux agents économiques.

La crise financière qui a ébranlé le monde

La crise démarre aux États-Unis où, pour soutenir la croissance les agents économiques, notamment les ménages, ont été incités à financer leur consommation et leur acquisition immobilière par l'emprunt. L'attrait de la dette est d'autant plus fort qu'à partir de 2001, la FED (Federal Reserve Bank, la Banque centrale américaine) baisse ses taux directeurs. Les liquidités et le faible coût de l'argent suscitent le recours grandissant au crédit. Les établissements financiers offrent des crédits immobiliers hypothécaires : Alt-A aux emprunteurs qui n'ont pas connu d'incidents de paiement et « subprimes » aux ménages présentant de trop faibles garanties pour accéder aux emprunts normaux. Le risque de défaut de paiement est théoriquement couvert par l'hypothèque sur le bien car, en cas de non-paiement des échéances, la banque a le droit de saisir le bien hypothéqué.

Les crédits subprimes sont caractérisés, outre qu'ils sont des crédits immobiliers hypothécaires, par des remboursements faibles au début mais fortement croissants ensuite et par des taux d'intérêt variables supérieurs aux taux

moyens. En 2006, les crédits immobiliers « subprime » représentent 40 % des nouveaux crédits hypothécaires, aux États-Unis.

A. Les causes de la crise

1. Des prêts hasardeux ou la cupidité généralisée

Lorsque les ménages solvables ont moins emprunté car ils avaient déjà profité des taux d'intérêt bas pour acheter, les établissements spécialisés ont courtisé les ménages pauvres, parfois même des chômeurs, pour poursuivre leurs affaires en pariant sur l'augmentation des prix de l'immobilier permettant en cas de difficultés de remboursement de revendre le bien avec plus-value.

Pour accéder à la propriété, les ménages peu ou non solvables ont emprunté à taux variables des montants égaux au prix de leur acquisition immobilière. Certains établissements ont prêté jusqu'à 150 % du prix afin que les nouveaux propriétaires puissent aménager leur maison. L'opération leur paraissait profitable car les remboursements étaient faibles au début et ne s'alourdissaient qu'ultérieurement, notamment par la hausse des taux d'intérêt. En outre, l'absence de règles protectrices renforçait leur crédulité.

2. La titrisation ou la dispersion du risque

L'augmentation de leurs créances sur l'économie aurait dû conduire les établissements spécialisés à augmenter leurs fonds propres d'autant que ces créances étaient « douteuses ». Ils ont contourné les règles prudentielles en mutualisant les risques.

Pour sortir ces créances de leurs bilans, les établissements les ont transformés en titres qu'ils ont vendus sur les marchés financiers.

Attirés par la forte rentabilité de ces titres, les investisseurs ont acheté les Mortgage Backed Securities (MBS).

B. La crise

La crise a déstabilisé le système financier mondial par une cascade de défauts de paiement :

1. Défaut sur les prêts

Dès la fin de l'année 2006, un nombre croissant de ménages ne peut plus faire face aux remboursements. Les établissements spécialisés saisissent leurs biens immobiliers et les vendent pour se rembourser.

La bulle immobilière se dégonfle, les prix des biens immobiliers baissent le produit des saisies ne couvre plus le montant des emprunts.

2. L'effet domino

Aux États-Unis, des établissements spécialisés font faillite dès 2007 car ils ne sont pas assez gros pour ne pas faire faillite. Mais le 15 septembre 2008, la banque Lehman Brothers fait défaut.

De nombreux investisseurs, dont les hedge funds (fonds d'arbitrage qui prennent des paris sur l'avenir ou à l'inverse des tendances dominantes du marché et qui recherchent une rentabilité très élevée) dont le portefeuille contient trop de titres adossés à des crédits « subprime » sont touchés à leur tour et font défaut.

La crise se propage dans le monde car les investisseurs, notamment, européens détiennent des titres appelés désormais « toxique ».

C. Les conséquences de la crise

1. Les conséquences dans la sphère financière et monétaire

– La raréfaction des liquidités bancaires

Les banques se méfient les unes des autres car elles ignorent le montant des titres toxiques dans le bilan de leurs consœurs, elles refusent donc de se prêter des liquidités sur le marché interbancaire. Pour éviter l'augmentation des taux d'intérêt qui serait fatale à la croissance, les Banques centrales injectent des liquidités.

– Le renflouement des banques

Les États interviennent. Ainsi, en France l'État a prêté (prêts à titre onéreux) environ 20 milliards d'euros aux établissements bancaires français qui se sont empressés de les rembourser.

– De nouvelles normes prudentielles

Le comité de Bâle tente de renforcer les règles prudentielles au niveau international. Les accords de Bâle 3 publiés en décembre 2010 ont pour objectif qu'un État ne soit plus obligé de venir à l'aide d'un établissement financier. Les nouvelles règles durcissent, notamment, le ratio de fonds propres en imposant que les banques disposent de plus de capitaux propres face aux crédits distribués. Les nouvelles normes devaient entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2013 mais les banques américaines suivies par les banques européennes s'opposent à cette obligation.

– La régulation bancaire

Après avoir renfloué les banques, les États ont modifié leur législation afin de réguler le système financier. Aux États-Unis, la loi Dodd Franck du 1^{er} juillet 2010 interdit le trading pour compte propre mais ne sépare pas les activités bancaires comme le faisait le Glase Steagel Act de juin 1933 (abrogé en 1999). Selon le rapport Vickers, les banques britanniques devront filialiser la partie contenant les dépôts des clients individuels et des PME tandis que les activités de gros et de banque d'investissement resteront dans la division non filialisée.

En France, la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires cantonne les activités spéculatives dans une filiale séparée du reste du groupe.

2. Les conséquences dans l'économie réelle

La crise financière s'est accompagnée d'une crise économique majeure. Les économies occidentales rentrent en récession et le taux de chômage augmente. Les pays émergents, notamment les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) voient leur taux de croissance du PIB fléchir mais ceux-ci restent, cependant, largement positifs.

II. Le marché des capitaux

Le **marché des capitaux** est le « lieu » où les agents à besoin de financement se procurent des ressources financières en émettant des actifs financiers négociables (actions, obligations, produits dérivés...) sur le marché. Le marché des capitaux comprend le marché financier et le marché monétaire.

A. Les opérations

1. Sur le marché financier qui est le marché des capitaux à long terme.

Il comprend le marché primaire et le marché secondaire

Le marché primaire est le marché des émissions de **titres : actions et obligations**.

Les agents à besoin de financement peuvent **émettre des actions** qui sont des titres d'associé donnant à leurs titulaires (les actionnaires) des droits pécuniaires (droit aux dividendes...) et des droits non pécuniaires (droit à l'information et droit de vote). En vendant les actions nouvellement émises, la société reçoit des apports en numéraire qui augmentent son capital social.

Ils peuvent aussi **émettre des obligations** qui sont des titres de créance donnant à leurs titulaires (les obligataires) le droit de percevoir des intérêts et celui d'être remboursé à l'échéance du prêt qu'ils ont consenti. En vendant les obligations nouvellement émises, la société obtient un prêt à long terme. Seules les sociétés de capitaux et l'État (uniquement obligations) peuvent émettre des titres.

Les agents à capacité de financement **achètent des titres** pour acquérir les droits qui leur sont liés et surtout les droits pécuniaires (dividendes ou intérêts) afin de faire un placement fructueux. Tous les agents économiques peuvent placer leur capacité de financement sur le marché financier d'autant plus facilement que les institutions financières mettent à leur disposition des produits collectifs (par exemple des actions de Société d'investissement à capital variable – SICAV) qui leur assurent une division des risques et une gestion professionnelle.

Le marché secondaire, organisé sous la forme de Bourses de valeur, est celui sur lequel **s'échangent les titres déjà émis**. Il permet aux porteurs de titres de les revendre à tout moment, soit parce qu'ils veulent réaliser une plus value en

revendant les titres à un cours supérieur à celui auquel ils les ont achetés, soit parce qu'ils ont besoin de liquidités.

2. Sur le marché monétaire qui est le marché des capitaux à court terme.

Il comprend le marché interbancaire et le marché des titres à court terme

Le marché interbancaire n'est accessible qu'aux institutions financières qui s'échangent de la monnaie Banque centrale. Il assure la liquidité des banques. Les opérations s'effectuent soit sous la forme d'achat ou vente ferme soit sous la forme de prise en pension. La Banque centrale intervient sur ce marché par des opérations d'achat et vente (opérations d'open market) ou de prises en pension à un taux qu'elle détermine elle-même. Ses interventions, en agissant sur le refinancement des banques, ont un effet direct sur le volume des crédits que les banques peuvent accorder.

Le marché des titres à court terme. Les agents qui présentent une trésorerie négative peuvent lever des ressources à court terme en émettant des titres négociables tels les billets de trésorerie. Ils sont un instrument de financement pour les grandes sociétés et les banques. Par contre, grâce aux SICAV monétaires leur souscription est accessible à tous.

B. Les investisseurs institutionnels, principaux acteurs de la finance

Les investisseurs institutionnels sont désormais des acteurs prépondérants sur le marché des capitaux. Ils regroupent :

- 1. Les fonds de pension** ont pour vocation de financer les retraites.
- 2. Les compagnies d'assurance** dont certains produits tels que l'assurance-vie sont devenues de véritables instruments de placement financier.
- 3. Les organismes de placement collectif** permettent aux ménages de placer leur épargne en titres négociables diversifiés.
- 4. Les fonds spéculatifs** sont investis dans des opérations très risquées mais très rémunératrices en cas de succès.
- 5. Les fonds souverains** sont les fonds placés par les États.

III. Le marché du crédit

Le marché du crédit regroupe au sens le plus large du terme l'ensemble des marchés de dettes qui mettent en relation les emprunteurs et les prêteurs. Il englobe donc le marché du crédit bancaire, celui de certains titres négociables tels que les obligations.

L'étude se limite volontairement au crédit bancaire qui repose sur le mécanisme des dépôts et des prêts. Les agents économiques à capacité de financement déposent leurs excédents auprès des institutions financières qui accordent des crédits à ceux qui éprouvent un besoin de financement. Les banques sont en concurrence.

A. Les crédits

1. Les crédits aux ménages

Prêts immobiliers

Les prêts immobiliers sont accordés aux ménages qui veulent acquérir un immeuble et qui éprouvent un besoin de financement, leur épargne étant inférieure à l'investissement. Les prêts consentis sont des crédits à long terme (10, 15, 20 ans et parfois plus). Pour se garantir contre le défaut de paiement, les banques exigent des garanties notamment en prenant une hypothèque sur l'immeuble acheté grâce au prêt.

Prêts à la consommation

Certains ménages obtiennent des prêts à court ou moyen terme pour couvrir leurs dépenses de consommation courante ou pour acheter des biens de consommation durables (voiture...). Pour se garantir contre le défaut de paiement les banques peuvent demander un gage sur le bien qui a été acheté grâce à l'emprunt ou demander à une tierce personne de se porter caution (en cas de non-paiement par l'emprunteur c'est la caution qui paie).

2. Crédits aux entreprises

Prêts à moyen et long terme (au-delà de sept ans)

Pour financer leurs investissements, les entreprises qui ne peuvent émettre de titres sur le marché financier empruntent les fonds dont elles ont besoin auprès des banques qui se garantissent du défaut de paiement en exigeant des garanties, par exemple le nantissement du matériel acheté grâce aux fonds prêtés.

Crédits de trésorerie

L'entreprise qui a une trésorerie négative peut obtenir des liquidités en :

– **Négociant des effets de commerce** dont elle est bénéficiaire mais qui ne sont pas arrivés à échéance. Supposons une entreprise ayant « en portefeuille » une lettre de change d'un montant de 30 000 € dont l'échéance est dans deux mois. Or, aujourd'hui, l'entreprise n'a pas assez de liquidités pour payer ses salariés. Elle va négocier la lettre de change, c'est-à-dire la transmettre à sa banque qui en deviendra le nouveau bénéficiaire (c'est elle qui maintenant a le droit de demander le paiement de la lettre de change dans deux mois). La banque en contrepartie verse à l'entreprise le montant de la lettre de change dont elle