

**Module 1 / Partie 1 / Les fondements de l'économie**

**1. 1. 2. Le financement de l'économie**

# **LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE**

## **I. LES SYSTÈMES FINANCIERS**

- A. Comment financer la croissance économique ?
- B. L'organisation des systèmes financiers

## **II. AUTOFINANCEMENT, FINANCEMENT INTERMÉDIÉ ET FINANCEMENT DIRECT**

- A. L'autofinancement
- B. Le financement intermédié : le crédit bancaire
- C. Le financement direct : les marchés financiers

## **III. LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE AU XIX<sup>E</sup> SIÈCLE**

- A. L'industrie se finance essentiellement sur les marchés
- B. Le financement de l'économie française au XIX<sup>e</sup> siècle

## **IV. L'ÉVOLUTION DES MODES DE FINANCEMENT DEPUIS 1945**

- A. Les 30 Glorieuses : financement intermédié et économie d'endettement
- B. La libéralisation et l'essor des marchés financiers
- C. Les mutations du système financier en France depuis 1945

## **V. L'ESSOR DE LA FINANCE DE MARCHÉ : QUEL BILAN ?**

- A. Les atouts de la finance marchéisée
- B. Les effets pervers de la libéralisation des marchés financiers

# 1

## LES SYSTÈMES FINANCIERS

# 1.1.

## COMMENT FINANCER LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE ?

La question du financement des activités oppose encore les économistes : pour les uns le financement est assuré à partir de l'épargne, pour les autres c'est la création monétaire qui doit fournir les moyens nécessaires à l'investissement et à la croissance.

## POURQUOI LA QUESTION DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE EST-ELLE PRIMORDIALE ?

Depuis les débuts de l'ère industrielle au XIX<sup>e</sup> siècle, la croissance du produit national est devenue une préoccupation majeure des économistes et des politiques. La croissance, c'est de la production supplémentaire, et c'est l'investissement qui apporte les facteurs de production supplémentaires, sources de la croissance. Mais cet investissement doit être financé. Le financement de l'économie est donc essentiel à la croissance.

Au niveau macroéconomique, certains agents ont des dépenses supérieures à leurs revenus, ils dégagent des besoins de financement. D'autres agents ont des capacités de financement car les revenus sont supérieurs à leurs dépenses.

# AGENTS ÉCONOMIQUES À CAPACITÉS ET BESOINS DE FINANCEMENT

On dit qu'un agent dégage « **une capacité de financement** » lorsque ses **revenus** (ou recettes) sont supérieurs à ses **besoins** (ou dépenses). Il présente donc un **solde positif**, ses **ressources** étant supérieures à ses **emplois** (consommation ou investissements). Le besoin de financement mesure, pour un agent donné (en comptabilité nationale, pour un secteur donné), l'ensemble de l'épargne qu'il lui faut mobiliser auprès d'autres agents pour pouvoir financer ses dépenses, parce que son épargne personnelle et ses revenus sont insuffisants. Au niveau d'une collectivité nationale, le besoin de financement mesure l'insuffisance d'épargne qui résulte d'une dépense (consommations + investissements) globalement supérieure aux revenus. Le besoin de financement de la nation doit alors être couvert par le recours à de l'épargne étrangère, sous forme d'investissements directs ou d'emprunts.

On distingue trois principales catégories d'agents économiques :

- les ménages ;
- les entreprises ;
- l'État.

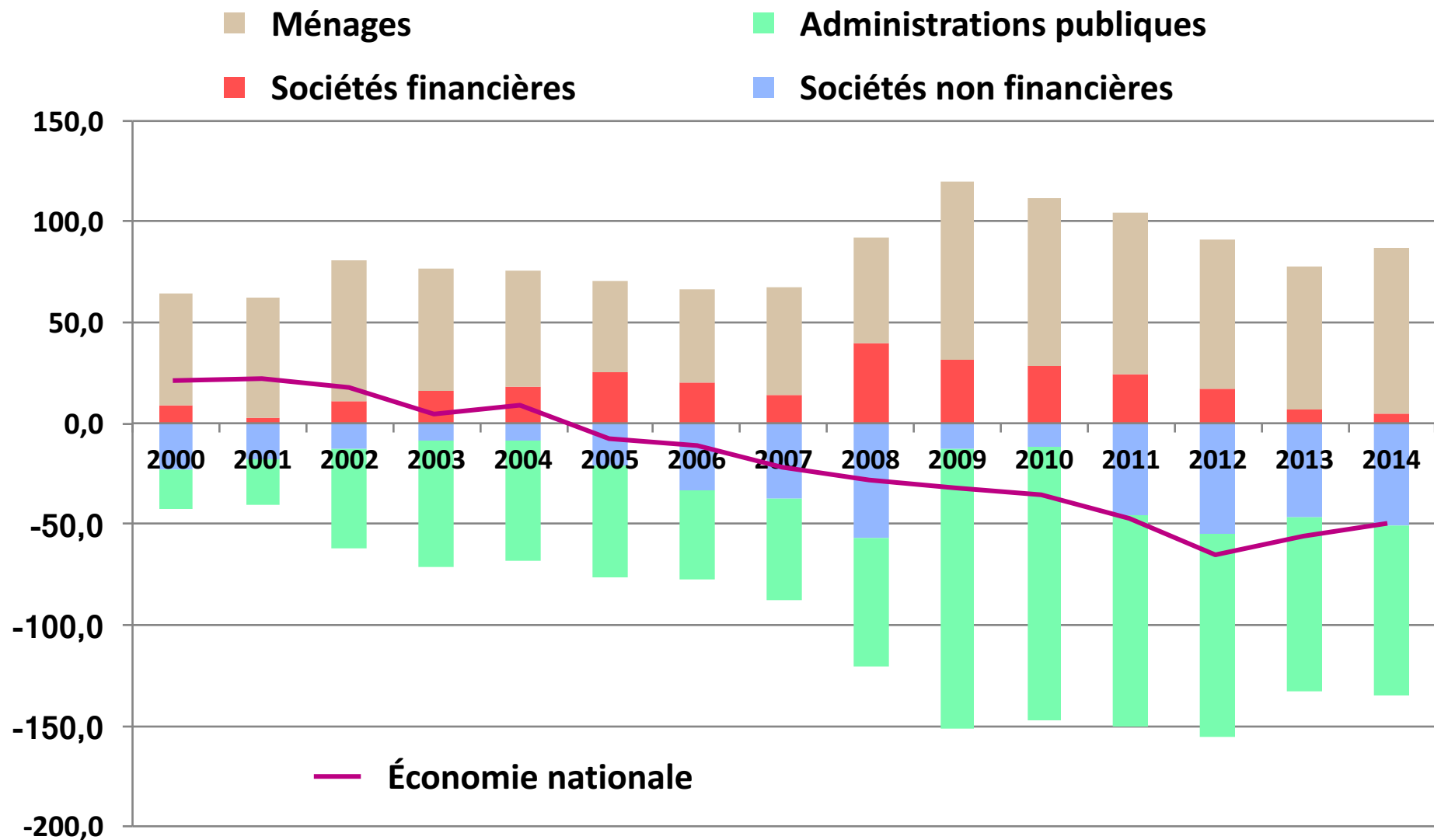
Parmi ces trois catégories, **seuls les ménages présentent habituellement une situation d'excédent de financement**. En effet, même si les ménages ont des besoins de financement à court terme pour **consommer**, et à plus long terme pour **investir** (principalement dans l'acquisition de leur logement), leurs ressources (revenus du travail, revenus de la propriété : loyers, dividendes..., revenus de transfert : allocations familiales, indemnités de chômage...) restent supérieures à leurs besoins.

# CAPACITÉS ET BESOINS DE FINANCEMENT DES AGENTS ÉCONOMIQUES EN FRANCE EN 2014 (EN MILLIARDS D'EUROS)

<b>AGENTS À BESOIN DE FINANCEMENT</b>	
- Sociétés non financières	- 50,5
- Administrations publiques	- 84,8
<b>AGENTS À CAPACITÉ DE FINANCEMENT</b>	
- Ménages	+ 81,8
- Sociétés financières	+ 5
<b>Besoin de financement de l'économie française</b>	<b>- 48,9</b>

Source : INSEE

# FRANCE : CAPACITÉ OU BESOIN DE FINANCEMENT DES SECTEURS INSTITUTIONNELS (en milliards d'euros, 2000-2014)



Source : INSEE



## EN ÉCONOMIE OUVERTE, LE BESOIN DE FINANCEMENT D'UNE ÉCONOMIE EST FINANCÉ PAR L'EXTÉRIEUR

Avec l'accélération de la mondialisation, la plupart des pays sont ouverts sur l'extérieur. L'agent économique « Reste du monde » peut ainsi contribuer au financement des économies nationales. Certains pays connaissent un besoin de financement vis-à-vis de l'étranger. D'autres pays ont une balance des paiements excédentaire et dégagent alors une capacité de financement extérieure.

À l'échelle de l'économie mondiale, les capacités et besoins de paiement de tous les pays doivent s'équilibrer.

Une opération de financement est une opération par laquelle un agent à besoin de financement (c'est-à-dire un agent dont la Formation brute de capital fixe est supérieure à l'épargne brute) se procure les ressources qui lui font défaut. **Pour la plupart des économistes libéraux, ce besoin de financement doit être satisfait grâce à la capacité de financement d'un autre agent.** Dans ce cas, l'agent à besoin de financement s'endette (directement sur un marché ou par l'intermédiaire d'une institution financière) auprès d'un agent à capacité de financement. Si, au sein d'une économie, les besoins de financement l'emportent sur les capacités de financement, l'endettement international conduira à recourir aux capacités de financement des non-résidents.

**Dans cette perspective, l'épargne est un préalable à l'investissement, ou encore, il doit y avoir égalité *ex ante* entre l'épargne et l'investissement** (cf. la « loi des débouchés »). Dans une telle approche, la monnaie ne joue pas de rôle direct dans le financement de l'économie sinon pour faciliter la circulation des titres, comme sur d'autres marchés elle facilite la circulation des biens et services.

## POUR LES KEYNÉSIENS, LA CRÉATION DE MONNAIE PERMET LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

D'autres économistes soulignent au contraire que **toute activité d'entreprise suppose un endettement. L'entrepreneur anticipe des flux de revenus futurs** qui lui permettront (si tout se passe bien) de rembourser les crédits auxquels il a eu recours pour lancer ou développer son entreprise. Dans cette perspective, c'est la création de monnaie qui joue un rôle essentiel dans le financement de l'économie (travaux de G. Myrdal, J.M. Keynes notamment).

**Dans la théorie keynésienne de la croissance (modèle Harrod-Domar) si l'on investit l'épargne de la période précédente, l'investissement reste inchangé ; par conséquent (compte tenu du mécanisme du multiplicateur) la production reste identique.**

**Il ne peut donc y avoir croissance que si l'investissement, à chaque période, est supérieur à l'épargne de la période précédente.** L'égalité entre l'épargne et l'investissement est une égalité *ex post*. **Dès lors, le financement de l'investissement additionnel ne peut provenir que de la création de monnaie.** On comprend alors le rôle essentiel que jouent que les banques commerciales et la Banque centrale – à travers sa politique de taux directeur – dans le financement de l'économie.

Rappelons que l'ouvrage majeur de J.M. Keynes (1936) est intitulé *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*.

# TAUX D'INTÉRÊT : DEUX CONCEPTIONS QUI S'OPPOSENT

	Théorie classique	Théorie keynésienne
Nature du taux d'intérêt	<p>Selon les classiques, il représente le sacrifice de la consommation immédiate, c'est-à-dire <b>le prix de l'épargne</b>, il se détermine donc sur le <b>marché du capital</b> où se confrontent les quantités offertes par les épargnants et demandées par les investisseurs.</p>	<p>Selon Keynes, il est <b>le prix de la monnaie</b>, c'est-à-dire de la liquidité qui est l'utilité spécifique pour laquelle on est prêt à la payer. Il est <b>fixé par la banque centrale</b> qui a ainsi le pouvoir de faire varier la possibilité pour les banques d'offrir du crédit, donc de créer la monnaie.</p>
Combien de taux d'intérêt ?	<p>Dans la tradition néoclassique, il existe <b>un seul taux d'intérêt</b>. En effet, sur un marché parfait, <b>tous les revenus du capital devraient s'égaliser</b>, personne n'acceptant d'obtenir dans une utilisation quelconque de son capital (prêt, placement, entreprise) un gain inférieur à ce qu'il pourrait obtenir dans une autre, les capitaux vont se déplacer vers les utilisations dont le rendement est supérieur jusqu'à ce toutes rapportent autant. <b>À l'équilibre, il y a donc un seul revenu du capital, le taux d'intérêt.</b></p>	<p><b>Keynes distingue le taux d'intérêt</b> qui concerne les opérations monétaires (court terme) ou financières (revenu des placements, rendement des titres de dette) <b>et le taux de profit qui est le revenu du capital investi dans l'entreprise</b> (mesuré par l'efficacité marginale du capital). Cette conception est plus proche de la réalité : on exige un rendement supérieur pour risquer son capital dans une entreprise, ce qui est par nature aléatoire, que pour le prêter à un taux garanti.</p>

## QUI FIXE LES TAUX D'INTÉRÊT ?

**Le monopole de la banque centrale sur la création monétaire de premier rang lui confère une maîtrise absolue des taux courts** : elle peut à tout moment faire varier le taux directeur.

**Au-delà de quelques années, les taux ne dépendent plus de la BC mais du marché mondial des titres obligataires** (orienté par certains emprunts d'État) **c'est-à-dire de l'offre et de la demande globale d'épargne. Personne ne peut donc prétendre les contrôler** car ils résultent de la confrontation entre une offre qui est liée d'abord aux déficits publics et aux projets des grandes firmes, et une demande qui dépend des arbitrages des grands fonds de placement entre les divers marchés de l'argent. Pour une demande donnée, **c'est la convergence de l'opinion des opérateurs sur une vision du futur qui détermine le taux.**

# TAUX D'INTÉRÊT NOMINAL / TAUX D'INTÉRÊT RÉEL ET INFLATION

Dans *Theory of Interest* (1907), **Irving Fisher** est le premier économiste à faire une distinction claire entre le taux nominal (celui du contrat, un crédit bancaire par ex.) et le taux réel qui est le taux nominal corrigé de l'inflation : il indique le pouvoir d'achat des intérêts reçus par le prêteur.

Pour calculer le pouvoir d'achat d'un taux nominal de 4 % avec une inflation de 2 %, on se contente souvent d'un calcul approché en soustrayant les deux taux, soit ici  $4 - 2 = 2$  %. **Le taux d'intérêt réel est parfois négatif.**

Comme les opérateurs s'intéressent au taux réel, il va de soi que les taux nominaux suivent l'inflation. Cependant, on observe en général un décalage qui aboutit à une relation symétrique :

- **quand l'inflation augmente, les taux nominaux suivent, mais avec retard, ce qui réduit les taux réels, parfois jusqu'à des valeurs négatives comme dans les années 1970 ;**
- quand elle diminue, les taux nominaux suivent aussi avec retard, ce qui augmente les taux réels, jusqu'à des niveaux parfois très lourds comme dans les années 1990, où ils ont atteint jusqu'à 9 %.

Cette relation est également due à une politique délibérée de la Banque centrale : **l'inflation peut être induite, ou aggravée, par une politique accommodante qui consiste à modérer volontairement le coût du crédit en augmentant moins vite le taux nominal de manière à baisser le taux réel.**

**En sens inverse, c'est pour briser l'inflation que la BC diminue lentement les taux nominaux, ce qui augmente les taux réels, comme durant la politique de désinflation compétitive menée par la France dans les années 1980-1990.**

# MINSKY : L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE INTRINSÈQUE AU MODE DE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS

Hyman Minsky développe l'idée d'une **instabilité financière intrinsèque au mode de financement des investissements dans les économies capitalistes**. Selon lui, **une phase de croissance, et donc de croissance de l'investissement, suscite un accroissement des moyens de financement par des innovations financières ou le crédit**. Mais ce processus génère, de manière endogène, une **hausse des taux d'intérêt qui vient raréfier le crédit et provoque le retournement de toutes les tendances** (crédit, endettement, investissement, production et finalement croissance). Au cours de cette phase, **les financements ont tendance à changer de nature** :

1. au début de la phase d'expansion, ils sont « sains » (*hedge finance*) et permettent des investissements dont la rentabilité est correctement anticipée → le service de la dette (capital + intérêts) est à tout moment inférieur aux profits prévus...
2. ... puis les financements ont tendance à devenir « spéculatifs », se portant alors sur des investissements à la rentabilité incertaine → le service de la dette dépasse les profits escomptés, **les intérêts sont couverts, mais la dette ne diminue pas...**
3. ... et sur certaines périodes, **les profits escomptés sont inférieurs à la seule charge des intérêts → la dette s'enfle d'elle-même** : c'est « l'endettement Ponzi » (*Ponzi finance*).

À Boston en 1920, Charles Ponzi promettait à des épargnants un rendement de 50 % pour des placements à 45 jours... Il utilisait l'argent des nouveaux souscripteurs pour rembourser les anciens (système « pyramidal » ; on parle aussi de « cavalerie » comme pour l'escroquerie mise au point par le financier Bernard Madoff, et qui s'est écroulée en 2008).

# MINSKY : LES FINANCEMENTS CHANGENT DE NATURE DURANT LA PHASE D'EXPANSION

**Phase de croissance**



**Hausse de l'investissement**



**Accroissement des moyens de financement par des innovations financières ou le crédit**



**Hausse des taux d'intérêt**



**Raréfaction du crédit**



**Retournement des tendances (crédit, endettement, investissement, production et finalement croissance)**

La rentabilité des investissements est correctement anticipée

→ le service de la dette (capital + intérêts) est inférieur aux profits attendus

Les financements sont plus « spéculatifs »

→ investissements à la rentabilité incertaine

→ le service de la dette dépasse les profits escomptés

Les profits escomptés sont inférieurs à la charge des intérêts

→ la dette s'enfle d'elle-même.



# LE SYSTÈME FINANCIER PERMET L'AJUSTEMENT ENTRE CAPACITÉS ET BESOINS DE FINANCEMENT

Le rôle d'un système financier est d'assurer dans les meilleures conditions l'ajustement entre l'épargne et l'investissement, et de créer ainsi les conditions du développement économique et social. **Un système financier peut être défini comme l'ensemble des acteurs, des institutions et des instruments qui contribuent au financement de l'économie.**

On considère généralement qu'un **système financier doit remplir 6 fonctions** :

1. il doit fournir et gérer des moyens de paiement (c'est le rôle spécifique des banques) ;
2. il doit collecter l'épargne et contribuer au financement de l'investissement (livret d'épargne, SICAV, marché d'actions ou d'obligations etc.) ;
3. il doit transférer les ressources économiques dans le temps et dans l'espace (par exemple à travers l'épargne retraite ou à travers les flux internationaux de capitaux) ;
4. il doit offrir des instruments de gestion des risques (par exemple les techniques de couverture de risque de change ou de risque de taux d'intérêt) ;
5. il doit produire de l'information pour éclairer les décisions des agents ;
6. il doit gérer les conflits résultant des asymétries d'information.

## FINANCEMENT PAR L'ÉPARGNE ET FINANCEMENT MONÉTAIRE

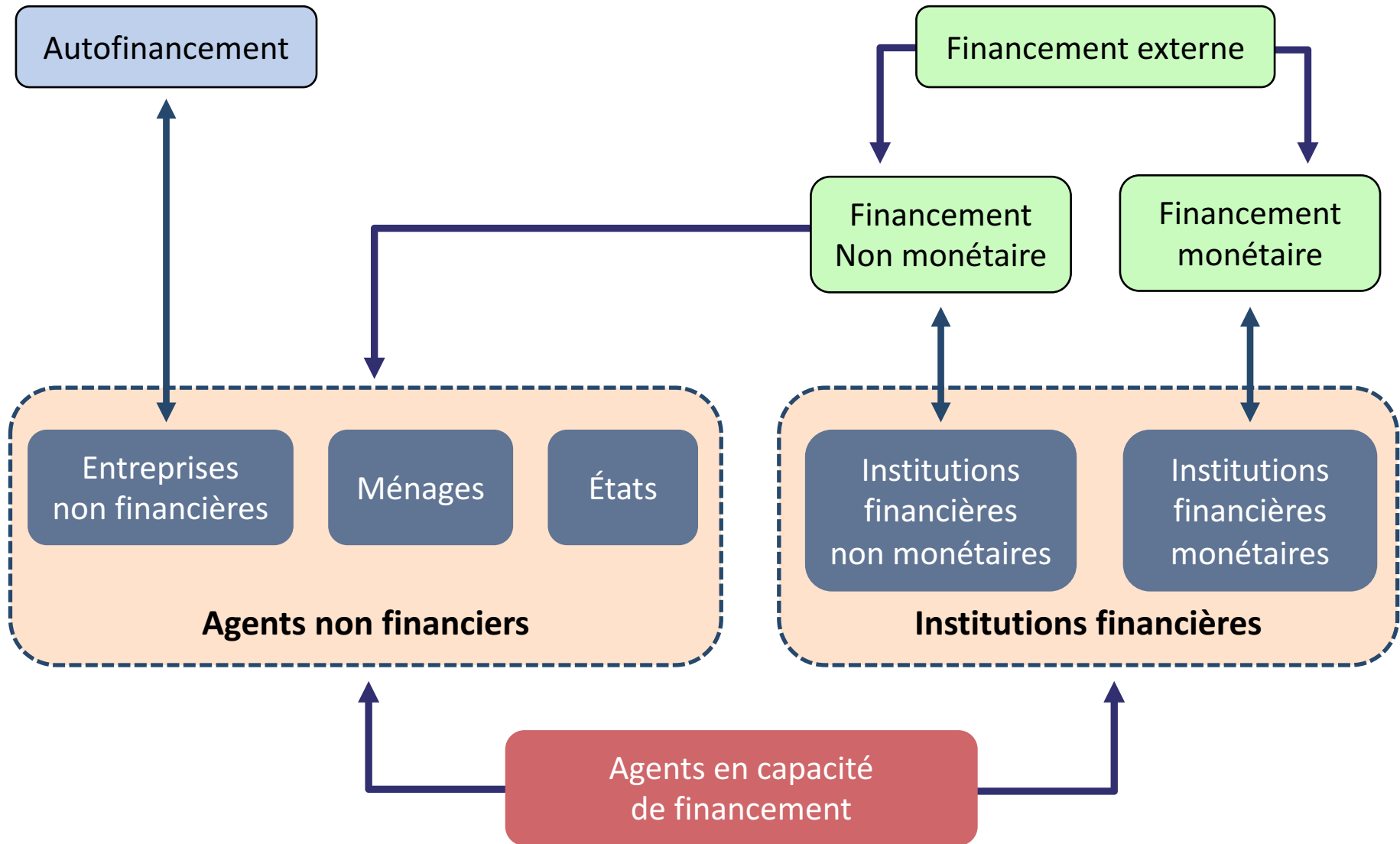
L'approche macro-économique distingue un financement par création monétaire d'un financement par une épargne préalable. En effet, lorsque les capacités de financement sont insuffisantes par rapport aux besoins de financement, les banques peuvent créer momentanément, en accordant des crédits, une monnaie additionnelle qui va servir à financer les investissements au-delà de l'épargne réalisée. Elles parient alors sur le fait que ces financements « monétaires » (réalisés par création monétaire) engendreront un supplément de production et de revenu qui permettra de réaliser au final une épargne correspondant à cette avance (approche keynésienne).

# 1.2.

## L'ORGANISATION DES SYSTÈMES FINANCIERS

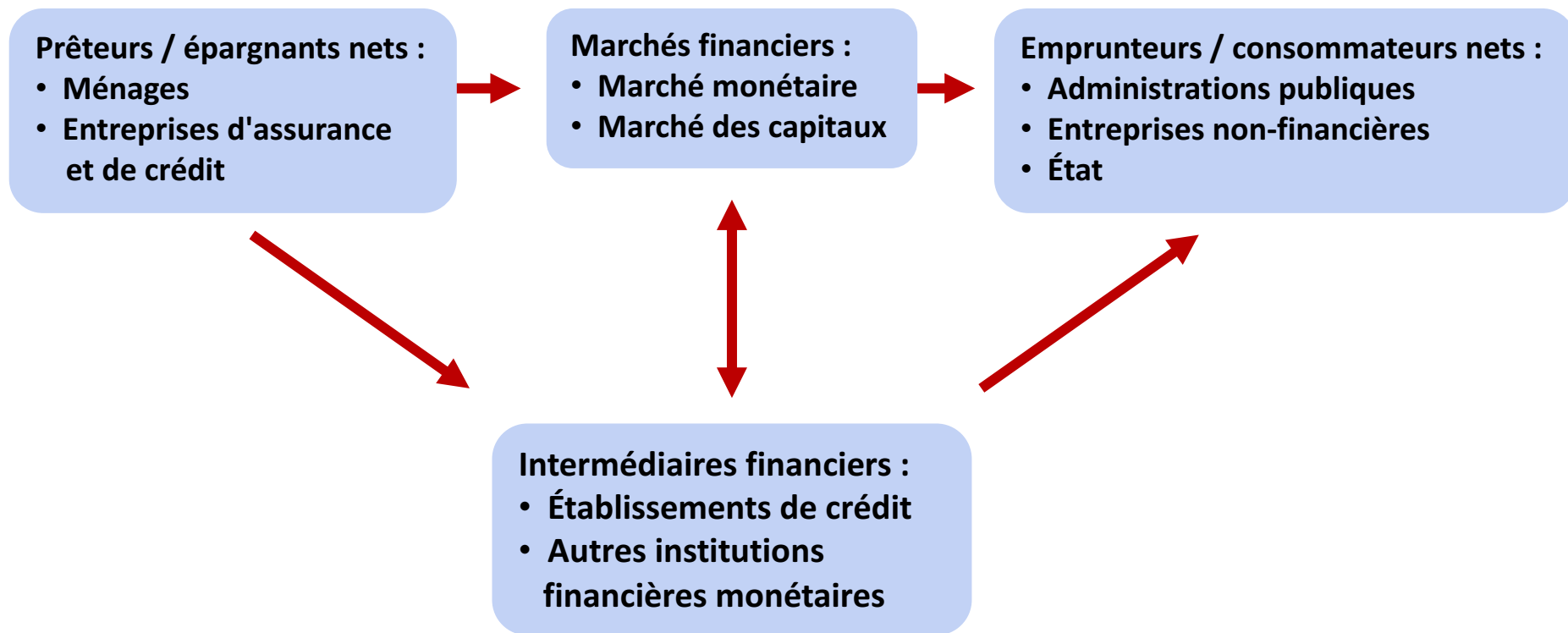
Depuis les années 1980, le financement de l'économie repose en grande partie sur les marchés financiers. Dans un contexte de mobilité des capitaux les marchés sont supposés permettre l'allocation optimale des ressources et favoriser la croissance.

# LES AGENTS ET LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE



# L'ORGANISATION DES SYSTÈMES FINANCIERS

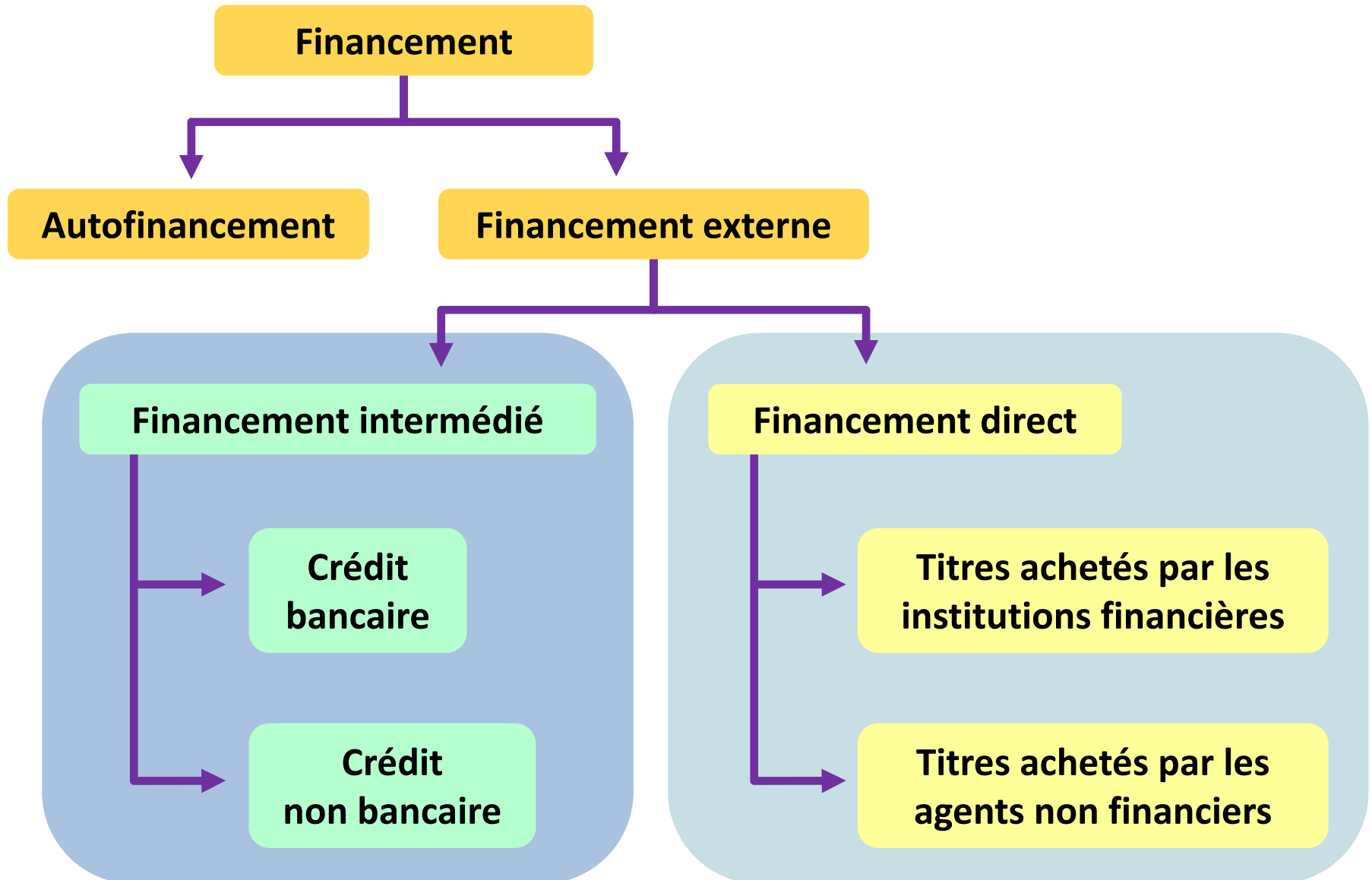
## *Financement direct*



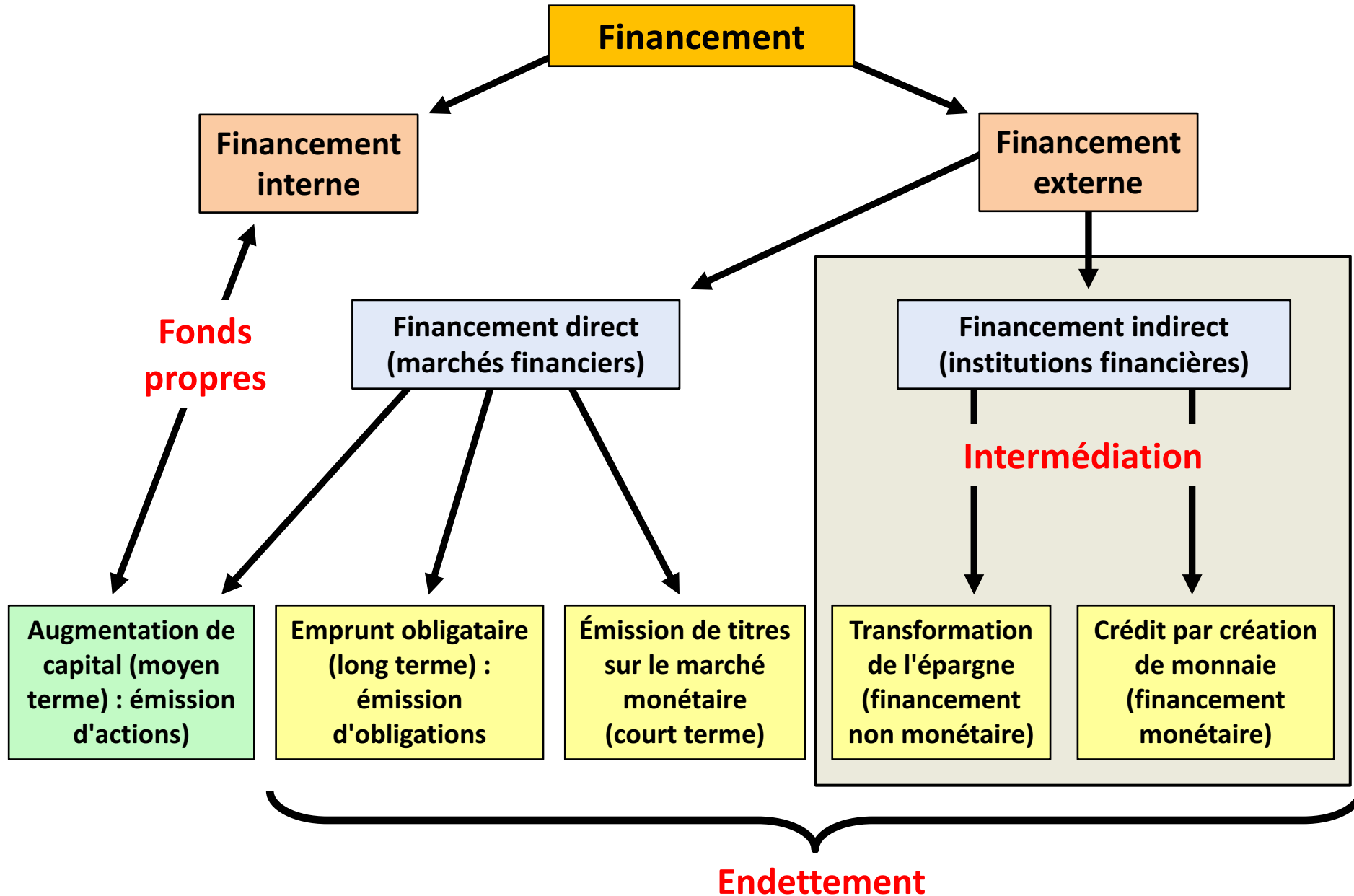
## *Financement indirect*

Les marchés ne sont pas des « intermédiaires » mais le lieu théorique où se rencontrent l'offre et la demande de capitaux. Le financement sur les marchés est donc bien un financement « désintermédié ».

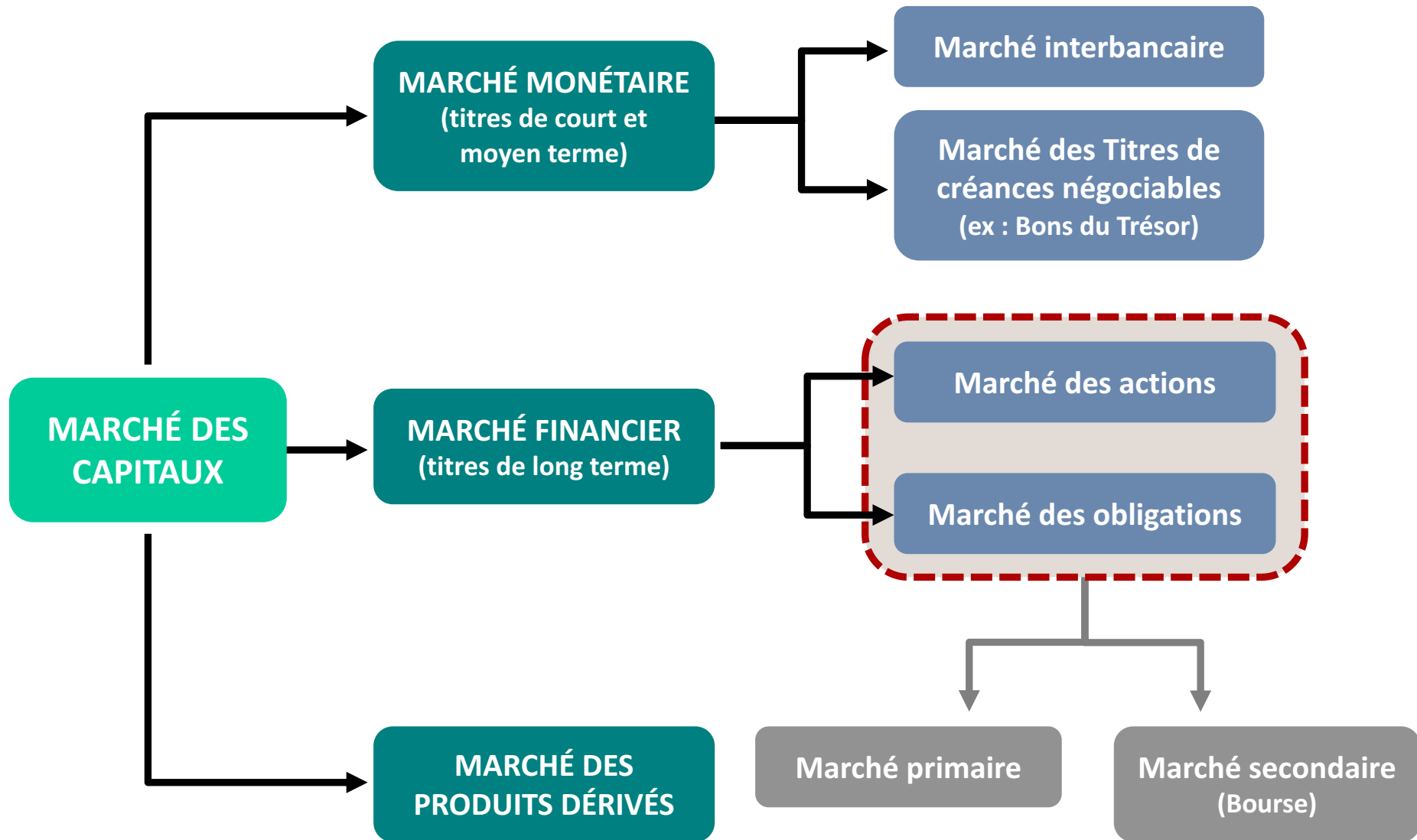
# LES MODALITÉS DU FINANCEMENT



# LE FINANCEMENT DE L'INVESTISSEMENT



# LES MARCHÉS DES CAPITAUX





# TYPLOGIE DES MARCHÉS FINANCIERS

	Bourses de valeur			Bourses de commerce
	Titres de dette (marchés de taux)		Titres de propriété	Matières premières et marchandises
Au comptant	Court terme (0-5 ans)	Long terme (au-delà de 5 ans)	Actions	
	Monétaire : titres de créances négociables contre monnaie centrale	Obligations	1 <sup>er</sup> marché, 2 <sup>ème</sup> marché, Nouveau marché, Marché libre	
À terme : • ferme  • optionnel	Futures, Swaps		Futures, forward	Futures, forward
	Options, Caps, Floors		Options, Warrants	Options

Source : d'après, G. Capelle-Blancard, N. Couderc, S. Vandelonoite, 2004

# 2

**AUTOFINANCEMENT, FINANCEMENT  
INTERMEDIÉ ET FINANCEMENT DIRECT**

# 2.1.

## L' AUTOFINANCEMENT

Une entreprise peut choisir de réaliser ses investissements avec ses fonds propres. Ce choix permet d'éviter l'endettement, mais il suppose le plus souvent de distribuer moins de dividendes aux actionnaires.

On considère généralement que l'autofinancement est le plus sain de tous les moyens de financement. La fiscalité ne lui est cependant pas favorable. Contrairement à l'emprunt, qui coûte des intérêts fiscalement déductibles, le coût des fonds propres (dividendes payés aux actionnaires), représente réellement un coût du fait qu'ils sont taxés à l'impôt des sociétés, car non-déductibles.

On peut toutefois objecter que, précisément parce que son coût se limite aux dividendes versés, il risque de détourner des ressources financières d'emplois qui seraient plus rentables.

# L'AUTOFINANCEMENT

Le taux d'autofinancement est égal au rapport entre l'épargne brute et la FBCF. Si ce taux est supérieur à 100 %, l'épargne brute est supérieure à la FBCF et l'entreprise dispose de capitaux suffisants (épargne) pour autofinancer son investissement (FBCF). On dit alors qu'elle est en capacité de financement. Lorsque le taux d'autofinancement est au contraire inférieur à 100 %, l'entreprise ne dispose pas d'une épargne suffisante, on dit qu'elle est en besoin de financement ; si elle a un projet d'investissement, elle doit faire appel à un financement extérieur.

Depuis la fin des années 1990, **les capacités d'autofinancement des entreprises françaises ne cessent de se dégrader** : leur taux d'autofinancement, supérieur à 100 % en 1998, se situe en 2014 autour de 75 %. Les conditions de financement interne des entreprises se sont donc détériorées, **notamment en raison de la baisse du taux de marge** (EBE / valeur ajoutée). Toutefois, comme le taux d'investissement a continué de progresser, on peut en déduire que la diminution de leurs possibilités d'autofinancement n'a pas découragé les entreprises françaises d'investir, mais que, **pour financer leurs investissements, elles se sont tournées vers des capitaux extérieurs.**

Outre le taux d'autofinancement, la capacité d'autofinancement permet en gestion d'entreprise de connaître la possibilité d'autofinancement. La capacité de financement représente la richesse nouvelle générée par l'entreprise pour une année, une fois que l'on a déduit la rémunération des actionnaires (dividendes). Ainsi calculée, la capacité de financement de l'entreprise permet à celle-ci soit d'autofinancer de nouveaux investissements, soit de se désendetter (remboursement d'emprunts antérieurs).

Ainsi, un taux d'autofinancement supérieur à 100 % ou une capacité de financement importante ne signifient pas que l'autofinancement sera le mode de financement choisi.

# L'AUTOFINANCEMENT N'EST PAS TOUJOURS LA MEILLEURE SOLUTION

L'autofinancement présente un avantage très important : à l'inverse des autres possibilités de financement, **son coût financier est nul**. De ce fait, **le coût de l'investissement étant moindre, il joue positivement sur la rentabilité** (comparaison entre le coût de l'investissement et son profit escompté).

Toutefois, il ne faut pas que cette possibilité d'autofinancement occulte une meilleure utilisation des fonds dont dispose l'entreprise. En effet, **si ses ressources rapportaient plus en étant placées qu'en étant investies, elle pourrait choisir de les placer plutôt que de s'autofinancer. Dans ce cas, pour investir, elle préférera l'emprunt. Elle peut faire jouer le différentiel d'intérêt** : si le taux d'intérêt prêteur (rémunération de son placement) est supérieur au taux d'intérêt emprunteur (coût de son emprunt), l'entreprise aura la possibilité de gagner de l'argent en plaçant la somme dont elle dispose et en empruntant la même somme.

**Le fait de disposer des ressources propres ne garantit donc pas que l'entreprise procédera à l'autofinancement.** La décision dépendra du calcul de la rentabilité et de la profitabilité de l'investissement ainsi que du différentiel entre taux d'intérêt prêteur et taux d'intérêt emprunteur. Par ailleurs, pour que l'entreprise puisse s'autofinancer, l'accord des actionnaires est obligatoire.

La possibilité d'autofinancement présente pour l'entreprise un avantage important : elle ne la rend pas dépendante d'un tiers, que ce soit en amont (pour l'accès au financement) ou en aval (l'entreprise n'a pas à justifier de la rentabilité de l'investissement). Toutefois, elle présente également un inconvénient majeur : elle limite l'entreprise dans ses possibilités d'investissement ; celle-ci peut donc être conduite à chercher d'autres sources de financement. On parle alors de financement externe.

# LE THÉORÈME DE MODIGLIANI-MILLER : LA VALEUR D'UN ACTIF ÉCONOMIQUE EST INDÉPENDANTE DE LA FAÇON DONT CET ACTIF EST FINANÇÉ

**Franco Modigliani et Merton Miller (1958) ont montré que**, sous réserve que les coûts de transaction et d'information soient inexistantes, **la valeur d'une entreprise en Bourse ne dépend pas de la façon dont elle se finance**. En effet, il existe deux façons de se financer pour une entreprise : elle emprunte ou elle fait appel à ses actionnaires et procède alors à un financement « sur fonds propres ». Beaucoup d'économistes estiment que, lorsque les taux d'intérêt sont bas, la première solution est préférable : emprunter à 4 % si l'investissement financé par cet emprunt rapporte 6 % est un choix cohérent (« effet de levier ») et l'entreprise se valorise sur le marché.

Pour Modigliani et Miller, un tel raisonnement est erroné : l'entreprise endettée va devoir payer des intérêts et rembourser ses emprunts. **Ces charges fixes la rendent donc plus fragile face aux aléas de la vie économique. Les actionnaires** – surtout s'il s'agit de sociétés financières, comme les fonds de pension ou les sociétés d'assurances – **vont alors exiger une rémunération plus forte pour compenser le risque accru de leurs placements**. À défaut, ils vendront, faisant baisser les cours, et la société aura plus de mal à trouver de nouveaux actionnaires lorsqu'elle voudra augmenter son capital.

Au total, **le gain lié au fait d'emprunter à des taux peu élevés est compensé par une augmentation du coût des fonds propres**, indispensable pour éviter une baisse du cours de l'action. **Les deux mouvements se compensent et l'entreprise ne se valorise pas davantage en choisissant un mode de financement ou un autre.**

# LE THÉORÈME DE MODIGLIANI-MILLER : DES HYPOTHÈSES CONTESTABLES

**Le théorème de Modigliani-Miller** (1958), selon lequel l'entreprise peut indifféremment financer ses investissements par autofinancement, endettement ou émission d'actions, a longtemps influencé les analyses concernant le choix du mode de financement de l'investissement. Or, les hypothèses de validité de ce théorème (perfection des marchés financiers, absence de conflits entre les dirigeants et les actionnaires et absence de distorsion liée à la fiscalité) ne reflètent pas la réalité.

Dans cette optique, **les entreprises ont intérêt à s'endetter pour faire jouer l'effet de levier qui accroît leur rentabilité.** De plus, l'endettement offre des avantages fiscaux puisque les intérêts sont déductibles de l'impôt sur les sociétés. Cependant, l'endettement ne peut être illimité et il peut être dangereux. Aussi, **l'entreprise doit arbitrer entre les avantages liés à l'endettement et le risque de cet endettement.** Enfin, la capacité d'emprunt d'une entreprise dépend en grande partie des garanties qu'elle peut apporter ainsi que des taux d'intérêt du marché.

# AVANTAGES ET LIMITES DE L'AUTOFINANCEMENT

AVANTAGES	LIMITES
<ul style="list-style-type: none"><li>• L'indépendance de l'entreprise.</li><li>• La réactivité de l'entreprise est plus grande.</li><li>• L'entreprise préserve sa capacité d'emprunt.</li><li>• Moyen de financement gratuit.</li><li>• Pour une PME, c'est souvent le seul moyen de se développer.</li><li>• Renouvellement annuel.</li><li>• Les bénéfices réinvestis peuvent échapper à l'impôt.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Diminution des bénéfices distribués.</li><li>• Il est souvent insuffisant pour financer les grands investissements.</li><li>• L'apparence gratuite de l'autofinancement peut entraîner des investissements dont la rentabilité est nulle.</li><li>• Il est fiscalement moins avantageux lorsque les intérêts d'emprunt sont fiscalement déductibles.</li></ul>



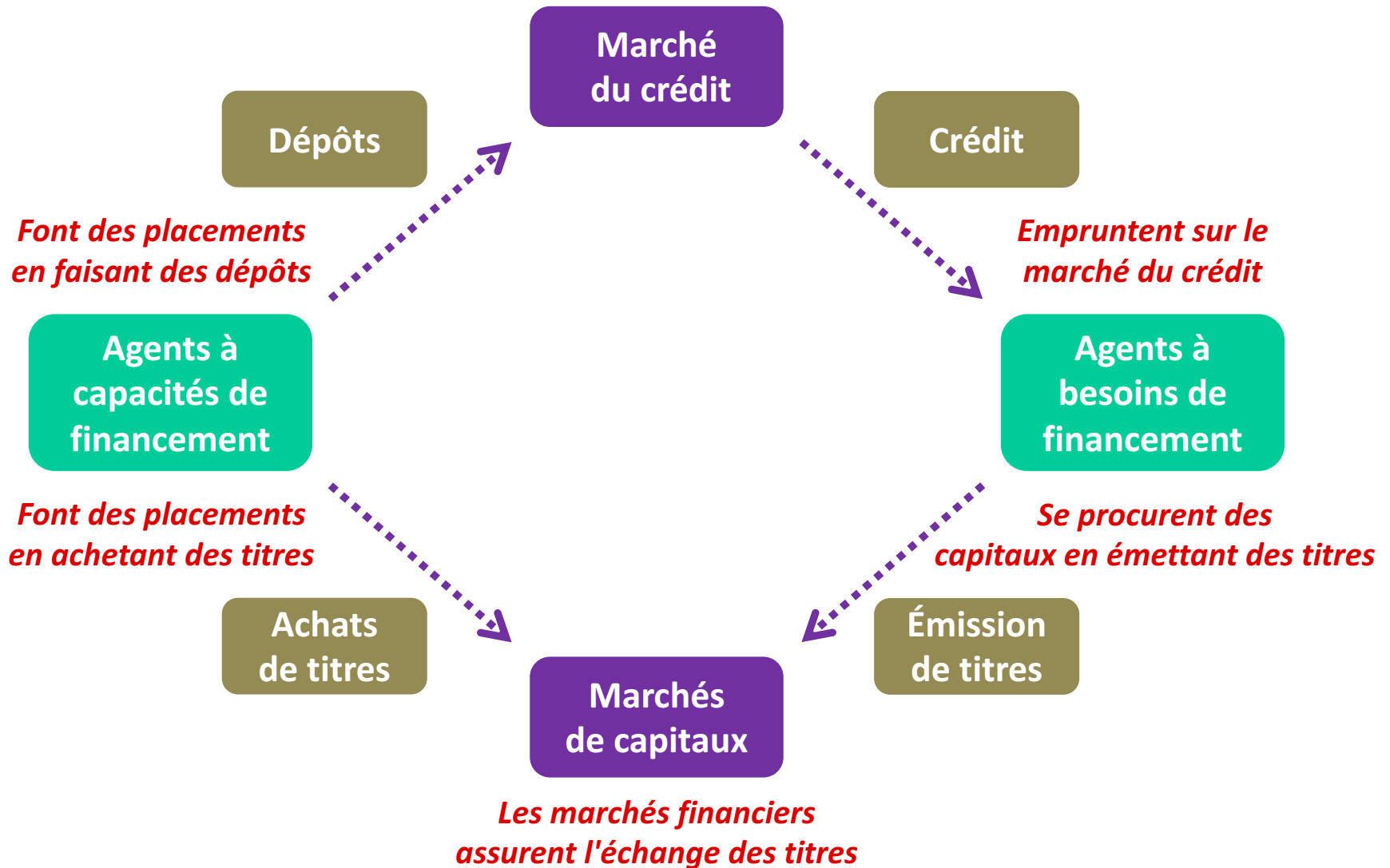
## 2.2.

# LE FINANCEMENT INTERMÉDIÉ : LE CRÉDIT BANCAIRE

Le financement par le crédit bancaire a largement accompagné la croissance des PDEM de 1945 au milieu des années 1980. Dans un contexte de stabilité des taux de change et de faible circulation des capitaux, les banques sont au centre de ce mode de financement qui repose largement sur la création monétaire.

# LES CIRCUITS DU FINANCEMENT

*Les banques transforment les dépôts à court terme en crédit à long terme*



# LES CINQ FONCTIONS DES BANQUES

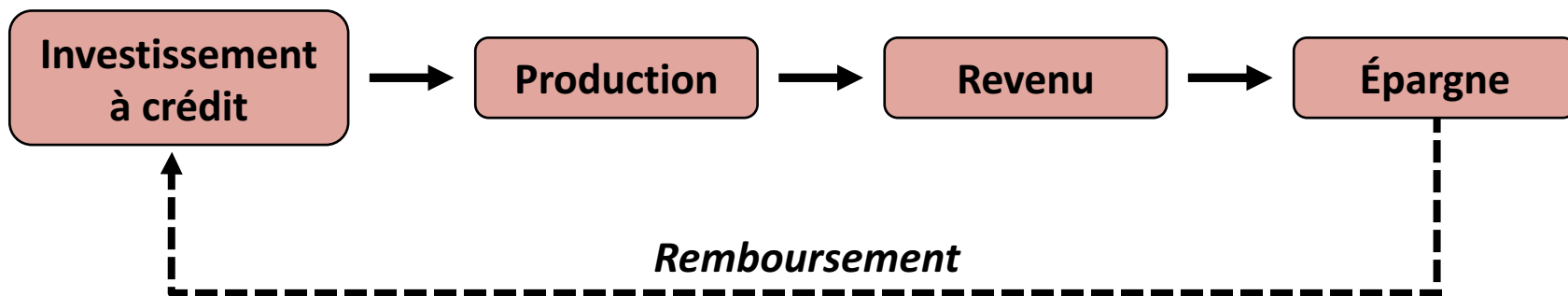
Les institutions créant de la monnaie ne se contentent pas de transférer aux emprunteurs l'épargne des prêteurs.

1. **Gestion et circulation des moyens de paiement** : la monnaie scripturale qui circule au sein du système bancaire est au cœur des économies modernes.
2. **Services à la clientèle** : location de coffres, gestion et courtage des devises et des titres.
3. **Mutualisation des risques des épargnants** qui augmente le taux d'épargne. L'épargnant qui prêterait directement subirait la totalité du risque de défaut. Celui qui prête à sa banque (placement ou dépôt à vue) est totalement garanti même si les emprunteurs ne remboursent pas tous leur dette. **La banque prend à sa charge ce risque en s'interposant entre les déposants (qui prêtent à la banque) et les débiteurs (qui lui empruntent).** Sans cette assurance par mutualisation du risque, l'épargne s'évanouirait.
4. **Transformation de l'épargne courte en crédit long.** Chacun préférant la liquidité, **les épargnants veulent « prêter court » et les investisseurs « emprunter long ».** Sans les banques, les entreprises devraient chercher des prêteurs directs, mais peu d'épargnants acceptent d'immobiliser leur avoir pour 5 ou 10 ans. L'interposition de la banque résout la difficulté : d'un côté, elle crée la monnaie prêtée à long terme, de l'autre elle reçoit des dépôts courts sans cesse renouvelés. Mais si le flux de nouveaux dépôts se tarit, la banque doit se refinancer en proportion accrue et ses coûts s'envolent. Ce risque d'illiquidité — non concordance entre les échéances d'entrées (avoirs) et de sorties (engagements) — justifie la surveillance de la BC sur les agents disposant du pouvoir de transformation.
5. **Bouclage du circuit par la création monétaire** : dans l'expansion, il est normal que l'épargne soit (ex ante) inférieure aux besoins puisque l'investissement précède les recettes qu'il génère, en compensant ce déficit, les banques jettent un pont entre présent et futur, la croissance qui en résulte augmente le revenu et donc ex post l'épargne nécessaire pour rembourser. L'épargne actuelle reflète l'activité passée, mais les investissements étant des moyens de croissance, leur financement repose sur des gains futurs, **la création monétaire comble l'écart entre épargne actuelle et besoin de financement de l'expansion. Selon Keynes, ce mécanisme caractérise une économie monétaire de production dans laquelle la croissance repose sur le préfinancement de l'activité par la création monétaire.**

# LE PRÉFINANCEMENT DE L'ACTIVITÉ PAR LA CRÉATION MONÉTAIRE

Dans la phase d'expansion, il est normal que l'épargne soit (*ex ante*) inférieure aux besoins puisque l'investissement précède les recettes qu'il génère. En compensant ce déficit, **les banques jettent un pont entre présent et futur**, la croissance qui en résulte augmente le revenu et donc *ex post* l'épargne nécessaire pour rembourser. **L'épargne actuelle reflète l'activité passée, mais les investissements étant des moyens de croissance, leur financement repose sur des gains futurs, la création monétaire comble l'écart entre épargne actuelle et besoin de financement de l'expansion.**

Selon Keynes, ce mécanisme caractérise une **économie monétaire de production** dans laquelle la croissance repose sur le préfinancement de l'activité par la création monétaire.



Selon l'optique keynésienne, l'intermédiation bancaire est un levier de croissance. On dépense à crédit ce que l'activité créera plus tard, le revenu induit dégage l'épargne nécessaire au remboursement.

# L'INTERMÉDIATION BANCAIRE : UNE ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT

Selon l'économiste britannique **John Richard Hicks** (*La crise de l'économie keynésienne*, 1973), une économie où domine l'intermédiation bancaire est une **overdraft economy** (économie à découvert, au sens du découvert bancaire, expression que l'on traduit en général par « économie d'endettement »). Hicks appelle **auto-economy** (« finance directe ») une situation où les agents recourent surtout aux marchés financiers pour lever des capitaux (emprunteur) ou les placer (épargnant).

Économie d'endettement	Économie de marchés de capitaux
<ul style="list-style-type: none"><li>- étroitesse des marchés de capitaux ;</li><li>- prépondérance du financement intermédié ;</li><li>- prépondérance d'une épargne liquide à court terme ;</li><li>- cloisonnement des marchés financiers.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- épargne financière développée ;</li><li>- prépondérance des fonds de pension ;</li><li>- prépondérance du financement externe par appel aux marchés de capitaux ;</li><li>- marché unifié des capitaux.</li></ul>

NB. L'idée de désintermédiation ne renvoie pas à une opposition stricte entre les deux modes de financement externe que constituent l'émission de titres et l'emprunt bancaire, mais à un mouvement de balancier en faveur du second depuis les années 1980.

## 2.3.

# LE FINANCEMENT DIRECT : LES MARCHÉS FINANCIERS

À la fin des années 1970, l'économie d'endettement apparaît comme un mode de financement coûteux (coût élevé du crédit bancaire dans un cadre peu concurrentiel) et peu efficace (rareté des fonds prêtables due à la faible rentabilité des placements financiers, justifiant ainsi une préférence des ménages pour la liquidité).

Depuis les années 1980, la part du financement par le crédit bancaire n'a cessé de reculer, tandis qu'on a pu observer un essor du financement direct sur les marchés financiers. Cette évolution s'explique par un accès plus facile aux marchés financiers et par un coût plus faible pour les emprunteurs.

# L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE ET L'ACTIVITÉ

L'intermédiation financière remet la logique de marché au premier plan. Tous les aspects du financement direct sont dominés par une **intense concurrence**, les prix sont à tout instant réajustés en fonction des flux d'offre et de demande sur tous les marchés à la fois :

- à l'émission (marché primaire), l'emprunteur s'aligne sur les concurrents pour placer les titres ;
- les titres circulent et forment les cours de bourse sur lesquels se focalisent de nombreux spécialistes et commentateurs (marché secondaire), impossible alors de ne pas en tenir compte sans fragiliser sa faculté d'émission future et l'image de l'entreprise ;
- avec **la globalisation financière**, le passage d'un titre à l'autre, d'une devise à l'autre, d'un actif à l'autre, des marchés des titres aux marchés dérivés, des activités bancaires traditionnelles aux marchés secondaires des dettes, est permanent ce qui **égalise en instantané tous les taux et tous les prix.**

# LES CINQ FONCTIONS DES MARCHÉS FINANCIERS

Ces fonctions sont inégalement assurées :

- 1. Organiser la rencontre des épargnants et des emprunteurs** qui veulent financer leur investissement soit en fonds propres (titres d'associés), soit en crédits longs (titres de créances). Cette fonction est en réalité très mal assurée par la finance directe car la bourse n'est accessible qu'aux très gros opérateurs (quelques centaines de firmes en France sur 2,8 millions), seul l'État se finance en proportion conséquente à la bourse, il représente l'essentiel des émissions.
- 2. Permettre la circulation du capital** afin d'atteindre l'allocation optimale des ressources : placements attirés par le meilleur rendement des secteurs qui en manquent. Ils jouent un rôle-clé dans la constitution des groupes : contrôle, alliances, OPA, OPE hostiles ou amicales. Cette fonction est au contraire très bien assurée par la bourse qui est devenue le lieu central de constitution et de modification des structures industrielles.
- 3. Ajuster capacités et besoins de financement en fixant un taux d'intérêt d'équilibre.** Cette fonction est très bien assurée sur les marchés de la dette à long terme, par contre elle relève toujours de la BC pour le court terme car il s'agit du marché monétaire où s'échangent des titres courts contre la monnaie centrale sur laquelle la BC exerce un contrôle monopolistique.
- 4. Couvrir les opérateurs contre le risque** (qui se développe de façon exponentielle : volatilité des taux d'intérêt, du change et des cours) par des **produits dérivés**.
- 5. Offrir des occasions de spéculation** (la bourse en tant que jeu) : cette fonction est très bien assurée pour la même raison car la couverture du risque et l'exposition délibérée au risque vont de pair.



## L'INTERMÉDIATION DE MARCHÉ REPOSE SUR L'ÉPARGNE *EX ANTE*

On appelle cette voie de financement « intermédiation de marché » car les banques n'y participent pas, c'est **l'épargne préalable (*ex ante*) des agents qui est mobilisée → il n'y a donc ni monnaie supplémentaire, ni monétisation de la dette.**

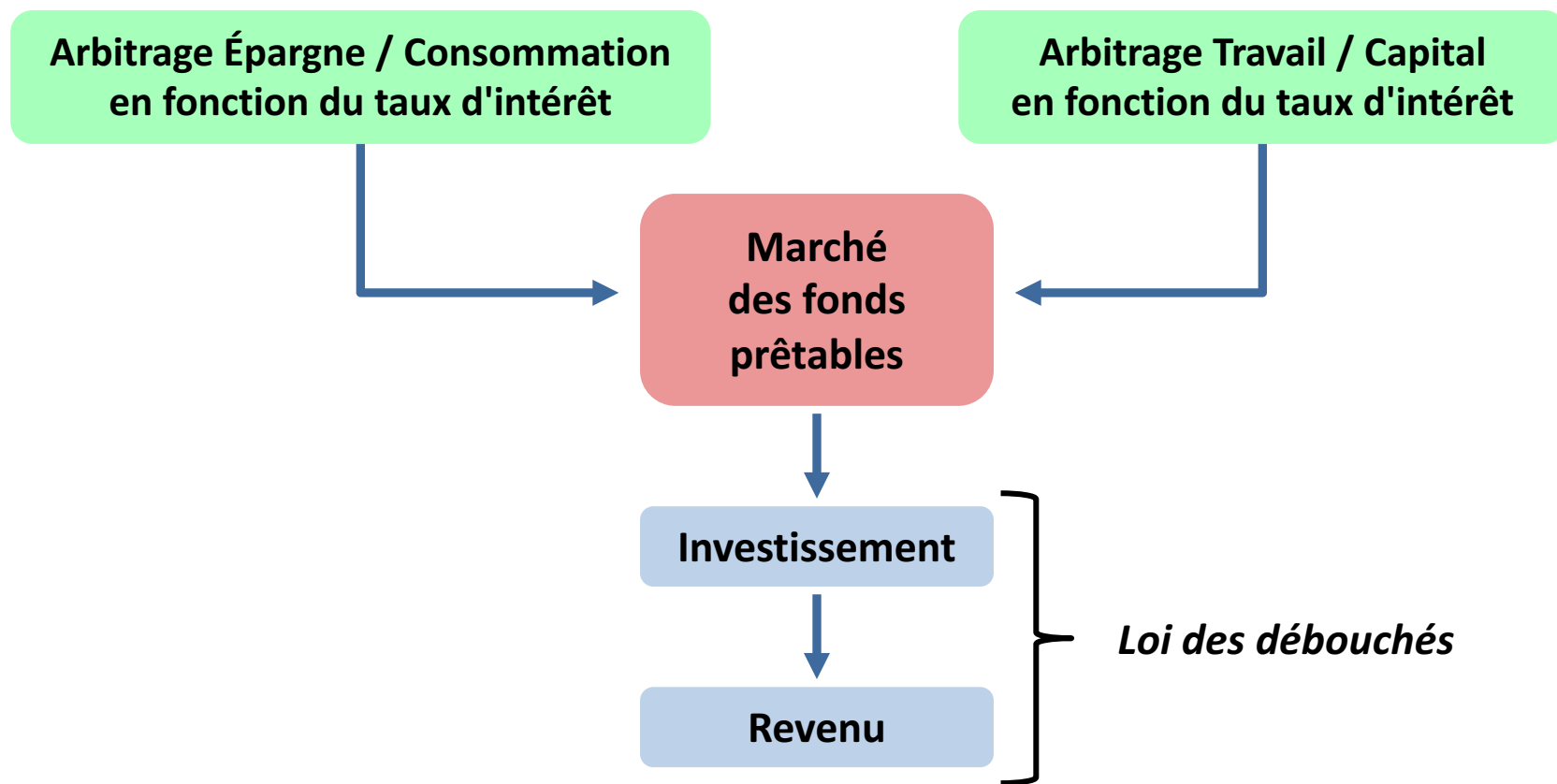
La rencontre épargnant/emprunteur se fait sur les marchés financiers.

Ces financements se développent au détriment des crédits intermédiés, car ils sont moins onéreux (concurrence) quand la hausse des taux (années 1980) draine vers l'épargne financière des sommes importantes qui alimentent l'offre et attirent donc la demande.

**Alors que les crédits créent de la monnaie avant d'en détruire lors du remboursement, les titres se contentent de la faire circuler → la monnaie est passive : les marchés offrent un financement non monétisé.** Cette méthode a donc la faveur du courant quantitativiste qui juge suspecte la monnaie de crédit : **seule la monnaie épargnée *ex ante* interdit l'inflation et ses dérèglements (chômage). L'investissement est alors un « détour de production » (Böhm-Bawerk),** c'est-à-dire un renoncement à la consommation.

Comme toute méthode de marché, ces financements présentent plus de risques : de signature (pas de mutualisation), de taux (emprunt d'hier à un taux supérieur à celui d'aujourd'hui, placement à un taux inférieur), de perte en capital (moins-value sur action, effet-balançoire sur obligation).

# SELON L'OPTIQUE NÉOCLASSIQUE, L'INTERMÉDIATION DE MARCHÉ AJUSTE LES COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE ET D'INVESTISSEMENT



Selon l'optique néoclassique, l'intermédiation financière ajuste les comportements d'épargne et d'investissement. Ce mode de financement repose sur l'épargne préalable et implique de croire à la loi des débouchés selon laquelle toute l'épargne étant investie, elle se transforme en production, en revenu, et en débouchés du même montant.

# 3

## LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE AU XIX<sup>ème</sup> SIÈCLE





# 3.1.

## L'INDUSTRIE SE FINANCE ESSENTIELLEMENT SUR LES MARCHÉS

Dès le XIX<sup>e</sup> siècle, identifiant les sources de « l'accumulation primitive » qui a permis l'industrialisation en Angleterre, Karl Marx pose la question du financement de l'économie. Au début du XIX<sup>e</sup> siècle, le niveau d'investissement est faible et le taux de profit élevé. Mais au milieu du siècle, l'autofinancement devient insuffisant à mesure que des activités de plus en plus capitalistiques émergent. Le développement de l'industrie lourde suppose des moyens de drainer les ressources disponibles. Le financement de l'économie repose de plus en plus sur les marchés financiers. Cependant, au-delà de ce constat général, on observe des spécificités propres aux différents pays qui s'industrialisent.



## AVEC L'AUGMENTATION DES BESOINS EN CAPITAUX, L'AUTOFINANCEMENT NE SUFFIT PLUS

Au XIX<sup>e</sup> siècle, la Révolution industrielle fait apparaître des besoins de financement considérables pour les entreprises et aussi les collectivités publiques. Mais il n'y a pas de crédit à la consommation et les particuliers ne sont pas concernés.

À court terme, les entreprises ont des besoins en capitaux circulants liés au financement des stocks, au paiement des salaires, des matières premières et des consommations intermédiaires ou encore aux délais de paiement accordés aux clients. À tous ces postes correspondent des sorties d'argent dont les dates ne coïncident pas avec celles de l'encaissement des recettes. Ces décalages doivent être financés. Ils sont d'autant plus importants que le chiffre d'affaires s'accroît, en raison de l'extension de la taille des marchés.

À long terme, elles ont des besoins en capitaux fixes qui sont directement fonction du montant plus ou moins important des investissements. **Au début du XIX<sup>e</sup> siècle, l'autofinancement est le procédé habituel** : les branches motrices relèvent des industries dites légères (textile notamment), le coût des machines et des installations est encore bas, les coûts salariaux sont peu élevés et les profits dégagés sont élevés.

Mais **à partir de 1830, les besoins en capitaux fixes augmentent de manière considérable avec l'essor d'activités très capitalistiques** comme les chemins de fer, les constructions mécaniques, la sidérurgie, les mines ou les assurances. L'autofinancement ne suffit plus et il faut mettre au point de nouveaux modes de financement.

## UNE TENDANCE À LA SPÉCIALISATION BANCAIRE

Si le recours au financement externe progresse très fortement, les structures économiques particulières à chaque État sont le reflet de son histoire, de sa réglementation, voire des crises qu'il a traversées. **La Grande-Bretagne est la première à prôner une stricte spécialisation bancaire dès le milieu du XIX<sup>e</sup> siècle**, séparant très nettement les banques qui reçoivent les dépôts du public de celles qui ont vocation à financer les investissements industriels.

En France, on voit apparaître les premières formes de banques d'affaires (Crédit mobilier, 1852) mais également des banques de dépôt (Crédit lyonnais, 1863), tandis que certaines s'essayent à la banque universelle (Société générale, 1864). La crise économique de 1882 consacre la **doctrine Germain** (du nom du fondateur du Crédit lyonnais), qui instaure une spécialisation bancaire, comme en Angleterre.

Entrée plus tard dans l'ère industrielle, l'Allemagne fonctionne avec un modèle de banque universelle de grande taille (les 4 D : Darmstädterbank ; Deutsche Bank ; Dresdner Bank ; Diskontund Commerzbank) très liée aux intérêts de l'industrie, tandis que le modèle américain repose également sur une banque universelle, souvent de petite taille et avec un système bancaire très morcelé. Ce n'est que pendant la grande crise des années 1930 que le **Glass-Steagall Act** (1933) y imposera la spécialisation.

**La deuxième moitié du XX<sup>e</sup> siècle consacre le modèle de la banque spécialisée, jusqu'aux réformes engagées à partir des années 1960.** En France, c'est la **loi bancaire de 1984** qui va mettre fin à ce régime, après un assouplissement avec la **réforme Debré-Haberer de 1966**, et permettre une diversification des activités des banques.

## LE ROYAUME-UNI : UN SYSTÈME BANCAIRE COMPLET TOURNÉ VERS LE MARCHÉ FINANCIER

Au Royaume-Uni, le développement économique a été précoce et spontané. **Le pays dispose d'importantes capacités d'épargne et, par voie de conséquence, d'un marché étoffé des capitaux.** Dans ce contexte, **les banques n'ont pas eu à jouer le rôle de déclencheur de la croissance.** En revanche, **elles se sont diversifiées pour répondre au mieux aux différents types de besoins de financement.** Les *joint stock banks* sont des banques de dépôt, les *merchant ou private banks* sont des banques d'affaires, les *foreign* et les *colonial banks* sont spécialisées dans les opérations concernant une région du monde ou un pays. **Très complet, le système bancaire anglais est tourné vers l'extérieur et vers le marché financier.**

**La centralisation financière internationale autour de la Grande-Bretagne est l'une des caractéristiques principales de l'économie du XIX<sup>e</sup> siècle.** Londres demeure sans concurrent dans le domaine du **financement à court terme du commerce international.** La structure financière de Londres s'est développée sur une division du travail unique au monde. Les banques commerciales ne s'intéressent qu'aux transactions intérieures tandis que les « maisons d'escompte » (*discount houses*) et les « maisons d'acceptation » (*acceptante houses*) financent les échanges internationaux en se partageant le marché mondial : Baring ne s'occupe que des transactions avec la Russie et l'Argentine tandis que Rothschild finance les opérations avec l'Espagne et ses dépendances. Appuyée sur la première industrie mondiale, **cette structure financière exerce des effets asymétriques par l'attraction des réserves monétaires internationales** et par l'efficacité de la politique du taux de l'escompte : c'est à Londres que l'on peut obtenir le crédit le plus rapide, le plus sûr et le plus avantageux.



## DANS LES PAYS D'INDUSTRIALISATION TARDIVE, LE SYSTÈME BANCAIRE SE SUBSTITUE AU MARCHÉ DES CAPITAUX DÉFAILLANT

**En Allemagne, les banques universelles sont omniprésentes.** Ces « banques à tout faire » recueillent la petite et la moyenne épargne. Elles s'impliquent dans l'industrie en assurant toute la gamme des crédits et en prenant des participations. Elles pratiquent à grande échelle la transformation. Dominé par quatre grandes banques (dites les « 4 D » du fait de leurs initiales), **l'appareil bancaire est fortement concentré.**

La physionomie de ce système est une réponse au retard initial de l'économie allemande, qui n'a que de faibles capacités d'épargne au moment de son décollage. **Le système bancaire y joue le rôle d'un substitut au marché des capitaux défaillant.** Par la suite, l'accélération du développement économique suscite une concentration technique et financière forte nécessitant beaucoup de capitaux fixes. **À la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, la fusion des activités bancaires et industrielles est devenue très poussée.**

## LE SYSTÈME BANCAIRE PALLIE LES INSUFFISANCES DE L'ÉPARGNE INTÉRIEURE

En Russie et au Japon aussi, des « banques à tout faire » interviennent activement dans le financement de l'économie. **La thèse d'Alexander Gerschenkron (*early starters / late comers*) semble ici pertinente : plus le développement est tardif, moins les conditions initiales sont favorables et plus le système bancaire doit se développer en tant que substitut aux marchés de capitaux pour pallier les insuffisances de l'épargne intérieure.**

**Le système bancaire américain au XIX<sup>e</sup> siècle est un système décentralisé** qui, dans le cadre d'un État fédéral, fonctionne sans banque centrale jusqu'en 1913. Il se compose d'un grand nombre de petites banques locales régulièrement secouées par des faillites. En raison de **l'insuffisance de l'épargne nationale** face aux besoins, le financement de l'économie est dépendant des capitaux anglais.

Les banquiers d'affaires, tel Morgan, modèle du « capitaine de finances » selon Veblen, jouent un rôle-clé dans la **vague de fusions** qui, de 1898 à 1903, remodèle la physionomie du système productif américain et donne naissance aux grandes entreprises du XX<sup>e</sup> siècle.

L'industrialisation des *late comers* nécessite des capitaux bien plus considérables en raison de la nature des *leading sectors* de la « 2<sup>ème</sup> révolution industrielle » (chemins de fer, sidérurgie, chimie...). La question de son financement est donc essentielle.

## 3.2.

# LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE AU XIX<sup>ÈME</sup> SIÈCLE

Au XIX<sup>e</sup> siècle, la France entre à son tour dans l'âge industriel. Sa croissance est, certes, moins spectaculaire que celle de l'Angleterre, mais elle n'en est pas moins confrontée à la question de son financement. Si celui-ci repose encore largement sur les fonds propres des entreprises, dans la seconde moitié du siècle, le développement du réseau bancaire et le gonflement de l'épargne nationale permettent aussi aux entreprises de trouver les capitaux nécessaires au développement de leur activité, notamment à la Bourse.

On doit toutefois observer une certaine frilosité, aussi bien du côté des épargnants – qui privilégient la rente –, que du côté des banques, peu enclines à financer l'investissement industriel.

## L'AUTOFINANCEMENT : UNE TRADITION ET UNE NÉCESSITÉ

*« Nos sociétés consacrent une part considérable de leurs bénéfices à étendre leurs installations au lieu de grossir leurs dividendes pour éviter d'émettre de nouveaux titres. »*  
(Clément Colson, 1908).

Cette **préférence pour le financement interne** des investissements est à la fois une tradition et une nécessité. C'est une **tradition en rapport avec la structure familiale du capitalisme français**. La firme est considérée comme un bien de famille et **l'appel au marché des capitaux comme dangereux** : le noyau initial des actionnaires désire presque toujours éviter les augmentations de capital pour maintenir son contrôle sur la gestion de l'entreprise.

Cependant, **le financement interne des investissements correspond aussi à des principes rationnels de gestion** : l'entreprise se développe dans un monde d'incertitudes et l'investissement est un pari. La prévision est limitée au court terme. L'expérience des années 1880 a profondément marqué la psychologie des entrepreneurs français : dans les années 1870, ils s'engagent dans une politique d'investissements massifs, or, à partir de 1883, la demande s'effondre dans la plupart des secteurs. À ces erreurs de prévision s'en ajoute une autre : à partir des années 1870 **l'accélération du rythme du progrès technique réduit la durée durant laquelle la firme détient le monopole d'un procédé** : l'incertitude technologique s'accroît.

En réalité, il n'y a pas d'opposition entre un XIX<sup>e</sup> siècle qui aurait systématiquement donné sa préférence au financement interne et un premier XX<sup>e</sup> siècle qui aurait vu se développer les modes externes de financement. **La croissance rapide des investissements industriels ne peut s'expliquer que par le recours en parallèle des deux modes de financement.**

## UN CRÉDIT BANCAIRE TRÈS LIMITÉ

Pour ce qui est des entreprises, la partie de leurs besoins à court terme qui n'est pas satisfaite par les délais de paiement qu'elles s'accordent les unes aux autres est couverte par **recours au crédit bancaire, au XIX<sup>e</sup> siècle essentiellement sous forme d'escompte d'effets de commerce**. Ces crédits relèvent d'un financement intermédié : lorsqu'elles les mettent en place, les banques peuvent créer de la monnaie scripturale. **Toutefois, leurs possibilités dans ce domaine sont restreintes en raison des règles qui imposent une couverture métallique de la monnaie en circulation.**

La partie des besoins à long terme qui n'est pas autofinancée est satisfaite :

- par émission d'actions dont la somme constitue le capital social de la firme. Cela suppose qu'il s'agisse d'une société de capitaux et non de personnes. En France, **la loi de 1867 définit le statut juridique des sociétés anonymes** dont la création n'est plus subordonnée à une autorisation préalable de l'administration ;
- par émission d'obligations, ce qui correspond à une forme d'emprunt ;
- par recours au crédit bancaire en s'appuyant sur les mécanismes potentiellement dangereux de la transformation des échéances. Cette forme de crédit, dit « industriel », reste peu développée au XIX<sup>e</sup> siècle, en raison des **contraintes de refinancement que fait peser sur les banques un système où la création de monnaie est étroitement liée au stock de métaux précieux.**

## LES BANQUES FRANÇAISES FINANCENT TRÈS PEU L'INVESTISSEMENT

En France, le système financier reste archaïque jusqu'au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, puis se modernise sous la pression des besoins. L'essor des chemins de fer et de l'industrie lourde, ainsi que la conduite de grands travaux d'infrastructures requièrent en effet la mobilisation de capitaux considérables.

Les banques d'affaires répondent à ces exigences nouvelles en sortant du cadre étroit de la haute banque traditionnelle et en adoptant la forme juridique de sociétés par actions. **Le Crédit mobilier des frères Pereire, fondé en 1852, cherche à associer étroitement banque et industrie.** À son initiative sont créées des compagnies de chemin de fer, de gaz, d'hôtellerie, d'assurances. Des participations sont acquises dans toute l'Europe. Cela se traduit par un excès d'immobilisation des capitaux engagés et par la prise de risques trop importants conduisant au dépôt de bilan en 1867.

**Les banques de dépôt font également leur apparition après 1850.** Fondé en 1863, le Crédit Lyonnais tente aussi à ses débuts d'orienter l'épargne du public vers l'industrie. Mais la faillite d'entreprises qu'il soutient le conduit à changer de stratégie.

À la suite de ces déboires, **la séparation des activités devient la règle pour la banque française.** Le système bancaire se spécialise et se coupe relativement de l'industrie (à la différence de l'Allemagne) : les banques de dépôt se concentrent sur les opérations d'escompte peu risquées, **elles financent l'activité courante des entreprises, mais très peu leurs investissements,** préférant se tourner vers le prêt de l'épargne collectée aux gouvernements étrangers (emprunts russes). Cela explique l'image d'un « **capitalisme rentier** » en France à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

## LES BANQUES FRANÇAISES : DU RISQUE À LA SÉCURITÉ

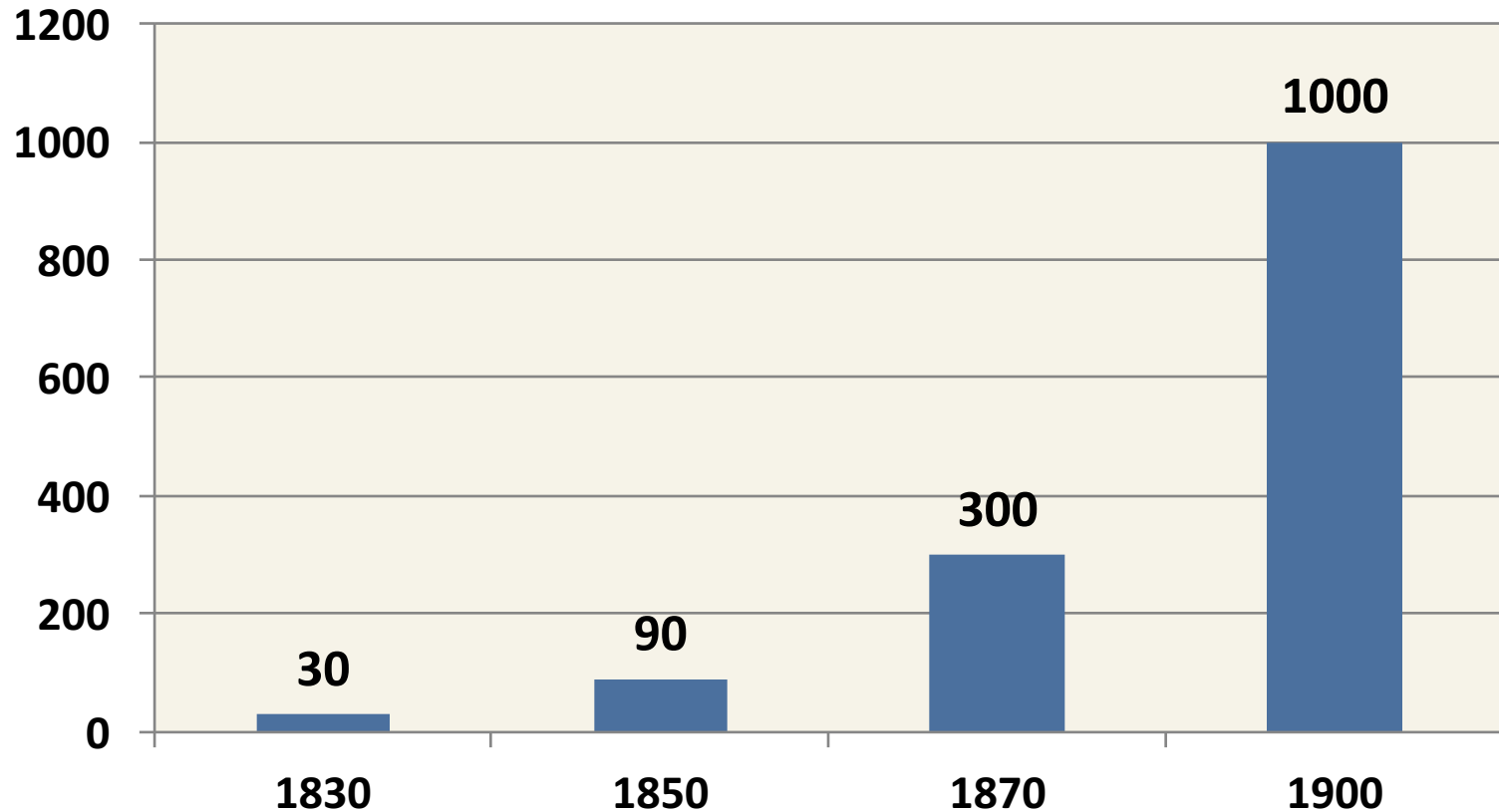
*« Les capitaux ne manquent pas, mais on ne cherche pas à en diriger l'emploi, à les attirer vers des centres pour, de là, les répandre dans les diverses branches de la production, suivant les besoins que chacun éprouve. C'est l'office des banques, et la France n'en a pas. »*

(Émile Pereire, co-fondateur du Crédit mobilier)

*« Notre métier n'est pas d'être des entrepreneurs mais de prêter sans risque aux entrepreneurs, en leur laissant les risques. »*

(Henri Germain, fondateur du Crédit Lyonnais)

## NOMBRE DE SOCIÉTÉS COTÉES À LA BOURSE DE PARIS AU XIX<sup>ÈME</sup> SIÈCLE



L'essor de la Bourse est favorisé par le développement du système bancaire. Si les banques contribuent peu au développement des entreprises par le crédit, en revanche elles jouent un rôle essentiel dans le placement des actions et obligations auprès des épargnants.



# LA CRÉATION DES SOCIÉTÉS ANONYMES

D'une façon générale, et surtout à partir des années 1870, la politique économique de l'État est dominée par le **souci de préserver un ordre social fondé sur la petite ou la moyenne entreprise.**

Le Premier Empire avait forgé le cadre juridique du développement économique du XIX<sup>e</sup> siècle. Le **Code de commerce de 1807** définissait trois types de sociétés : les sociétés en nom collectif, la société en commandite et la société anonyme. Dans les premières, tous les associés étaient soumis à la règle de la **responsabilité illimitée**. La société en commandite était à responsabilité limitée pour les associés (commanditaires) mais à responsabilité illimitée pour le gérant. Ce type de société fournissait un cadre satisfaisant pour le développement de la plupart des petites et moyennes entreprises. **La société anonyme était adaptée aux besoins de la grande entreprise, mais le législateur, parce qu'il considérait devoir protéger l'épargnant, soumettait ce type de société à autorisation.**

Ce régime juridique des sociétés reste en vigueur jusque dans les années 1860. **La loi de 1867 permet la création de sociétés anonymes sans autorisation de la puissance publique. Jusqu'à cette date, la procédure d'autorisation constituait une réelle barrière à la création de telles sociétés.** La loi rend obligatoire la publication de comptes annuels et leur vérification par des commissaires désignés par l'assemblée générale des actionnaires. Par cette mesure, l'État protège les intérêts des actionnaires tout en favorisant le développement industriel dans un contexte de croissance et de concurrence avec l'Angleterre (traité de libre-échange de 1860).

## GONFLEMENT DE L'ÉPARGNE, ESSOR DE LA BOURSE

Pour les collectivités publiques, la dette à long terme se divise en emprunts amortissables, dont le capital est remboursable par tranches annuelles, et emprunts perpétuels, dont les intérêts (la rente) doivent être versés sans limitation de durée. **Cette forme d'emprunt est concevable à une époque de stabilité de la monnaie et des prix.**

La dette à court terme, dont l'encours varie au gré des besoins et qui, de ce fait, est qualifiée de dette flottante, est constituée de bons du Trésor acquis par les banques et remboursables dans un délai bref.

À l'exception des bons du Trésor, qui ne sont à l'époque pas négociables, tous les titres s'échangent sur le marché des titres : la Bourse. **Les banques y jouent un rôle-clé pour monter les opérations, placer les titres dans le public** et en assurer la gestion tout au long de leur existence. Cela correspond à un financement direct.

Le XIX<sup>e</sup> siècle a été marqué par un **accroissement de l'épargne détenue sous forme de valeurs mobilières**. En 1913, le portefeuille de valeurs mobilières était de 122 milliards de francs, alors que le revenu national s'élevait à 36 milliards, la masse monétaire à 26 milliards. Les livrets de caisse d'épargne étaient passés de 62 millions en 1830 à 5,8 milliards en 1913. Ce gonflement a entraîné une **sensible évolution de la structure des patrimoines aux dépens des actifs immobiliers, au profit des actifs mobiliers**.

La **baisse tendancielle du taux d'intérêt au cours du siècle** traduit les tensions entre l'offre d'épargne et les besoins de financement. Elle s'explique par la **mise en place du réseau bancaire qui draine l'épargne**. Cette baisse des taux permet la croissance des investissements, dont elle diminue le coût.

## ZOLA : LA SPÉCULATION À LA BOURSE SOUS LE SECOND EMPIRE

*« Mon ami, écoutez-moi... Songez que nos trois mille titres ont produit plus de sept millions et demi. N'est-ce point un gain inespéré, extravagant ? Moi, tout cet argent m'épouvante, je ne puis croire qu'il m'appartienne... Mais ce n'est d'ailleurs pas de notre intérêt personnel qu'il s'agit. Songez aux intérêts de tous ceux qui ont remis leur fortune entre vos mains, un effrayant total de millions que vous risquez dans la partie. Pourquoi soutenir cette hausse insensée, pourquoi l'exciter encore ? On me dit de tous les côtés que la catastrophe est au bout, fatalement... Vous ne pourrez monter toujours, il n'y a aucune honte à ce que les titres reprennent leur valeur réelle [...]. »*

Mais, violemment, il s'était remis debout.

*« Je veux le cours de trois mille... J'ai acheté et j'achèterai encore, quitte à en crever... Oui ! que je crève, que tout crève avec moi, si je ne fais pas et si je ne maintiens pas le cours de trois mille ! »*

Après la liquidation du 15 décembre, les cours montèrent à deux mille huit cents, à deux mille neuf cents. Et ce fut le 21 que le cours de trois mille vingt francs fut proclamé à la Bourse, au milieu d'une agitation de foule démente. Il n'y avait plus ni vérité, ni logique, l'idée de la valeur était pervertie, au point de perdre tout sens réel. (Émile Zola, *L'Argent*, 1891)

Situant l'action en 1866, Zola fait de la Bourse de Paris le véritable sujet de son roman. L'écrivain a accumulé une documentation très complète pour décrire la spéculation à l'œuvre sous Napoléon III. Il s'inspire également de la faillite du Crédit Mobilier (1882) pour décrire l'effondrement de la « Banque Universelle » fondée par son personnage, Saccard, qui achète ses propres actions pour en faire monter le cours.

# UN ÉTAT QUI SE FINANCE DE PLUS EN PLUS PAR L'EMPRUNT

Les administrations publiques ont également des besoins de financement non couverts par l'impôt.

**Au XIX<sup>e</sup> siècle, les besoins de l'État n'ont pas cessé de grandir et il est devenu de plus en plus emprunteur.** Sa dette a deux composantes. La dette à long terme se compose d'emprunts servant à payer des dépenses administratives ou d'infrastructures. Il peut aussi s'agir de dépenses exceptionnelles : ainsi, c'est par l'emprunt qu'ont été réunies les sommes imposées par l'Allemagne à la France à l'issue de la guerre de 1870.

La dette à court terme permet à l'État d'assurer ses paiements quotidiens dont les échéances ne correspondent pas à celles des rentrées fiscales.

La III<sup>e</sup> République est marquée par un sensible accroissement des dépenses de l'État. Cela est dû en partie à l'accroissement de la dette publique qui passe de 1,8 % (1845-1849) à 5,5 % (1885-1889) du produit physique. En réalité, **ce sont les recettes, dépendantes d'un régime fiscal assez immuable, qui déterminent les dépenses** et non la pression des besoins.

Les collectivités locales émettent également des emprunts pour faire face à leurs dépenses d'infrastructures. Ainsi, pour financer les travaux de Haussmann, la Ville de Paris ne s'est pas limitée à ses recettes et a eu recours à des emprunts.

# 4

## L'ÉVOLUTION DES MODES DE FINANCEMENT DEPUIS 1945

## DES MODES DE FINANCEMENT DOMINANTS SELON L'ÉPOQUE

**On peut distinguer les phases de l'histoire économique selon le mode de financement dominant** : les marchés financiers (épargne préalable) ou le crédit bancaire (création monétaire). La priorité de la politique monétaire est alors différente : stabilité des prix d'un côté pour protéger l'épargne et les actifs financiers, soutien à l'activité dans l'autre. Dans un cas, la BC a l'initiative, elle bride la création monétaire bancaire (multiplicateur de crédit), dans l'autre, les banques commerciales ont l'initiative et la BC valide leur création monétaire *ex post* (diviseur de crédit).

Historiquement, le financement direct domine jusqu'aux années 1930, il est supplanté par le financement intermédié durant les 30 Glorieuses avant de revenir en force à partir des années 1980.

# LE VA-ET-VIENT HISTORIQUE ENTRE ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT ET DE MARCHÉS FINANCIERS

<b>Jusqu'aux années 1930 : place privilégiée des marchés financiers</b>	<b>Les années 1945-1970 : crédit bancaire monétisé et économie d'endettement</b>	<b>Depuis les années 1980 : retour en force des marchés financiers</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ La bancarisation est faible, les ménages recourent peu au crédit.</li><li>▪ L'épargne est favorisée par la stabilité monétaire.</li><li>▪ Des millions de rentiers vivent des revenus d'un patrimoine géré prudemment.</li><li>▪ La place de la famille comme unité économique (non salariés majoritaires) valorise le patrimoine et le comportement d'épargne qui lui correspond : austérité de la consommation, souci de l'accumulation patrimoniale et de sa transmission aux héritiers.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ La bancarisation s'envole, les banques démultiplient donc leur pouvoir de création monétaire.</li><li>▪ Les valeurs patrimoniales s'effondrent. La consommation immédiate se répand (hédonisme), l'épargne est dépréciée.</li><li>▪ Taux d'intérêt faibles : les banques incitent à l'emprunt, en profitant de l'inflation qui allège les dettes et rend l'épargne aléatoire.</li><li>▪ La BC valide cette création monétaire par un refinancement souple (diviseur de crédit).</li><li>▪ L'économie internationale d'endettement s'envole avec les déficits extérieurs (chocs pétroliers) et l'abondance de dollars.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Nouveau partage de la valeur ajoutée en faveur du capital. Capital et créancier reviennent en force : les débiteurs vont payer, le prêteur gagne un intérêt réel positif et élevé.</li><li>▪ La désinflation rend l'emprunt plus coûteux et le placement plus avantageux, les épargnants affluent à la bourse.</li><li>▪ La déréglementation et les innovations financières offrent des produits qui permettent de passer d'un marché à l'autre, d'une devise à l'autre, et protègent les opérateurs contre l'incertitude.</li></ul>

# 4.1.

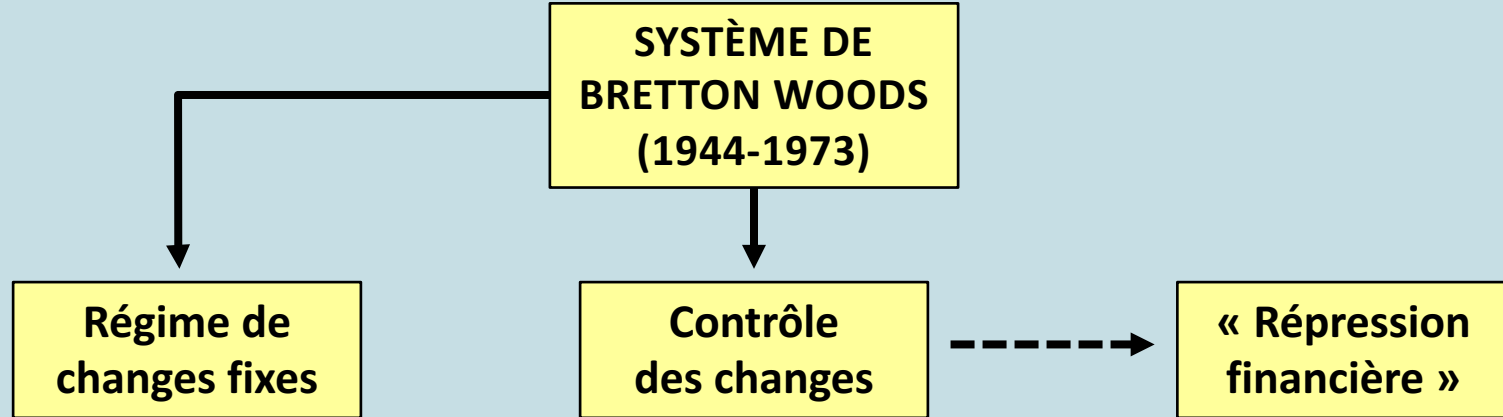
## LES TRENTE GLORIEUSES : FINANCEMENT INTERMÉDIÉ ET ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT

Durant les Trente Glorieuses, la croissance économique des PDEM repose largement sur le financement par le crédit bancaire dans un cadre national (contrôle des changes, logique de diviseur de crédit adoptée par les BC) et le système de Bretton Woods (stabilité des changes).

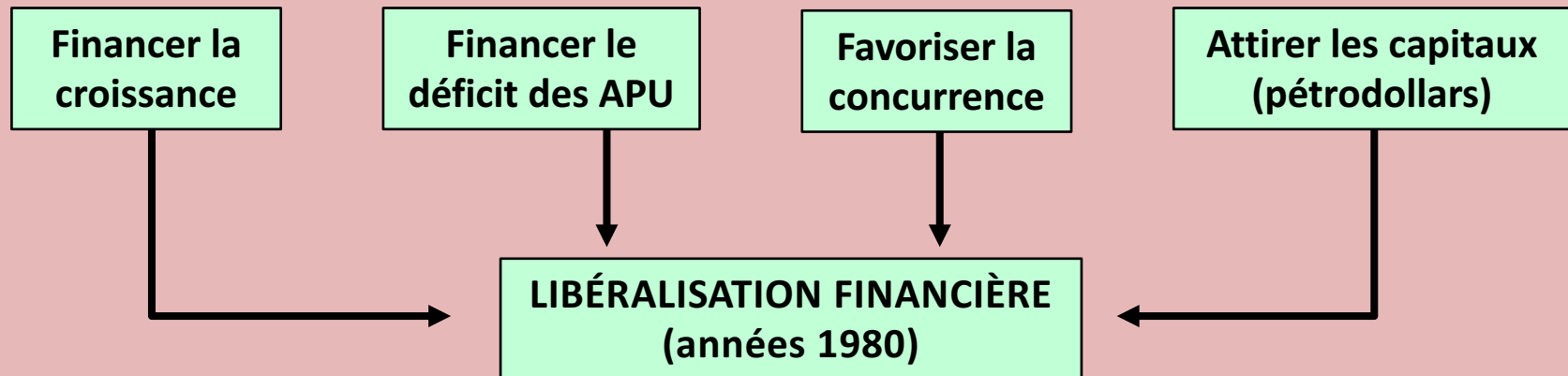
Toutefois, ce mode de financement – peu concurrentiel – devient de plus en plus coûteux lorsque l'inflation s'accélère, modifiant les comportements d'épargne, alors que les nouveaux capitaux disponibles résident hors des PDEM.



# FINANCE : DE L'ENCADREMENT À LA LIBÉRALISATION



À la fin des années 1960, l'essoufflement de la régulation tayloro-fordiste freine la croissance. La nature de la crise (stagflation) rend inefficaces les recettes keynésiennes qui creusent les déficits → les politiques privilégient désormais l'économie de l'offre et considèrent que la lutte contre l'inflation doit être la priorité.



## LES DÉSORDRES MONÉTAIRES À LA FIN DES ANNÉES 1960

Dès 1967, le Système monétaire international doit faire face à une crise aiguë. Une dévaluation de la livre sterling s'ajoute à une perte de la valeur du dollar. **L'accroissement des déficits budgétaires et le déséquilibre persistant de la balance des paiements témoignent de l'incapacité des États-Unis à financer leurs dépenses** (guerre du Viêt Nam, conquête spatiale...). Le Trésor américain procède à la **création massive de monnaie**. Injectés dans le circuit économique, ces dollars se répandent notamment en Europe (« eurodollars »), ils représentent cinq fois la valeur des réserves d'or américaines. Sur marché libre de l'or, l'envolée du cours du lingot traduit la **perte de confiance dans le billet vert**.

En 1971, les États-Unis enregistrent leur premier déficit commercial. Le président Nixon annonce le 15 août 1971 la **fin de la convertibilité du dollar en or**. Cette mesure s'accompagne d'une surtaxe de 10 % sur les importations américaines. Suite à cette décision unilatérale, des négociations monétaires aboutissent à une dévaluation du dollar qui ne permet pas de rétablir l'équilibre commercial des États-Unis, touchés par une perte importante de compétitivité. Une nouvelle dévaluation du dollar, de 10 % également, survient en février 1973.

En 1972, afin de contrer la spéculation, les États membres de la CEE créent le « Serpent monétaire européen » qui permet de maintenir des rapports quasi stables entre leurs devises (+ ou - 2,25 % d'oscillation maximum → « serpent »).

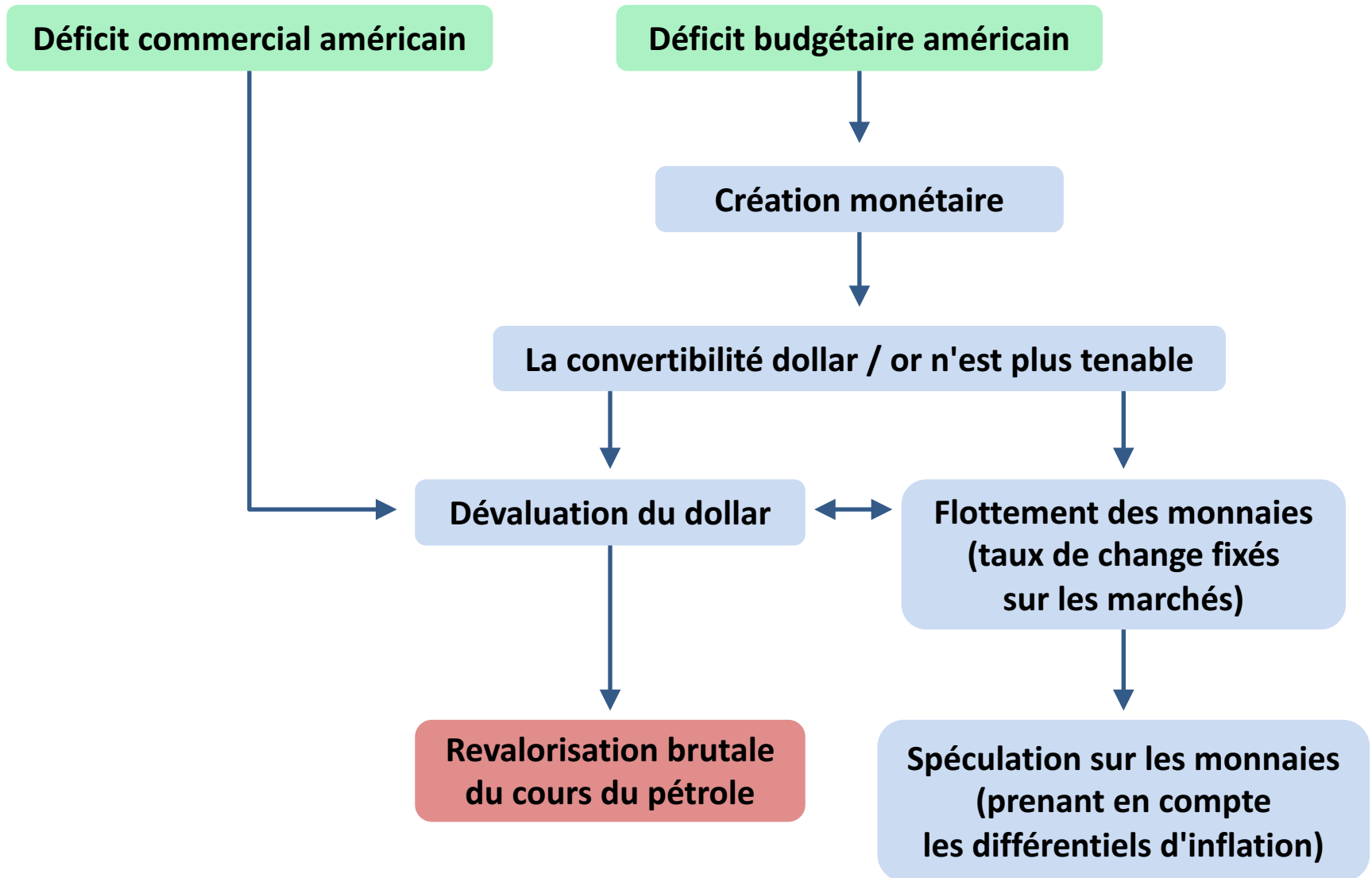
## FLOTTEMENT GÉNÉRALISÉ DES MONNAIES, SPÉCULATION ET CHOC PÉTROLIER

Désormais, le cours du change de la monnaie résulte d'une fixation libre par le simple jeu du marché (ce qui n'exclut pas l'éventualité d'une intervention des banques centrales). La mise en place du **système des « changes flottants » (1973)** entraîne une fluctuation importante des monnaies, alimentée par les écarts d'inflation entre les pays. Ces bouleversements provoquent la **spéculation sur les changes**, qui détourne les capitaux disponibles de l'investissement productif.

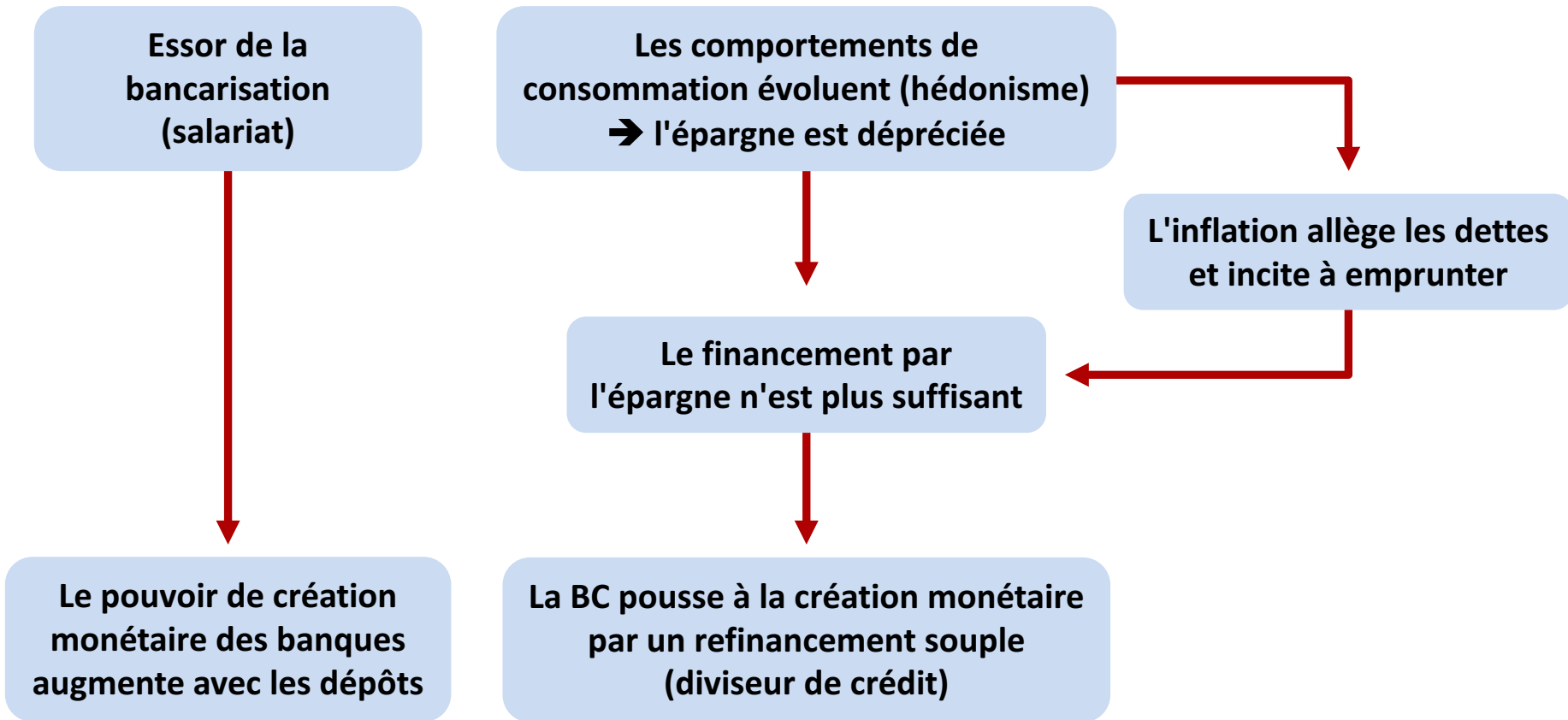
Les dépréciations consécutives du dollar, qui demeure la monnaie de référence dans le règlement des échanges internationaux – et notamment pour le pétrole –, conduisent les exportateurs de pétrole (OPEP) à revoir le cours de leurs produits d'exportation à la hausse. À la fin de l'année 1973, **le cours du baril s'envole**, passant de 3 \$ à 12 \$ en trois mois.

**En 1976, les accords de la Jamaïque entérinent le flottement généralisé des monnaies.**

# DOLLAR, DÉSORDRES MONÉTAIRES ET CHOC PÉTROLIER

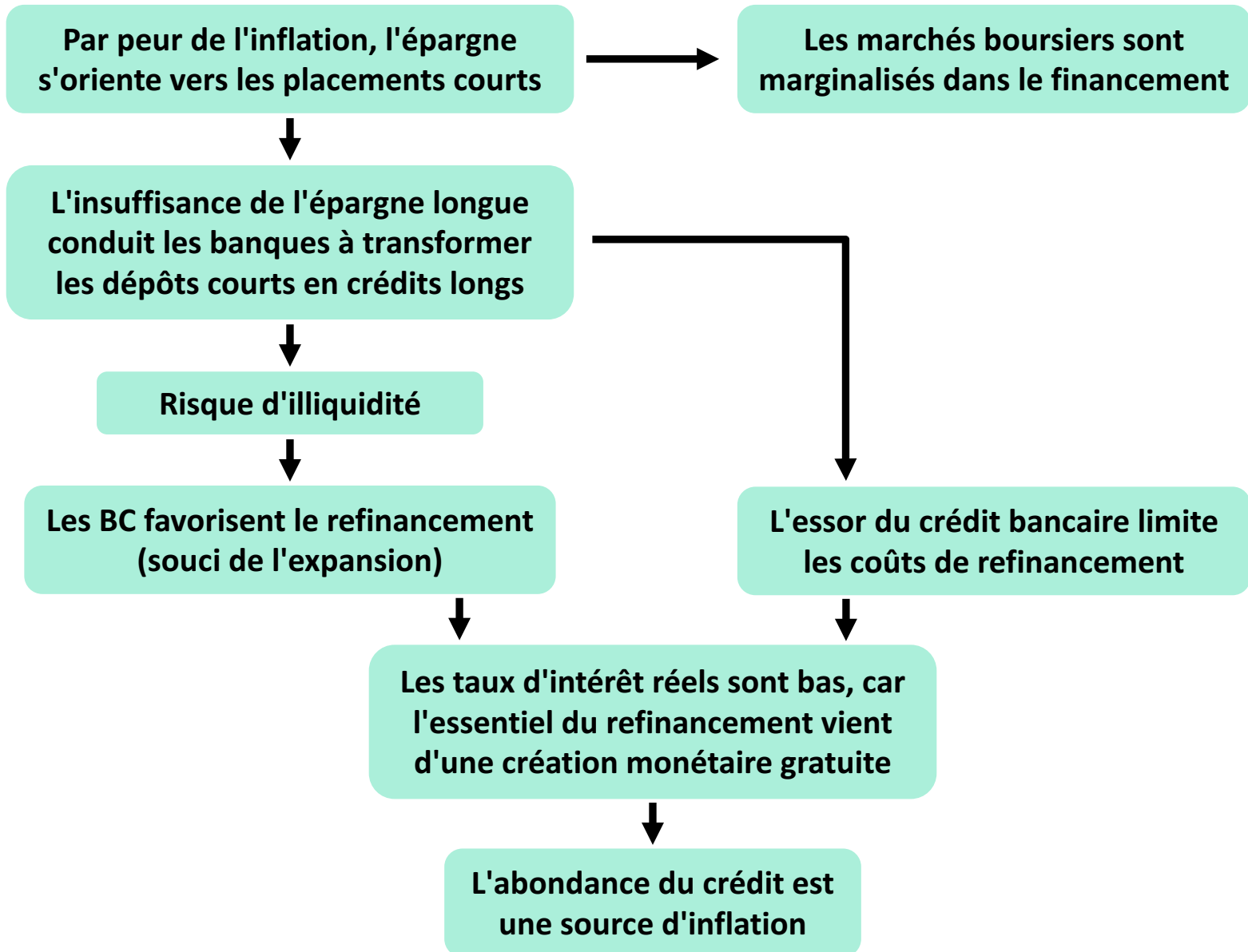


# LES TRENTE GLORIEUSES : UNE ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT



Pour John R. Hicks, une « économie d'endettement » est une économie financée par le crédit bancaire monétisé. La BC devient un « guichet automatique » qui refinance les banques ; le rôle du marché est réduit.

# ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT ET INFLATION



## LES BANQUES VICTIMES DE L'ASYMÉTRIE D'INFORMATION

Les asymétries d'information, concernant les relations entre des emprunteurs (qui connaissent le degré de risque de leur projet) et des banques (qui ont une connaissance imparfaite du risque du projet et de l'emprunteur lui-même), peuvent conduire à un phénomène d'anti-sélection. En effet, si les banques doivent faire face à des emprunteurs risqués et d'autres peu risqués, elles vont proposer des taux d'intérêt « moyens » qui vont décourager les emprunteurs peu risqués de faire appel à elles pour obtenir les financements, préférant se financer sur les marchés de titres ; les banques ne vont finalement conserver dans leur clientèle que les emprunteurs risqués (pour lesquels le taux d'intérêt sera d'ailleurs encore trop faible). Augmenter les taux d'intérêt du crédit ne ferait alors qu'inciter ces investisseurs à une prise de risque supplémentaire. Un second risque, d'aléa moral, s'explique ainsi par le fait qu'il est possible à l'emprunteur d'agir, une fois le crédit obtenu, différemment de ce qui avait été prévu, de ne pas « respecter » ce risque.

G. Akerlof (*A market for lemons*, 1970) montre comment les prix « moyens » sur le marché des automobiles d'occasion dissuadent les vendeurs de véhicules en bon état de vendre. Sur ce marché, certaines voitures sont en bon état et d'autres comportent des défauts cachés, connus du vendeur mais que l'acheteur ne peut découvrir avant d'avoir acheté le véhicule. Incapables de distinguer les bonnes voitures des mauvaises, les acheteurs revoient à la baisse ce qu'ils sont prêts à payer, conduisant à l'éviction des bons vendeurs. Ce marché ne fonctionne pas dans des conditions de concurrence pure et parfaite : les biens échangés sont hétérogènes (les voitures sont de qualités différentes) et il existe une asymétrie d'information entre vendeurs et acheteurs.

# 4.2.

## LA LIBÉRALISATION ET L'ESSOR DES MARCHÉS FINANCIERS

Contrairement à l'économie d'endettement, qui repose sur le crédit bancaire et donc sur la création monétaire, l'économie de marchés financiers est fondée sur la mobilisation de l'épargne du public. Les marchés doivent offrir un rendement élevé (taux d'intérêt réels forts), ainsi que la stabilité monétaire interne (inflation proche de 0) et externe (taux de change stable).

Les années 1980 voient l'essor des marchés financiers, favorisés par les « trois D ». Cependant, ce mode de financement favorise la spéculation et l'instabilité économique.



# POURQUOI LE FINANCEMENT DÉINTERMÉDIÉ SUPPLANTE-T-IL LE FINANCEMENT INTERMÉDIÉ À PARTIR DES ANNÉES 1980 ?

## LE PROBLÈME

Essoufflement de la productivité



Recul de la part des profits dans la Val. Aj.



Ralentissement de la croissance



## LA SOLUTION

Favoriser l'investissement



Financer l'investissement



## LA CONTRAINTE

**Inflation**

Selon les théories qui considèrent l'économie du côté de l'offre, il faut créer un environnement favorable aux entreprises et stimuler l'investissement. Mais le financement par crédit bancaire crée de la monnaie supplémentaire, il est donc source d'inflation.

## LE MARCHÉ PERMET UNE JUSTE ÉVALUATION DU RISQUE

Selon la **théorie des marchés efficients**, le marché est parfaitement capable de mesurer les risques et donc de les assurer. Un marché est dit efficient lorsque les fluctuations de cours qui s'y observent sont dues à des informations nouvelles. Cela traduit le fait que **le prix intègre ainsi toute l'information disponible**. Harry Markowitz (1952), James Tobin, William Sharpe, Robert Merton, Hyron Scholes, Fisher Black (tous « prix Nobel » pour leurs travaux) ont montré que **les fluctuations de cours reflètent les risques des titres**. Diversifier ses placements permet de réduire les risques. **Les marchés financiers permettent à chacun de définir son niveau de risque** et celui-ci détermine le rendement du portefeuille. Les marchés permettent également de s'assurer contre le risque par le mécanisme des options...

Cette vision très optimiste du fonctionnement des marchés a participé à leur développement et a contribué par exemple au mécanisme de la titrisation. Il faut cependant noter que **des marchés réellement efficients ne devraient pas connaître de bulles spéculatives** puisqu'ils intègrent correctement toute l'information. Ou alors il faut considérer que toutes les bulles apparues au cours des dernières décennies ne s'expliquent que par le manque de transparence de l'information sur les produits financiers.

## LES « TROIS D » : LA GLOBALISATION EN MARCHÉ

On a coutume, à la suite d'Henri Bourguinat, de résumer la mutation financière des années 1980 en parlant des « trois D » :

- **la désintermédiation** qui conduit à une **montée en puissance des marchés** ;
- **la déréglementation**, qui signifie que **l'activité des intermédiaires financiers est moins contrainte** qu'auparavant (suppression de l'encadrement du crédit, démantèlement du contrôle des changes, libéralisation des mouvements de capitaux, etc.) ;
- **le décloisonnement** qui conduit à une **intégration croissante des marchés**. Alors qu'auparavant les marchés étaient très segmentés (marché des prêts au logement, marché des prêts aux agriculteurs, distinction entre banques d'affaires et banques de dépôts, entre banques et compagnies d'assurance, etc.) → les différentes activités financières forment un tout.

NB : la libéralisation financière n'a pas été subie par les États, mais voulue par eux, notamment parce que cela facilitait le financement de leur propre dette.

## « D » COMME DÉCLOISONNEMENT DES MARCHÉS

La condition nécessaire de la globalisation financière a été non seulement l'ouverture des marchés nationaux, mais aussi, à l'intérieur de ceux-ci, l'éclatement des compartiments préexistants. Amorcé aux États-Unis, ce **mouvement de déspecialisation des activités** a conduit à une mise en question de plus en plus nette des distinctions traditionnelles, y compris, celle, pourtant centrale, du *Glass Steagall Act* (1933) séparant aux États-Unis banques commerciales et « *Investment Banks* » spécialisées dans le placement des valeurs mobilières. **Au Royaume-Uni, le « Big-Bang » de 1986** a non seulement conduit à la confusion des fonctions des contrepartistes (Jobbers) et des Brokers (courtiers) mais a aussi permis aux non-résidents d'être co-chefs de file dans les émissions étrangères. Il en est de même **en France avec la création du MATIF (1986)**, des billets de trésorerie, des certificats de dépôt, toute la révolution de la finance directe.

Ce décloisonnement touche autant les barrières internes jusqu'ici étanches, que celles qui existent avec l'extérieur. Les directives européennes ou les décisions nationales concernant la libéralisation des opérations financières et la suppression du contrôle des changes (Grande-Bretagne, 1979 ; France, 1985-1987) participent de ce même mouvement.

Le marché à terme international de France (MATIF) est un marché dédié aux transactions concernant les actifs monétaires ou financiers. Il réalise les mêmes opérations que les bourses de commerce sur les matières premières (café, sucre, blé, soja, etc.). Il permet aux détenteurs d'actifs de minimiser les risques que leur font courir les variations de taux d'intérêt et de taux de change.

## « D » COMME DÉRÉGLEMENTATION

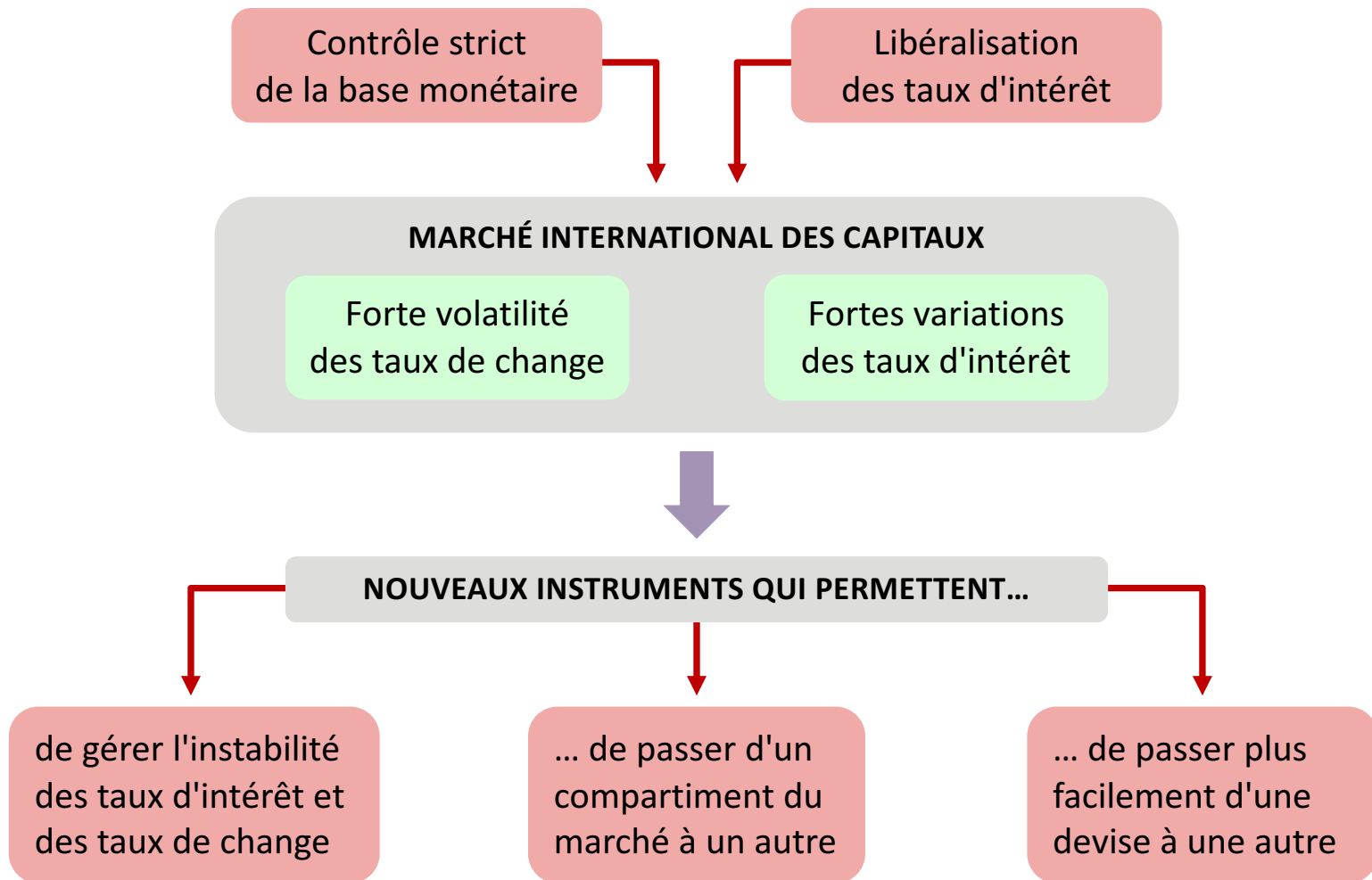
Aux États-Unis, les innovations financières apparaissent presque simultanément avec la nouvelle politique de contrôle de la création monétaire. Elles font, en particulier, sauter les distinctions entre les comptes à terme et les comptes à vue. Les titulaires de compte à terme peuvent retirer des fonds à condition de laisser un solde minimum et, sous certaines conditions, faire des chèques à partir de ces comptes à terme → désormais, **l'incidence des taux d'intérêt se fait sentir sur l'ensemble des opérations bancaires** réalisées avec la clientèle.

**Ces innovations financières, combinées avec la politique de contrôle strict de la base monétaire et la libéralisation des taux d'intérêt, affectent profondément le marché international des capitaux. Dans un environnement où les taux d'intérêt sont devenus beaucoup plus mobiles et les taux de change fortement volatiles, de nouveaux instruments permettent de gérer cette double instabilité :** Facilités d'émission (RUES : Revolving Underwriting Facilities, NIES : Note Issuance Facilities), Facilités à options multiples (MOFS : Multiple Option Facilities), Contrats de fixation de taux d'intérêt (FRA : Fixed Rates Agreements), Options, Futures, Swaps, etc.

Les « nouveaux produits » ont une triple vocation :

- permettre de **gérer l'instabilité des taux d'intérêt et du change** ;
- permettre de passer d'un compartiment du marché (interne) à un autre (taux variable / taux fixes ; marché au comptant / marché à terme, etc.) ;
- permettre d'aller de plus en plus facilement d'une devise à une autre. **Le mouvement de déréglementation et les innovations ont convergé pour assurer les opérateurs contre l'incertitude**, mais aussi pour leur permettre de fabriquer la devise de leur choix, et donc, d'avoir d'emblée cette optique multi-devises qu'implique justement la globalisation du marché.

# DÉRÉGLEMENTATION ET INNOVATIONS FINANCIÈRES



La déréglementation et les innovations visent à assurer les opérateurs contre l'incertitude, mais aussi à avoir l'optique multi-devises qu'implique la globalisation du marché.

## « D » COMME DÉINTERMÉDIATION PAR LA TITRISATION

La titrisation consiste à placer des effets à court terme renouvelables afin de procurer à l'emprunteur l'assurance d'un financement à long terme.

Né aux États-Unis, ce procédé s'est diffusé à d'autres pays (réforme Bérégovoy en France, 1988). Son origine remonte à 1982, lorsque les ratios de solvabilité (capitaux propres + réserves / créances) se sont fortement dégradés du fait de la « crise de la dette » des pays en développement, et que les banques (d'abord aux États-Unis puis dans d'autres pays) ont cherché ainsi à soulager leurs bilans. Tout en réduisant leurs prêts aux pays endettés, elles s'engagent dans une **politique de développement du « hors-bilan »**. L'objectif est de **soustraire du bilan le maximum de créances douteuses** ou sans grand avenir (crédits aux PED, crédits hypothécaires, crédits à taux renégociés, etc.) et de se faire intermédiaire pour les placer auprès d'emprunteurs (fonds de pension, caisses de retraite, particuliers, etc.) sous forme d'effets renouvelables et, par voie de conséquence, à taux variable.

Le fondement est triple :

- fractionner de gros emprunts en petits montants ;
- les renouveler fréquemment — tous les 3 ou 6 mois — de façon à parvenir à des financements longs ;
- de n'intervenir qu'à titre d'intermédiaire, quitte pour les banques, en cas d'insuffisante liquidité du marché, à reprendre elles-mêmes les effets.

# LE RÔLE DU MARCHÉ DANS L'INVESTISSEMENT : LE « Q » DE TOBIN

**James Tobin** a proposé (1969) un modèle fondé sur le principe suivant : **l'entrepreneur investit dans de nouveaux projets si le marché les valorise au-delà de ce qu'ils ont coûté.** L'investissement est rentable tant que l'accroissement de la valeur de la firme est supérieur à son coût. Le ratio « Q moyen » est alors le rapport entre la valeur d'une entreprise, mesurée par sa capitalisation boursière, et le montant de son capital au coût de remplacement. S'il est supérieur à 1, le marché anticipe que les profits futurs (dont la somme actualisée est en principe la valeur de l'entreprise) sont supérieurs au coût d'investissement. Dans le cas contraire, pour un Q inférieur à 1, la rentabilité de l'investissement est inférieure à son coût : l'intérêt des actionnaires serait de revendre les investissements existants, ou à tout le moins d'éviter de réinvestir.

Si ce modèle a l'avantage d'intégrer *a priori* l'ensemble de l'information disponible (les cours boursiers doivent refléter tous les paramètres), il présente **deux inconvénients majeurs** :

- **il n'est calculable que pour les entreprises cotées** ou celles qui ont une rentabilité régulière : cela supposerait que la décision d'investir des plus petites entreprises soit exactement calée sur les plus grandes pour que l'on puisse agréger leurs comportements afin de pouvoir déterminer statistiquement le niveau d'investissement ;
- il part du **postulat que la valorisation des marchés est rationnelle.** L'expérience des « **bulles spéculatives** » montre à l'inverse qu'il peut y avoir des divergences entre les cours boursiers et les fondamentaux de l'économie.



# 4.3.

## LES MUTATIONS DU SYSTÈME FINANCIER EN FRANCE DEPUIS 1945

Au lendemain de la 2<sup>nd</sup>e Guerre mondiale, la France est confrontée aux nécessités de la reconstruction. Cette contrainte se combine avec l'adoption de politiques d'inspiration keynésienne pour justifier le dirigisme qui oriente la croissance.

Celle-ci est largement financée par un crédit bancaire strictement encadré. Cependant, ce système semble de moins en moins efficace lorsque survient la stagflation : le coût du financement devient pénalisant et l'investissement s'essouffle. Par ailleurs, la montée des déficits pose aussi la question du financement des administrations publiques.

Les années 1980 voient des mutations radicales orienter le système financier vers une logique de marché.

# L'ORGANISATION DU SYSTÈME BANCAIRE : UN ROUAGE ESSENTIEL DE L'ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT

Le système bancaire français était organisé par la loi du 2 décembre 1945 dont l'un des principaux principes était le **cloisonnement des activités bancaires**. Les banques étaient réparties en trois catégories distinctes :

- 1) la première regroupait les **banques de dépôt**, qui collectaient les dépôts à court terme et finançaient les projets à court terme ; ces banques de dépôt étaient donc plutôt les banques des ménages ;
- 2) la deuxième catégorie réunissait les **banques d'affaires**, qui ne disposaient que de leurs ressources propres pour financer les besoins des entreprises ; ces banques ne pouvaient donc financer les projets très importants d'investissement des entreprises ;
- 3) la troisième catégorie était constituée des banques de crédit à moyen et long terme, qui collectaient et prêtaient des fonds sur le long terme et pouvaient donc financer les projets d'investissement des ménages (logement), des administrations (grands travaux) et des entreprises lorsqu'ils ne pouvaient l'être par les banques d'affaires.

Cet état de fait perdure jusqu'à la **réforme Debré-Haberer de 1966 qui décloisonne les activités bancaires**. Les banques de dépôt sont autorisées à collecter des dépôts de plus de deux ans, et à prendre des participations dans des entreprises industrielles jusqu'à 20 % du capital de ces dernières (contre 10 % auparavant). Avec la loi de **désécialisation bancaire en 1984, les banques deviennent généralistes** : elles interviennent sur l'ensemble des marchés (« banques universelles »). **Ce décloisonnement des activités bancaires impulse une vague de concentration** : les banques françaises se regroupent pour proposer à leurs clients l'ensemble des moyens de financement (du très court terme au très long terme) ; en 1998, les Banques populaires rachètent Natexis, axée sur le financement des grandes entreprises ; en 2000, la BNP fusionne avec Paribas.

## DE 1945 AUX ANNÉES 1960, L'ÉCONOMIE FRANÇAISE EST ADMINISTRÉE DE FAÇON DIRIGISTE ET SON FINANCEMENT EST ÉTATISÉ

Le contexte est marqué par les séquelles de la crise de 1929 et de la dépression des années 1930 : la Bourse est en sommeil, les banques privées ont été fragilisées et n'ont que de faibles capacités d'action.

La guerre a suscité de considérables destructions, alors que **l'épargne très amoindrie est insuffisante pour assurer le financement de la reconstruction.**

L'État doit prendre la direction des opérations dans un **cadre très dirigiste.** Il nationalise la Banque de France, les grandes banques de dépôt, les compagnies d'assurances. **Tous les leviers du crédit passent sous son contrôle.**

Il organise le financement autour du Trésor public, du Fonds de modernisation et d'équipement, de la Caisse des dépôts et consignations et de la banque centrale devenue une institution publique.

Il octroie aux entreprises publiques, sur fonds budgétaires, les ressources nécessaires à leur redressement. Il subventionne les entreprises privées.

Les institutions financières contrôlées par l'État multiplient les crédits à taux bonifiés au profit d'activités jugées prioritaires par le Plan (agriculture, logement, mines, transports, construction navale, industrie lourde, etc.). Chacune d'elles ayant son propre régime spécial de crédit, **les circuits de financement se cloisonnent. Ils ne sont plus régis par les lois du marché mais par des impératifs politiques.**

## LE DIRIGISME DE CE SYSTÈME ENTRAÎNE DES DYSFONCTIONNEMENTS

**La loi de 1945 adopte le principe de la spécialisation bancaire.** Il n'y a pas de liberté d'établissement et **les banques commerciales sont étroitement surveillées par le Conseil national du crédit.** Les autres acteurs ne jouent qu'un rôle secondaire dans le financement de l'économie.

La politique monétaire est dirigiste : son outil principal est le réescompte selon des procédures garantissant le refinancement des opérations que l'État veut encourager. **L'allocation des ressources ne repose donc pas sur des mécanismes de marché.**

Cela s'avère efficace pour assurer la reconstruction. Mais il en résulte des **tensions inflationnistes** plus ou moins maîtrisées, **la création de monnaie étant indispensable pour boucler ce circuit de financement administré de l'économie.**

En outre, **cela fait disparaître la concurrence** aussi bien entre les institutions financières qu'entre les demandeurs de capitaux.

## MODERNISATION DU SYSTÈME BANCAIRE : LES RÉFORMES DES ANNÉES 1960

Dans sa volonté de désengagement, l'État pousse les banques au centre du système financier : il s'agit de mettre fin aux excès du dirigisme et de prendre acte de l'ouverture européenne.

**En 1966-1967, les réformes Debré-Haberer placent le système bancaire au centre du système financier.** Les banques pratiquent la transformation systématique de ressources déposées à court terme en placements de moyen et long termes. Pour faciliter leur refinancement est créé en 1967 un **marché monétaire interbancaire** : les établissements qui ont des excès de liquidités peuvent les prêter à ceux qui ont des besoins de trésorerie. Cela témoigne d'une **volonté de passer à une régulation par les taux** pour fonder la politique monétaire. Par ailleurs, la commission des opérations de Bourse (COB) est créée pour surveiller les transactions boursières et contribuer au réveil du marché des titres.

# LES RÉFORMES DES ANNÉES 1960 S'AVÈRENT INSUFFISANTES POUR REMÉDIER AUX DÉFAUTS DU FINANCEMENT ADMINISTRÉ

Dans un contexte d'accélération de l'inflation, tous les objectifs ne sont pas atteints :

- **l'inflation s'accélère** en lien avec la crise du système monétaire international et les chocs pétroliers. Pour la freiner, la politique monétaire repose à partir de 1972 sur un **encadrement systématique du crédit. Elle reste donc très dirigiste**, contrairement à ce qui était souhaité ;
- la Bourse ne prend toujours pas son essor ;
- l'endettement des entreprises est croissant : il est dopé par l'effet de levier, facilité par des taux d'intérêt réels proches de zéro ;
- **le système bancaire reste cloisonné et non concurrentiel.**

**Ce mode de financement entretient l'inflation** dont le taux passe à deux chiffres. On tente de sortir de ces contradictions en nationalisant presque tous les établissements de crédit en 1982, mais ce sursaut de dirigisme conduit à une impasse.

## LES LIMITES DE LA DÉSPÉCIALISATION BANCAIRE

Malgré les réformes, la liberté des banques n'était pas entière :

- avec la nationalisation de 36 banques en 1982, **l'État intervenait directement dans le financement de l'économie, notamment dans le processus de création monétaire par l'encadrement du crédit** : le taux d'évolution du montant possible des prêts bancaires est fixé pour chaque banque ;
- **les taux d'intérêt étaient administrés, ils étaient donc fixés par les pouvoirs publics et la Banque de France** dans le cadre de la politique économique ; certains taux étaient bonifiés, c'est-à-dire réduits, et réservés à certaines opérations considérées comme prioritaires (la différence entre le taux du marché et le taux bonifié étant prise en charge par les pouvoirs publics) ;
- **ce système était faiblement ouvert sur l'extérieur : le contrôle des changes permet de freiner les flux de capitaux entre la monnaie nationale et les devises et donc de stabiliser les taux de change.**

➔ Compte tenu de ces entraves réglementaires, les entreprises ont cherché des moyens plus souples pour financer leurs investissements, ce qui a modifié en profondeur le système de financement des investissements en France.

Un certain nombre d'explications entrent en ligne de compte en ce qui concerne le changement de nature du système financier. Cela tient notamment au fait que l'économie d'endettement a rencontré des limites, qu'un **financement direct a un coût moindre** (on n'a plus à payer d'intermédiaire) et qu'il est rendu plus accessible grâce à la déréglementation des marchés financiers.

# LE TOURNANT DE LA RIGUEUR ET LA GLOBALISATION FINANCIÈRE DONNENT LE PREMIER RÔLE AUX MARCHÉS FINANCIERS

Le « tournant de la rigueur » (1983) traduit le choix :

- de **la désinflation** au plan intérieur ;
- de l'ouverture et de l'acceptation des conséquences financières de la globalisation au plan extérieur.

Les réformes du financement marquent un tournant vers plus de libéralisme :

- le marché monétaire est ouvert aux agents non financiers en 1985 ;
- **l'encadrement du crédit est abandonné**, de même que le contrôle des prix et des changes en 1987.

L'inspiration de la politique monétaire devient monétariste. **À partir de 1993, la Banque de France qui la met en œuvre est indépendante**, ce qui la soustrait à toute ingérence des pouvoirs publics.

**L'État stimule l'essor de la Bourse** par des mesures fiscales destinées à y orienter l'épargne des ménages. Les **privatisations** contribuent au développement du marché des titres. L'État facilite aussi l'accès des entreprises aux marchés financiers pour qu'elles s'y procurent des fonds. Cela passe par des mesures de modernisation et de déréglementation ainsi que par l'adoption de multiples innovations financières (titres hybrides, marchés dérivés, opérations de fusion-acquisition).



# CES RÉFORMES ONT UN IMPACT SUR LES BANQUES ET SUR LE FONCTIONNEMENT DE L'ÉCONOMIE DANS SON ENSEMBLE

Les banques sont d'abord fragilisées par ces réformes : elles doivent s'adapter en raison du déclin des financements intermédiés. L'État y contribue :

- par l'**unification du cadre juridique de l'activité bancaire en 1984** ;
- par la **privatisation progressive des grands établissements de crédit** (la Société Générale en 1987, la BNP en 1993, etc.).

**Les banques s'adaptent en se concentrant et en redéfinissant leurs activités.** Elles se tournent de plus en plus vers les marchés financiers en « marchéisant » leurs opérations. **Elles conservent une place déterminante du fait de l'importance des asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs.** Mais si leur rôle reste capital, **les marchés financiers sont devenus le centre de gravité du système,** et c'est par rapport à eux qu'elles se situent.

Les conséquences de ces mutations sont :

- le **caractère plus concurrentiel des mécanismes d'allocation des ressources,** gage d'une meilleure efficacité aux yeux des libéraux ;
- un **financement *a priori* non inflationniste de l'économie** ;
- un risque plus grand d' « exubérance irrationnelle » des marchés conduisant à la formation de bulles spéculatives ;
- une **plus grande cyclicité de l'économie** devenue plus sensible aux chocs issus de la sphère financière.

# ÉVOLUTION DU CADRE DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE EN FRANCE

**De 1945 aux années 1960 :  
un dirigisme fort**

- Nationalisation de nombreux établissements de crédit
- Nationalisation de la Banque de France
- Loi de 1945 → principe de la spécialisation bancaire
- Encadrement du crédit
- Contrôle des changes

**Des années 1960 au  
début des années 1980 :  
des réformes insuffisantes**

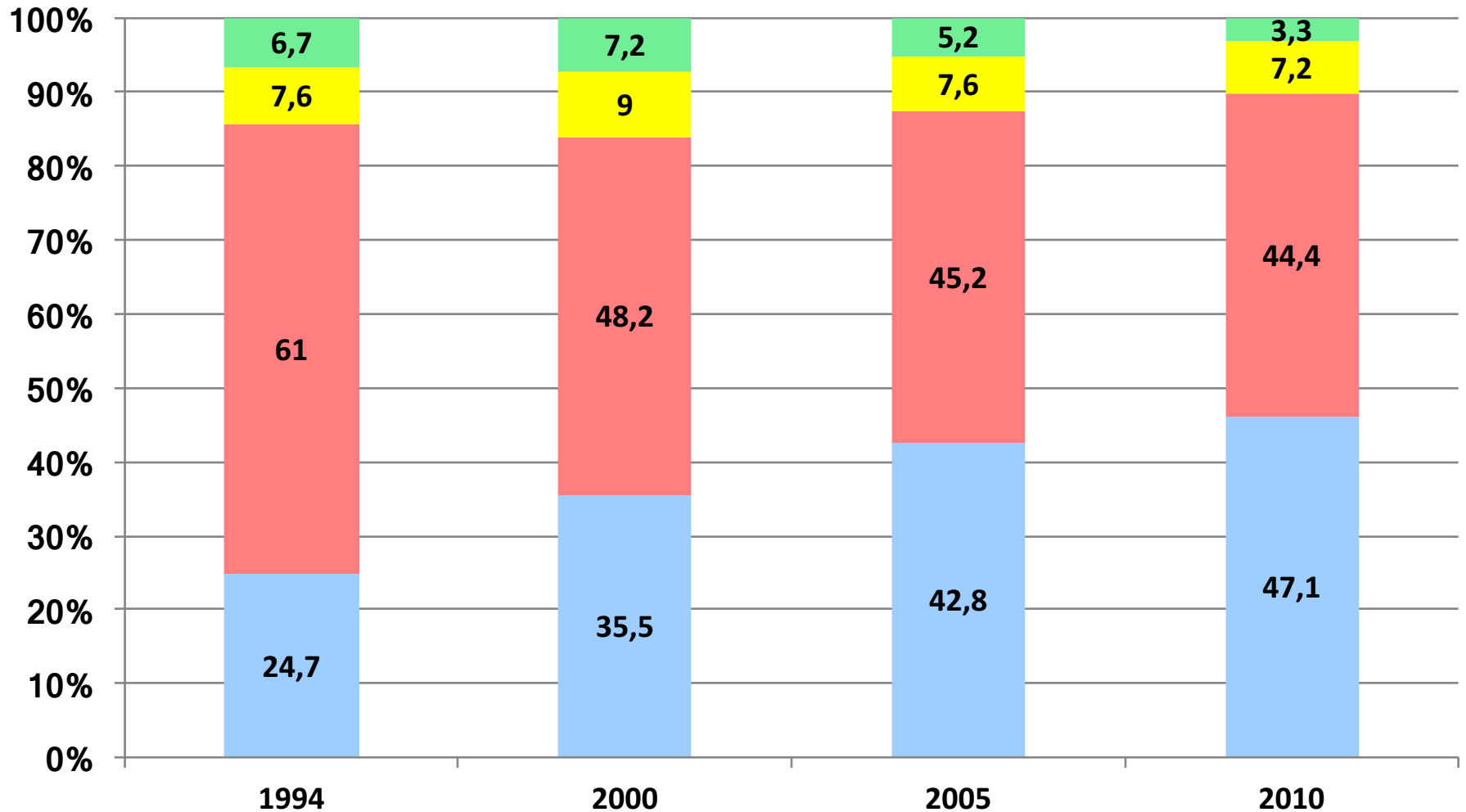
- Réformes Debré-Haberer (1966-67)
- Valorisation des marchés boursiers (création de la COB)
- Création d'un marché monétaire interbancaire destiné à faciliter le refinancement des banques (1967)

**Depuis les années 1980 :  
la logique de marché s'impose**

- Privatisations des banques
- Loi bancaire de 1984
- Fin de l'encadrement du crédit (1987)
- Abandon du contrôle des changes (1989)
- La Banque de France devient indépendante (1993)
- Mesures fiscales destinées à orienter l'épargne des ménages vers la Bourse
- Privatisations → développement du marché des titres
- Modernisation, déréglementation, innovations financières (MATIF : 1986 ; titrisation : 1988)

# LA DIMINUTION DE L'INTERMÉDIATION BANCAIRE EN FRANCE

- OPCVM
- Entreprises d'assurance
- Établissements de crédit
- Financements non intermédiés



# LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

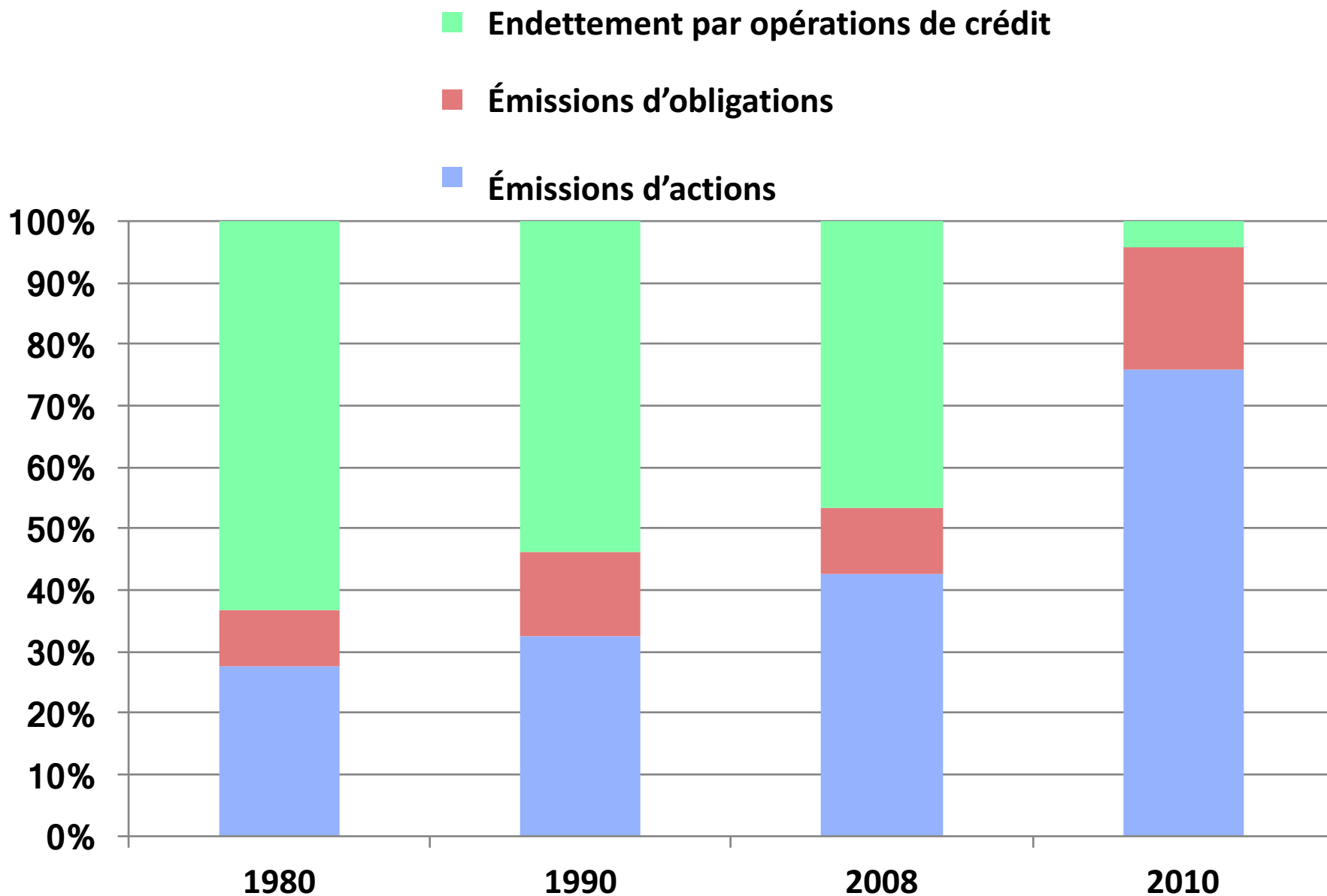
	1975	1980	1987	1990	1984	1998	2009
<b>Autofinancement</b>	40	48	58	47	80	57	169
<b>Émissions d'actions</b>	6	14	18	16	25	26	105
<b>Endettement</b>	54	38	24	37	-5	17	29
- dont obligations	5	4	4	7	2	9	10
- dont crédits bancaires	33	31	17	28	-9	7	29
<b>Total des financements (Mds €)</b>	39	59	133	209	159	214	313

En %, sauf pour la ligne « total » qui est en milliards d'euros

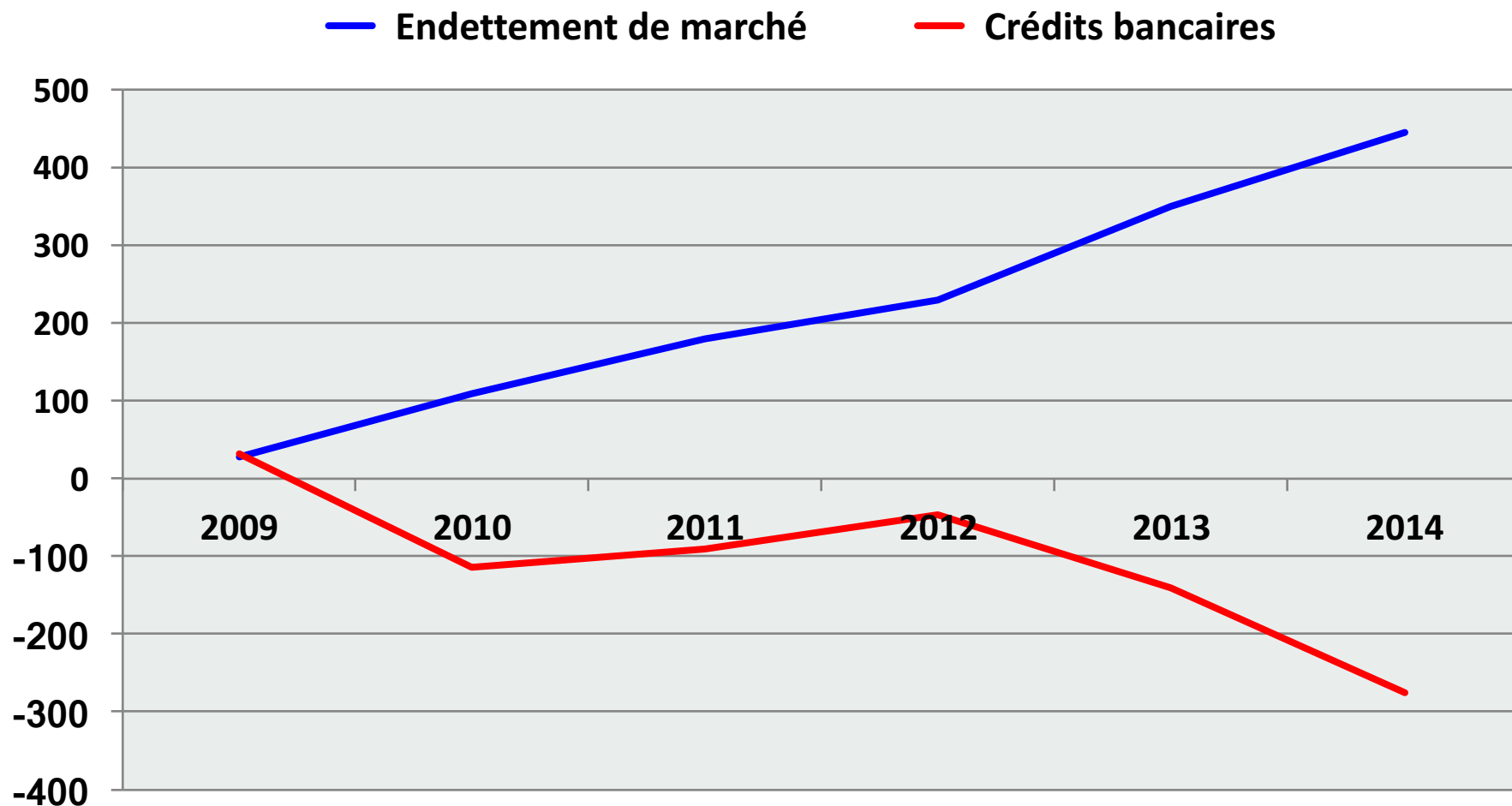
*Source* : Insee, TEF 2000-2001.

La crise qui touche les banques en 2008 ferme le robinet du crédit bancaire. Les entreprises doivent alors utiliser leurs fonds propres pour faire face à leurs besoins.

# STRUCTURE DE FINANCEMENT DES SNF (ENTREPRISES) EN FRANCE



# ENDETTEMENT DES SOCIÉTÉS NON-FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO (Mds €, flux nets cumulés depuis le 01/09/2009)



Source : BCE

## L'ÉTAT CONTINUE D'OCCUPER UNE PLACE MAJEURE DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

La situation du financement de l'économie française peut paraître paradoxale : **alors que le taux d'épargne des ménages se situe depuis plusieurs années à un niveau élevé, de nombreux acteurs économiques mettent en avant leur difficulté à se financer.** Or, **les conditions de financement ne sont pas sans influence sur le rythme de la croissance économique.**

La fin progressive de l'encadrement du crédit à partir des années 1970, l'instauration de la libre circulation des capitaux à l'échelle communautaire, puis, le transfert de la politique monétaire à la Banque Centrale Européenne ont pu laisser penser que l'État s'était progressivement désengagé de son rôle dans le financement de l'économie.

Toutefois, **malgré l'internationalisation croissante des flux financiers, l'État continue d'occuper une place majeure dans le financement de l'économie française :**

- par les dépenses budgétaires qu'il engage ;
- par les dépenses fiscales qu'il accorde pour orienter l'allocation de l'épargne ;
- par les instruments financiers qu'il mobilise ;
- par la responsabilité qui lui incombe dans la régulation du secteur financier.

Dans le même temps, son propre besoin de financement, qu'il couvre par une dette croissante, impacte directement la capacité de financement de l'économie dans son ensemble.

## LE FINANCEMENT DE L'ÉTAT PEUT ENTRAÎNER DES EFFETS D'ÉVICTION

Qu'il s'effectue à court, moyen ou long terme, **le financement de l'État s'opère essentiellement grâce à l'émission de titres sur les marchés financiers**. Il ne gêne donc pas directement les PME, les ménages ou les collectivités territoriales qui recourent très majoritairement à des financements externes bancaires.

À l'inverse, **les grandes entreprises et les grands établissements financiers se financent généralement sur les marchés et se trouvent donc théoriquement exposés à une hausse des taux d'intérêt provoquée par la forte demande de financement de l'État**.

Par ailleurs, **toute dégradation des conditions de financement de l'État tend à se répercuter sur les banques, détentrices de volumes importants de titres souverains et bénéficiaires implicites d'une garantie systémique de l'État**.

Selon l'optique libérale, l'effet d'éviction peut jouer lorsque l'État emprunteur assèche le marché des capitaux, privant alors les entreprises de moyens de financement, en raison de la préférence des agents pour des titres garantis de dette souveraine.

Il peut aussi jouer entre les branches d'activité : au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, les compagnies ferroviaires auraient ainsi privé les autres branches de l'industrie de capitaux en captant l'épargne grâce à des perspectives de rendement élevé. Le déséquilibre de la croissance aurait contribué à la crise économique de 1847-1848.



# 5

L'ESSOR DE LA FINANCE DE MARCHÉ :  
QUEL BILAN POUR LE FINANCEMENT  
DE L'ÉCONOMIE ?

# 5.1.

## LES ATOUTS DE LA FINANCE MARCHÉISÉE

La globalisation financière qui s'amorce dans les années 1980 répond aux besoins de financer à moindre coût une croissance devenue moins soutenue, elle-même source de la montée des déficits publics.

Le financement sur les marchés internationaux apporte une réponse efficace à cette nécessité. La logique financière, pousse à l'accroissement de la liquidité des actifs, ainsi qu'à la dissémination des risques associés. Pour ses partisans, cette dynamique permet une meilleure allocation du capital. Elle offre également une solution à la question du financement de l'innovation.

# LE MARCHÉ OFFRE LES MEILLEURES CONDITIONS DE FINANCEMENT

Dans les années 1990-2000, la période de la « nouvelle économie » semble avoir donné raison aux partisans de la **finance marchéisée**. En effet, elle seule semble capable de fournir à tout instant le meilleur financement aux meilleures conditions à chaque emprunteur, ou le meilleur placement à chaque épargnant.

Du fait de sa flexibilité qui permet de faire du « sur-mesure », le financement de marché permet :

1. aux grands emprunteurs — firme ou État —, de **trouver à tout moment le meilleur financement au plus bas prix** ;
2. aux épargnants, le produit de placement le mieux adapté à leurs besoins ;
3. aux commerçants, opérateurs financiers et gestionnaires des organismes de collecte d'épargne (OPCVM), **les meilleures protections contre le risque** (produits dérivés, marchés à terme).

## LA LOGIQUE DE MARCHÉ PERMET D'ÉVALUER ET DE RÉDUIRE LE RISQUE

Les avocats du « nouveau capitalisme » financier avancent l'argument selon lequel **la logique financière permet une meilleure répartition du risque et une meilleure efficacité économique dans l'allocation du capital**. Ils défendent aussi l'idée selon laquelle la logique de marché permet une dilution du risque entre les acteurs qui souhaitent s'en prémunir et ceux qui sont prêts à l'assumer.

**Avec la titrisation, les banques passent d'un modèle fondé sur l'octroi et la conservation du crédit (donc du risque : originate and hold) à un modèle d'octroi puis de cession du risque lié au crédit à d'autres acteurs**, dans le cadre de montages financiers sophistiqués (en particulier avec les produits dérivés). Ce transfert obéit à une logique de dilution légitime, puisqu'il vise à réduire le risque (aversion au risque).

Mais la crise qui débute en 2007-2008 souligne la fragilité de ces justifications. **Le passage par des produits financiers complexes rend l'évaluation de ce risque beaucoup plus difficile, tout en contribuant à le disséminer parmi l'ensemble des institutions financières**. Loin d'avoir fait diminuer le risque global, la dissémination du risque à grande échelle a créé un nouveau risque, contribuant à fragiliser l'ensemble du secteur financier, et, au-delà, de l'économie.

# LA TITRISATION PERMET DE TRANSFÉRER LE RISQUE SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

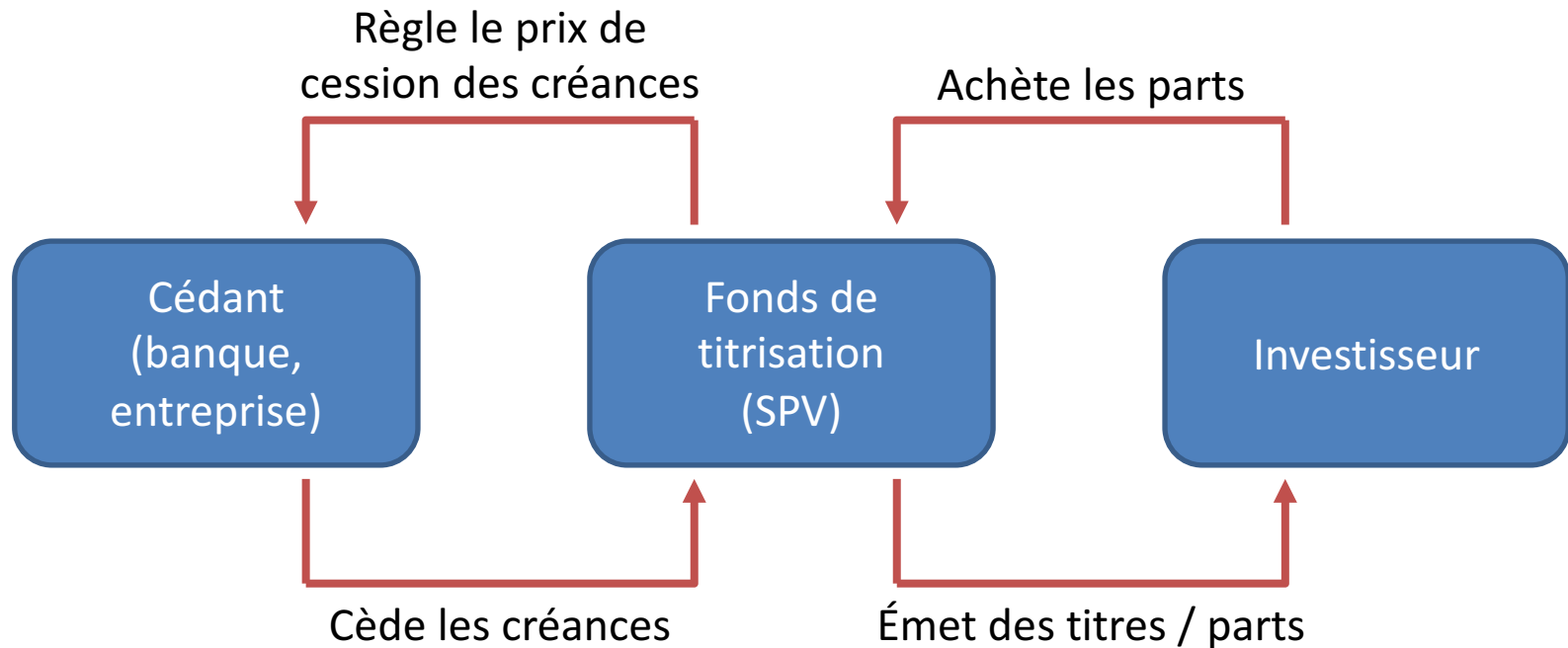
La **titrisation** est un montage financier qui consiste à transférer à des investisseurs des actifs financiers tels que des créances (par exemple des factures non soldées, ou des prêts en cours), en transformant ces créances, par le passage à travers une société *ad hoc*, en titres financiers émis sur le marché des capitaux.

La titrisation s'opère en regroupant un portefeuille (c'est-à-dire un lot) de créances de nature similaire (prêts immobiliers, prêts à la consommation...) que l'on cède alors à une structure *ad hoc* (société ou *trust*) qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs. Chaque titre représente une fraction du portefeuille de créances « titrisées » et donne le droit de recevoir le paiement des créances (par exemple quand les factures sont payées, ou quand les prêts immobiliers versent des mensualités) sous forme d'intérêts et de remboursement de principal.

Née aux États-Unis dans les années 1960, la titrisation a connu une expansion importante à partir de 2000, tandis que les produits et les structures devenaient de plus en plus complexes. En France, la titrisation a été introduite par la loi du 23 décembre 1988. L'idée était de faciliter le développement du crédit immobilier en permettant aux banques de sortir les créances de leurs bilans et d'améliorer leur « ratio Cooke ».

Plus le risque est élevé, plus le rendement est important. Encore faut-il que l'information sur le degré de risque soit connue et compréhensible pour l'investisseur, or c'est rarement le cas avec les produits titrisés.

# PROCESSUS SIMPLIFIÉ DE TITRISATION DES CRÉANCES



Une opération de titrisation fait intervenir trois acteurs : un cédant (une banque par ex.) qui a besoin de transformer les créances qu'il détient en capital, un émetteur créé de toute pièce pour l'opération appelé Fonds Commun de Créances (ou *Special Purpose Vehicle* - SPV) et des investisseurs. Dans un premier temps, le cédant vend un actif ou un portefeuille d'actifs (par exemple un lot de créances hypothécaires) à un Fonds Commun de Créances (SPV). Ce Fonds émet alors des obligations, qu'il vend à des investisseurs, le produit de la vente permet de financer l'acquisition du portefeuille d'actifs. Le paiement des intérêts et du principal des obligations créées par le Fonds Commun de Placement est réalisé par la suite grâce aux flux de paiement en provenance des actifs du portefeuille.

## L'ESSOR DU *SHADOW BANKING*

Le *Shadow Banking* est défini comme « le système d'intermédiation du crédit impliquant des entités et des activités se trouvant potentiellement à l'extérieur du système bancaire ».

**Dans les années 1980, la titrisation se développe pour mieux couvrir les risques de change et de taux.** Sans véritable cadre réglementaire, les montages financiers deviennent complexes et spéculatifs. Ils deviennent aussi plus risqués et systémiques. **Chaque nouvelle crise donne lieu à un durcissement de la réglementation bancaire destinée à assurer la liquidité et la solvabilité des banques.** Mais cette régulation leur fait perdre des marges de manœuvre et de la rentabilité. Ce qui les pousse à la contourner en retirant de leurs bilans (et donc des écrans radars des régulateurs) leurs actifs les plus risqués, en les titrisant et en les revendant en « produits dérivés » sur les marchés financiers, par l'intermédiaire d'établissements financiers (Véhicules spéciaux d'investissement – VSI / SPV).

Le *shadow banking* se développe lorsque les taux sont bas et que les investisseurs cherchent des rendements plus élevés, quand il y a une forte demande d'actifs (de la part des assurances ou des fonds de pension par exemple) et quand la régulation bancaire se durcit.

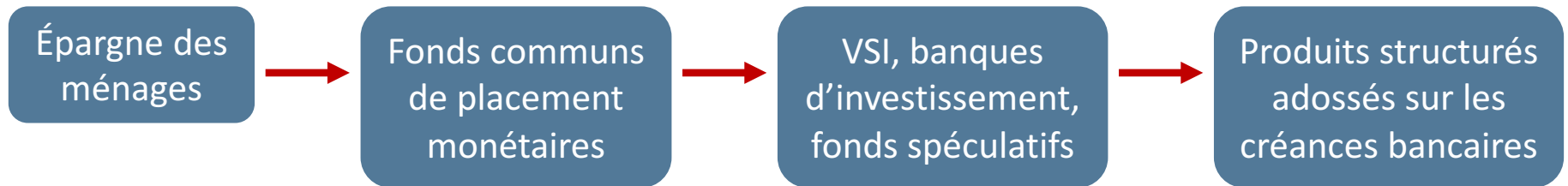
Il présente des risques importants (utilisation importante de l'effet de levier, structures de financement pouvant occasionner des désengagements massifs brutaux, défaillances pouvant affecter le reste de l'économie *via* le système bancaire).

# LE *SHADOW BANKING* PERMET D'ÉCHAPPER À LA SURVEILLANCE DU RÉGULATEUR

## *Modèle de la banque traditionnelle*



## *Shadow banking system*



D'après *Le Shadow banking system et la crise financière*, E. Jeffers et D. Plihon, Cahiers français n° 375.

Alors que les activités des banques sont soumises au contrôle prudentiel, il est devenu courant d'effectuer des opérations « hors-bilan » qui échappent à la surveillance du régulateur.

Les acteurs du *shadow banking* (*hedge funds*, fonds de titrisation, fonds de pension, d'assurance-vie, entreprises de capital-investissement, sociétés de garantie de crédit, *trusts* de gestion d'actifs, etc.) ne reçoivent pas de dépôts du public → ils ne sont donc pas soumis à la réglementation bancaire → leurs activités ne sont pas garanties par les États et les Banques centrales.



## PARLONS FINANCE (1) : LES TECHNIQUES

**Effet de levier** = un achat à effet de levier permet d'acheter des actifs en ne payant que 3 à 5 % de leur prix. L'effet de levier contribue aux mouvements de surréaction des marchés car il les amplifie dans les deux sens, provoquant des bulles ou des krachs.

**CDO** (*Collateralised Debt Obligation* = obligation adossée à des actifs) : structure de titrisation de créances bancaires ou d'instruments financiers de nature variée. Issus de montages complexes, ils répondent à des besoins tels que réduire les coûts de refinancement, exploiter des opportunités d'arbitrage et surtout se défaire du risque de crédit. Les CDOs sont émis en différentes tranches, ainsi l'investisseur peut choisir des produits plus ou moins risqués selon la tranche choisie.

**SPV** (*Special Purpose vehicle* = fonds commun de créance) : organisme financier au cœur du processus de titrisation. Créé dans un but précis et unique, il rachète des créances qui sont mélangées à d'autres créances de même nature (paquets de crédits immobiliers, paquets de dettes des PED...). Les produits financiers ainsi fabriqués (« titrisés ») sont revendus en parts (« titres ») à des investisseurs et vont circuler sur les marchés. Le SPV contribue à réduire le risque pour les créanciers (par ex. les banques), mais aussi à le disperser dans l'ensemble de la sphère financière. Ce qui ne pose aucun problème si le degré de risque de ces actifs est parfaitement connu de tous...

Le marché européen de la titrisation représentait 450 milliards d'euros en 2006 (dont 40 % pour le seul Royaume-Uni). Les CDOs représentaient un quart de volume total, soit plus de 100 milliards d'euros.

## PARLONS FINANCE (2) : LES MARCHÉS

**Marché à terme** = sur un marché à terme, les contrats sont passés à un instant « t » et sont exécutables à une date ultérieure. Les conditions du contrat sont définies de façon irrévocable.

**Marché de gré à gré** = sur un marché de gré à gré, les participants nouent directement des contrats sans passer par l'intermédiation d'une chambre de compensation. Les contrats sont « sur mesure ». Les marchés de gré à gré concernent notamment les marchandises, produits dérivés, devises. Sur ce type de marchés, le risque de crédit est plus élevé.

**Produits dérivés** = contrats dont la valeur dépend de celle d'un autre actif dit « sous-jacent » (action, obligation, indice boursier, unité négociable de matière première, taux de change, taux d'intérêt...). L'acheteur s'engage à acheter un bien (le sous-jacent) au vendeur, à une date future mais à un prix fixé aujourd'hui. Cette technique permet de diminuer le risque sur le marché, le seul risque étant un « non-gain » potentiel. Les contrats à terme se sont d'abord développés autour des produits de base, matières premières et produits agricoles. Face à la montée des risques à partir des années 1970 (risque de change notamment), ce type de contrats n'a cessé de progresser.

Imaginons un agriculteur céréalier face à un boulanger. Le quintal de blé vaut 50 € en moyenne, mais fluctue entre 30 et 70 € suivant le niveau de la production. Ni le boulanger ni le céréalier n'apprécient la fluctuation de leurs charges (revenus). Le 1<sup>er</sup> janvier, ils décident d'un commun accord, de vendre (acheter) la future récolte à 50 € le quintal au 1<sup>er</sup> octobre, quoi qu'il arrive. L'événement étant aléatoire, ils se privent donc d'un bénéfice potentiel, mais écartent en même temps le risque de perte.

## MONTAGE LBO (1) : L'EFFET DE LEVIER DE L'ENDETTEMENT

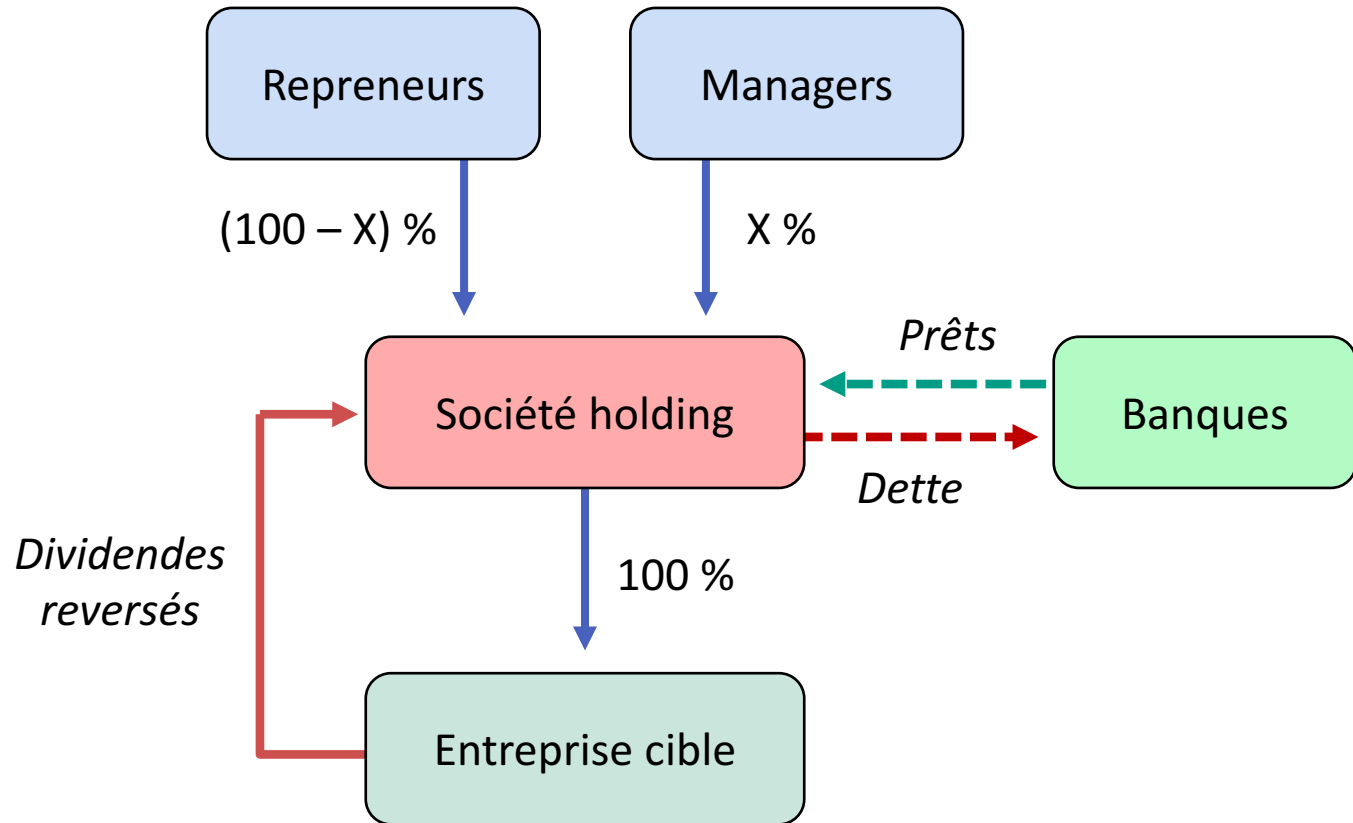
Le *Leveraged Buy Out* - LBO - ou reprise avec effet de levier, est un **montage financier qui consiste en une opération de rachat d'une société cible largement financée par endettement**. Il se traduit par la création d'une société holding qui s'endette pour acheter les titres de la cible. Le service de la dette (paiement des intérêts et remboursement d'échéance) est assuré par les flux générés par la cible.

Le montage LBO repose sur **l'effet de levier lié à l'endettement** : en général, la société holding est dotée d'un capital propre relativement faible au regard de l'opération. Il peut également bénéficier des effets de levier liés à l'organisation juridique du montage et à la fiscalité.

Dans la mesure où ce type de montage repose essentiellement sur l'endettement, **tout retournement de conjoncture ou une simple baisse de rentabilité de la société rachetée peut remettre en cause la capacité de remboursement** de l'ensemble (société holding + société d'exploitation) et aboutir au dépôt de bilan. Ces montages sont donc, par nature, vulnérables.

Par ailleurs, le service de la dette risque de **limiter les possibilités d'investissement de l'entreprise**, réduisant sa capacité à faire face aux adaptations et à développer son potentiel de production.

## MONTAGE LBO (2) : L'ENDETTEMENT SANS L'INVESTISSEMENT ?



Dans un montage LBO, une société holding rachète une société cible en s'endettant (les fonds propres apportés par les repreneurs sont très limités). Les flux générés par la société cible permettent d'assurer le remboursement de la dette, mais celle-ci limite les capacités d'investissement de l'entreprise cible. Un montage LBO s'inscrit généralement dans le cadre de la transmission d'une entreprise.

## MONTAGE LBO (3) : DES MONTAGES FINANCIERS QUI FRAGILISENT LES ENTREPRISES ET FAVORISENT LA FORMATION DE « BULLES »

Contrairement au crédit bancaire, souvent lié à un investissement ayant pour but d'améliorer les résultats de l'entreprise, la dette LBO ne procure aucune contrepartie à l'entreprise cible (il n'y a pas d'acquisition d'actifs particuliers qui permettraient l'augmentation des capacités productives par ex.). **C'est l'entreprise rachetée qui rembourse la dette ayant servi au rachat,** l'acquéreur finançant le prix d'acquisition (un peu) par fonds propres et (beaucoup) par endettement.

Afin de rembourser la dette d'acquisition, **l'acquéreur vise l'amélioration de la rentabilité et le développement de l'entreprise.** La pression financière ainsi exercée sur la société-cible est dénoncée par les syndicats de salariés, tandis que les fonds d'investissement mettent en avant le fait que les sociétés « sous LBO » créent davantage d'emploi que le reste de l'économie (diverses études ont montré une accélération de la croissance de ces entreprises et un taux de faillite inférieur à la moyenne).

La crise financière survenue en 2007-2008 a mis en évidence la **fragilité de ce type de montage en cas de retournement économique.** Les liquidités étant très abondantes sur le marché entre 2005 et 2007, les fonds d'investissement sont en concurrence pour un nombre de sociétés-cibles limité, provoquant une valorisation de plus en plus déconnectée des fondamentaux des sociétés acquises et la formation d'une « bulle LBO ».

## LE FINANCEMENT PAR LES MARCHÉS EST PARTICULIÈREMENT ADAPTÉ À LA « NOUVELLE ÉCONOMIE »

Il permet en effet un **financement plus efficace pour les nouvelles technologies** : le démarrage d'entrepreneurs ne présentant ni garanties, ni démonstration de la rentabilité de leur projet, est assuré par des capitaux proportionnellement très élevés apportés par des financiers « capital-risqueurs » jouant les « *business angels* » (opérateurs qui affectent une fraction de leur portefeuille à des entreprises à haut risque). Ils sont attirés par la perspective d'une introduction rapide en bourse et l'espoir d'une véritable explosion de la cote (Amazon l'a augmentée d'un facteur 1 000 en 3 ans, avant d'avoir réalisé son premier dollar de profit), puis d'une revente rapide. L'accès à la bourse permet aussi aux entrepreneurs de réaliser la valeur de leur firme en revendant une part de leurs actions.

Il offre une **méthode originale de rémunération du facteur-travail**. Dans les économies basées sur le compromis fordiste, les coûts salariaux sont devenus des frais fixes. Or, l'économie de la matière grise consomme essentiellement du travail de haute qualification, elle est donc une activité à haut risque du fait de l'ampleur des engagements à l'égard de la main-d'œuvre. Il faut alors **concilier des investissements irrécouvrables en cas d'échec avec l'aléa inhérent à l'innovation**. La solution semble fournie par **la bourse qui réserve la possibilité de rémunérer le personnel sous la forme de stock-options**, c'est-à-dire des à-valoir sur le succès de l'entreprise **dont la charge sera assurée non par les actionnaires fondateurs de la firme mais par les épargnants** qui en rachèteront les titres au prix fort une fois la réussite reconnue par les marchés. Cette formule présente un triple avantage :

1. la théorie de l'agence montre qu'il s'agit d'une **solution au problème de la motivation du personnel** : leur sort est désormais totalement lié à celui de leur employeur ;
2. **la totalité du risque est transféré sur le personnel** ;
3. **les lourds prélèvements sociaux sur les salaires disparaissent.**

## DES FINANCEMENTS RÉSERVÉS À UN PETIT NOMBRE D'ACTEURS

Les marchés ne peuvent traiter l'immense majorité des financements, c'est-à-dire ceux de montant faible ou moyen des PME et des particuliers, **ils ne peuvent donc remplacer totalement les banques**. Le montant des émissions nettes est d'ailleurs souvent très faible, notamment dans les périodes de bulle : de 1994 à 1998, l'émission nette de titres aux États-Unis a été négative. Elle est également négative en 2005 en France si l'on déduit les rachats d'actions, les remboursements d'obligations et le versement des dividendes et des intérêts.

NB. On peut souligner le paradoxe d'un mode de financement conforme au modèle libéral mais dont l'activité essentielle consiste à négocier les titres de la dette publique. Qu'advierait-il des marchés financiers si les budgets publics étaient gérés selon les canons libéraux (déficit zéro / État-gendarme) ?

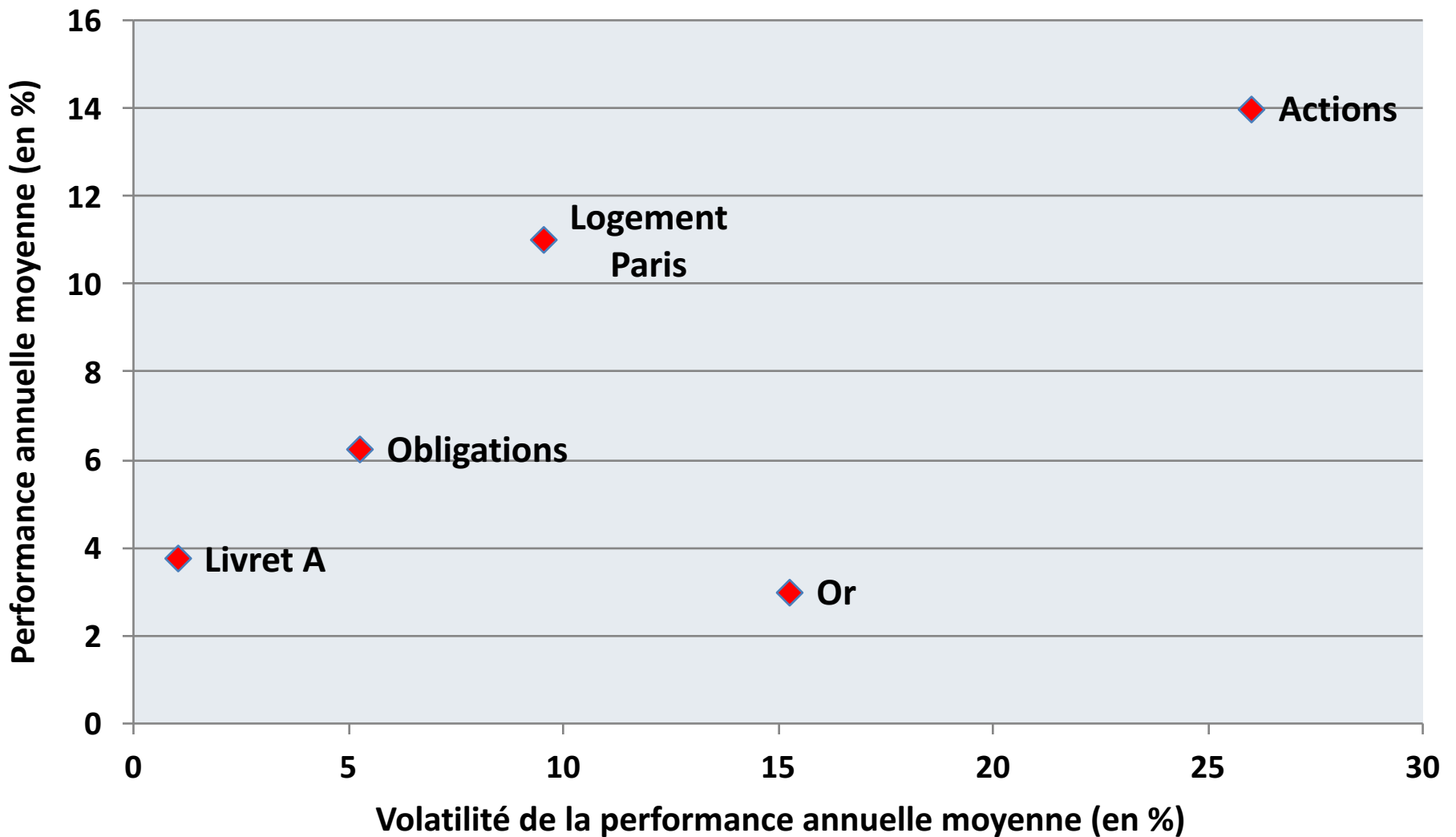
## RENTABILITÉ ET RISQUE DES PRINCIPAUX ACTIFS (1984-1999)

	<b>Immobilier</b>	<b>Terres</b>	<b>Actions</b>	<b>Obligations</b>	<b>Monétaires</b>
<b>Rentabilité</b>	<b>5,87</b>	<b>-0,35</b>	<b>19,17</b>	<b>7,73</b>	<b>4,15</b>
<b>Risque</b>	<b>11,00</b>	<b>1,62</b>	<b>25,71</b>	<b>6,50</b>	<b>1,88</b>
<b>Rentabilité / Risque</b>	<b>0,53</b>	<b>-0,22</b>	<b>0,75</b>	<b>1,13</b>	<b>2,21</b>

Le rendement d'un actif est la somme de ses revenus annuels (dividendes, intérêts, loyers...) et des gains ou pertes en capital (plus-values ou moins-values). Le risque se mesure par la volatilité du prix de l'actif sur le marché, c'est-à-dire la dispersion de sa rentabilité autour de la moyenne. Le calcul du ratio rentabilité/volatilité permet de rapporter le degré de rendement au niveau de risque.



# RENTABILITÉ ET RISQUE DES PRINCIPAUX ACTIFS (1984-2014)



Le ratio rentabilité/volatilité permet de rapporter le rendement au niveau de risque.

## 5.2.

# LES EFFETS PERVERS DE LA LIBÉRALISATION DES MARCHÉS FINANCIERS

Pour ses partisans, la libéralisation des marchés financiers permet la meilleure allocation des ressources à l'économie. Cependant, la logique court-termiste qui semble caractériser les comportements des acteurs intervenant sur ces marchés entre en contradiction avec les besoins de « l'économie réelle ». De plus, cette logique accroît l'instabilité de l'économie, comme en atteste la multiplication des crises financières depuis les années 1980, augmentant ainsi le risque systémique.

## LE SOUCI DE LIQUIDITÉ FAVORISE LES PRODUITS FINANCIERS CONTRE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF

**La meilleure protection contre le risque est la liquidité**, c'est-à-dire la possibilité de se retirer à tout moment. **Cette forme de protection est l'apanage des produits financiers** alors qu'elle est presque nulle en matière d'investissement productif. Revendre un équipement industriel prend du temps, et implique des moins-values. Récupérer les dépenses publicitaires, de formation ou de recherche, est impossible. Cependant, cela induit un « court-termisme » contradictoire avec les besoins de l'économie réelle qui, elle, nécessite du temps pour réaliser les projets. **La domination de la finance globalisée pousse à une sur-sélection des projets** sur ce critère. L'immense majorité des besoins de financement doivent donc passer par d'autres canaux : subventions publiques (risque transféré aux contribuables) et crédits bancaires (risque supporté par l'entrepreneur via les garanties personnelles exigées par la banque).

# L'ÉCONOMIE DE MARCHÉS FINANCIERS INVERSE LES PRIORITÉS ET S'ACCOMMODE DU CHÔMAGE

La « **globalisation** » coïncide avec une hausse spectaculaire des taux d'intérêt réels : négatifs dans les années 1970, ils deviennent fortement positifs dans les années 1980-1990 (entre 3 et 6 %). Un renversement des valeurs s'est produit : préférence pour le présent et les valeurs acquises (capital), dépréciation du futur, inversion des priorités du plein emploi vers la stabilité monétaire. Cette inversion reste vraie aujourd'hui bien que les taux aient fortement baissé au début du XXI<sup>e</sup> siècle.

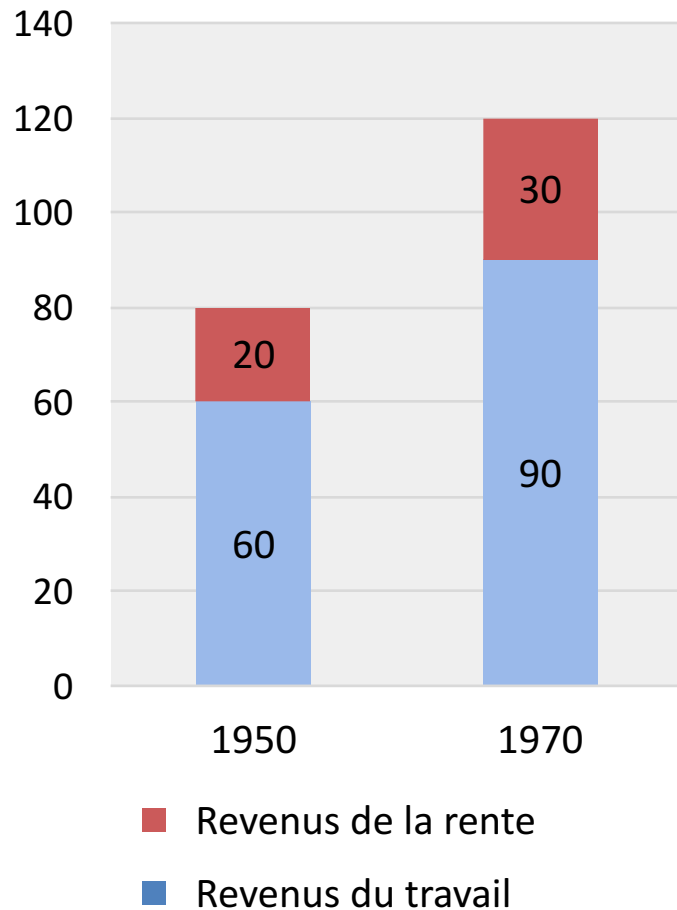
- Contrairement à l'économie d'endettement, l'économie de marchés financiers est fondée sur la mobilisation de l'épargne du public. Celui-ci attend un rendement élevé (taux d'intérêt réels forts), ainsi que la stabilité monétaire interne (inflation proche de 0) et externe (taux de change stable) : les marchés doivent donc privilégier les valeurs acquises par les possédants au détriment des valeurs futures à créer par entrepreneurs et salariés, ils pèsent en faveur de la rigueur monétaire et budgétaire.
- Ce mode de financement inverse les priorités du plein emploi vers la stabilité monétaire, une part de la société a peur de la croissance et de l'inflation, et s'accommode du chômage.

## UNE LOGIQUE DE PART DE MARCHÉ CONTRE UNE LOGIQUE DE CROISSANCE

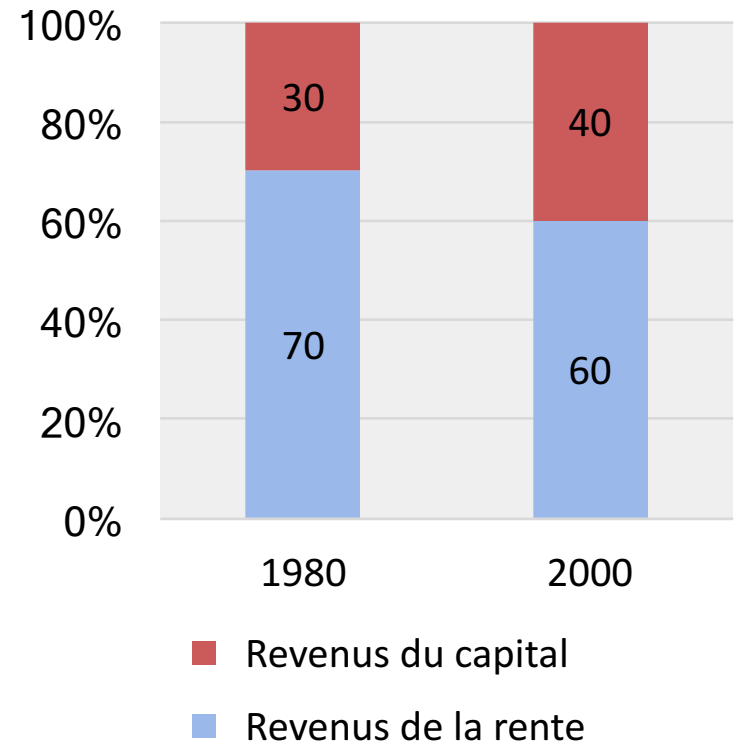
*« Je ne considère pas comme pure coïncidence l'aggravation du chômage, l'affaiblissement de la cohésion sociale et l'élévation des taux d'intérêt. Le niveau anormalement élevé des taux d'intérêt signifie que les revenus de la rente sont, tout aussi anormalement, favorisés par rapport aux revenus du travail et de l'activité d'entreprise. Il signifie, d'autre part, que la croissance faible n'a pas été inamicale à tout le monde ; qu'elle s'est accompagnée d'une importante redistribution des revenus et des richesses, améliorant, pendant les années de croissance molle, le sort de certains acteurs beaucoup plus que pendant les décennies précédentes. Ce qui est préoccupant car de nombreux agents n'ont plus nécessairement intérêt à la croissance. Dès lors que les revenus d'une fraction de la population peuvent croître par redistribution d'un volume donné de richesse, plutôt que par augmentation de ce volume, la société devient moins solidaire et le front commun pour la croissance disparaît. Il se passe au sein d'un pays ce qui se passe au sein des relations internationales : la substitution d'une logique de part de marché à celle d'une logique de croissance, ou, si l'on préfère, le passage d'un jeu coopératif à un jeu non-coopératif ».*

J.P. Fitoussi, 1995, Le débat interdit, Arléa, Paris, p. 153-154

## Répartition avec croissance : Une logique coopérative



## Répartition sans croissance : Une logique de parts de marché



J-P. Fitoussi décrit le passage d'un régime coopératif, dans lequel chacun tire profit de la croissance, à une logique de parts de marché. En l'absence de croissance, le gain de certains est réalisé au détriment des autres. Les nouvelles priorités (la maîtrise de l'inflation plutôt que le plein emploi) permettant de préserver voire d'augmenter le patrimoine, la croissance n'est plus l'objectif.

## TROP DE FINANCE TUE-T-ELLE LA CROISSANCE ?

Une étude empirique menée par l'OCDE sur les 50 dernières années montre que **la croissance du secteur financier a un impact positif pour les pays où il est peu développé, mais négatif pour la croissance des autres pays**. En outre, une expansion des banques et des marchés financiers s'accompagne d'un renforcement des inégalités, soit par un accès au crédit discriminant, soit par le niveau élevé des rémunérations offertes par le secteur financier.

## LES REVENUS FINANCIERS CONCURRENCE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF

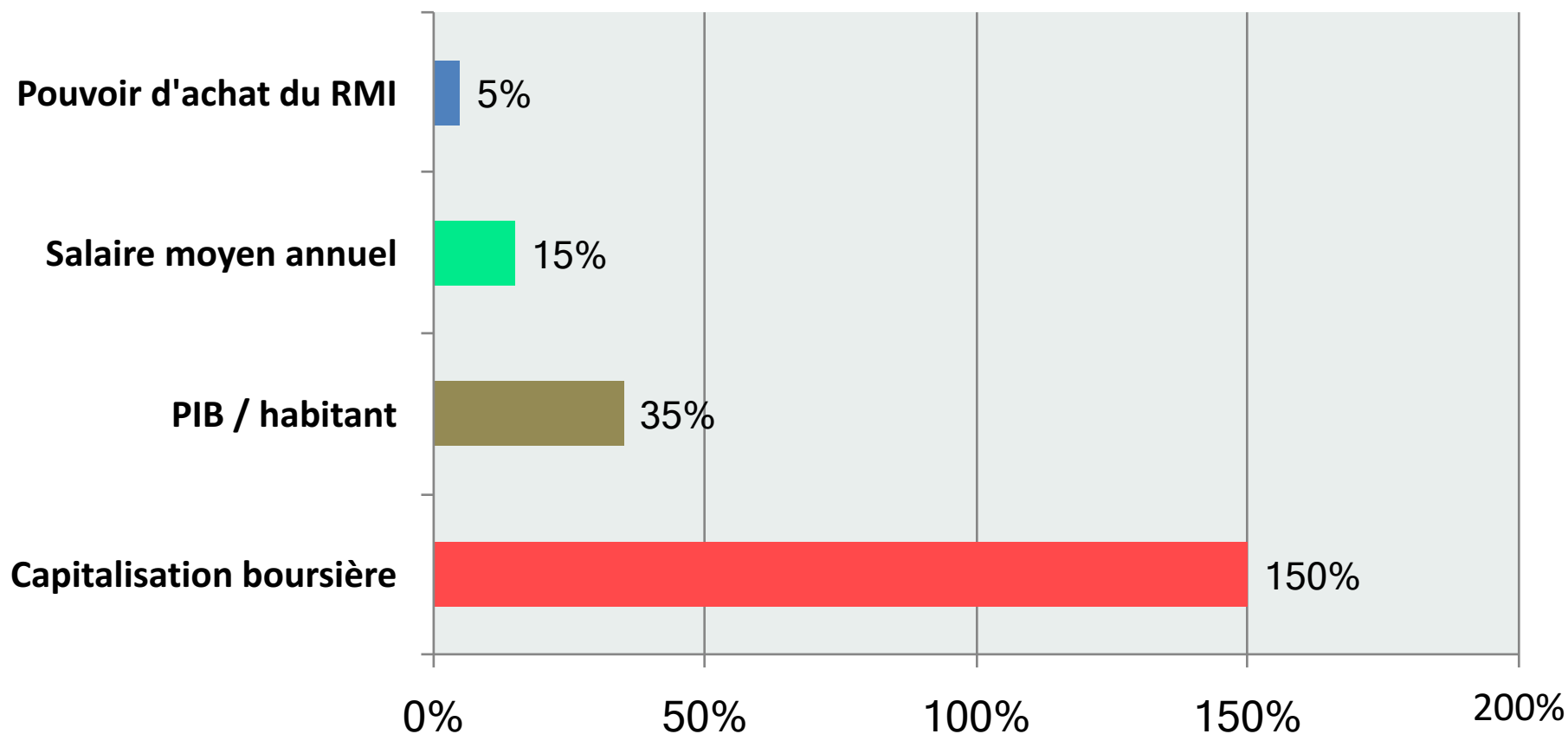
Selon Keynes l'arbitrage entre achat de titres et investissement productif est une des clés du plein emploi, il est déterminé par le taux d'intérêt, il préconisait donc de faibles taux afin de maintenir un avantage permanent à l'investissement (taux de profit > taux d'intérêt).

Privilégiant l'instantané, avec de fortes espérances de gain, et profitant d'une fiscalité allégée du fait de la concurrence mondiale pour attirer l'épargne, **les revenus financiers concurrencent l'investissement productif**, incitent à se désendetter, à placer ou à racheter ses propres actions plutôt qu'à investir, c'est l'« économie de casino » que dénonçait Keynes où le jeu, avec les dangers qu'il induit pour la stabilité de l'économie, attire plus les capitaux que l'investissement productif et l'emploi.

Entre 1998 et 2004, le groupe Danone a dépensé 4 milliards € en relation (rachats de ses propres titres) contre 3,9 milliards en investissements industriels.



## FRANCE 1988-2008 : LA BOURSE S'ENVOLE MAIS PAS LA PRODUCTION NI LES RÉMUNÉRATIONS



NB. La capitalisation boursière peut exploser sous l'effet d'une sur-appréciation des actifs par rapport à l'économie réelle, mais il faut aussi tenir compte de l'augmentation du nombre de sociétés cotées, notamment avec les privatisations.

## DES POLITIQUES GOUVERNEMENTALES SOUMISES AUX ATTENTES DES MARCHÉS

**La libre circulation mondiale des capitaux exerce une pression énorme** : tout ce qui peut être interprété comme une menace (réelle ou supposée) pour les actifs financiers (inflation, change, fiscalité...) déclenche des reflux massifs. **Aucun État n'a la surface financière pour y résister, le seul levier efficace est le relèvement des taux d'intérêt dont l'effet est catastrophique sur la croissance et l'emploi**, d'autant plus que le premier emprunteur étant l'État, **la nécessité de financer la dette implique une politique conforme aux « vœux » des marchés.**

Environ 40 % de la dette publique est détenue par des fonds étrangers. Le Trésor public a mis son point d'honneur à obtenir que les grandes institutions internationales participent au marché de cette dette afin de soutenir la place au sein de la finance mondiale, ce qui fut un succès. Or, la théorie des habitats préférés montre que **ces placements sont beaucoup plus volatils que les domestiques** : la mobilité d'un placement donné est une fonction inverse de sa part dans le portefeuille (bons du Trésor français versus *Federal bonds* américains) et de l'attachement de l'institution qui le possède au marché en question. **Cette contrainte s'exerce dans deux directions : fiscalité zéro, réglementation zéro.**

Les différences observées entre les taux d'intérêt auxquels se financent sur les marchés les États « vertueux » et les autres dépend notamment de la manière dont les marchés évaluent le risque de défaut de chaque emprunteur. La perte d'un « triple A » peut alors se traduire par l'obligation d'emprunter à un taux beaucoup plus élevé.

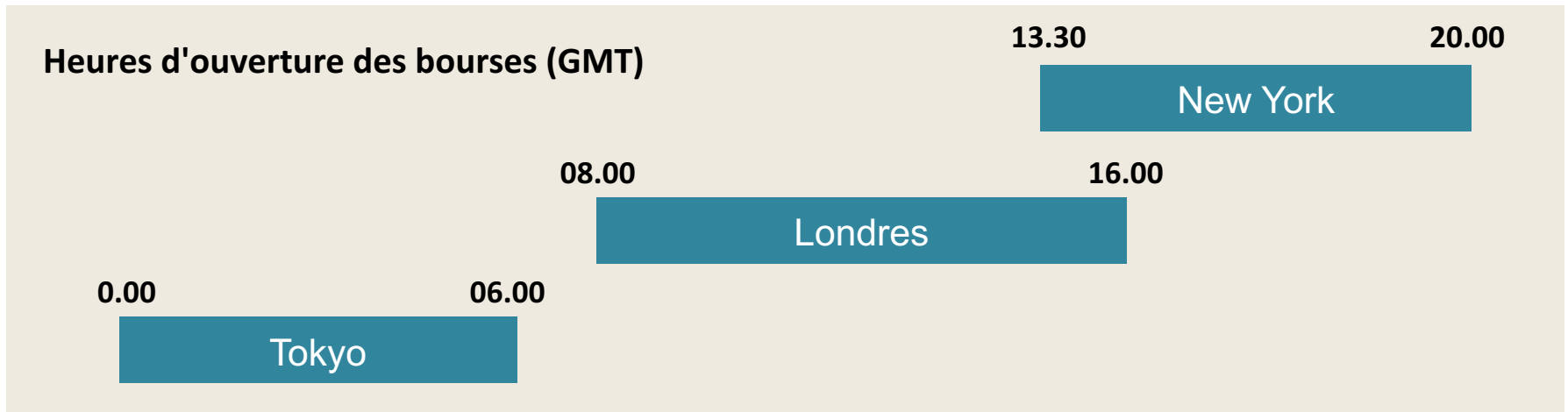
## LA PRIORITÉ À LA RENTABILITÉ PÈSE-T-ELLE SUR LA CROISSANCE ?

La pression des actionnaires (*share holders*), notamment gestionnaires des fonds mutuels ou de pension, s'exerce lors la publication des bilans (trimestriels selon la règle américaine) ce qui accroît le *short termism*, cette **dictature du court terme** qui raccourcit l'horizon des choix rationnels au détriment des *stake holders*, les autres partenaires de la firme (salariés, fournisseurs, sous-traitants, pouvoirs publics...).

Cela conduit à utiliser la main-d'œuvre comme une variable d'ajustement instantanée alors qu'il faut des décennies pour former des équipes efficaces. Cela pousse à la délocalisation dès qu'il est possible de trouver du travail moins cher ailleurs, qui elle-même exerce une pression accrue à la baisse des salaires des travailleurs les moins qualifiés en accroissant la concurrence mondiale des forces de travail.

**On pourrait penser que cette hausse des profits sera utile à la croissance (investissement) et à la collectivité (impôts), « non »** répond **Patrick Artus** (*Le capitalisme est-il en train de s'autodétruire ?* 2006) **car l'investissement stagne alors qu'explorent la distribution des profits aux actionnaires (dividendes) et aux dirigeants** (salaires, bonus, stock-options et « retraites chapeaux »).

# LA CONTAGION PAR L'INTERCONNEXION DES PLACES BOURSIÈRES



Des travaux ont montré que la valeur des « coefficients de contagion » entre les places boursières de Tokyo, Londres et New York, augmente au fur et à mesure que la volatilité des cours s'accroît. Ainsi, en cas de mouvement brutal de hausse ou de baisse de l'une des grandes places, l'onde de choc risque de se transmettre beaucoup plus rapidement.

En effet, chaque bourse est influencée non seulement par les informations qui lui sont propres mais également par celles qui sont communes à tous les marchés → le chevauchement des heures d'ouverture des principales bourses ou leur proximité revêt alors une importance considérable : les agents d'une place comme Paris ou Londres pourront estimer que l'information révélée par le prix d'ouverture (fermeture) d'une autre place jugée directrice (New York ou Tokyo) est plus importante que ses propres cours d'équilibre et accentueront – ou renverseront –, son orientation propre. La vitesse de transmission de l'information et, éventuellement, ce que l'on pourrait appeler « l'auto-intoxication » du marché, sera telle qu'on se rapprochera d'une situation de « concours de beauté » à la Keynes.

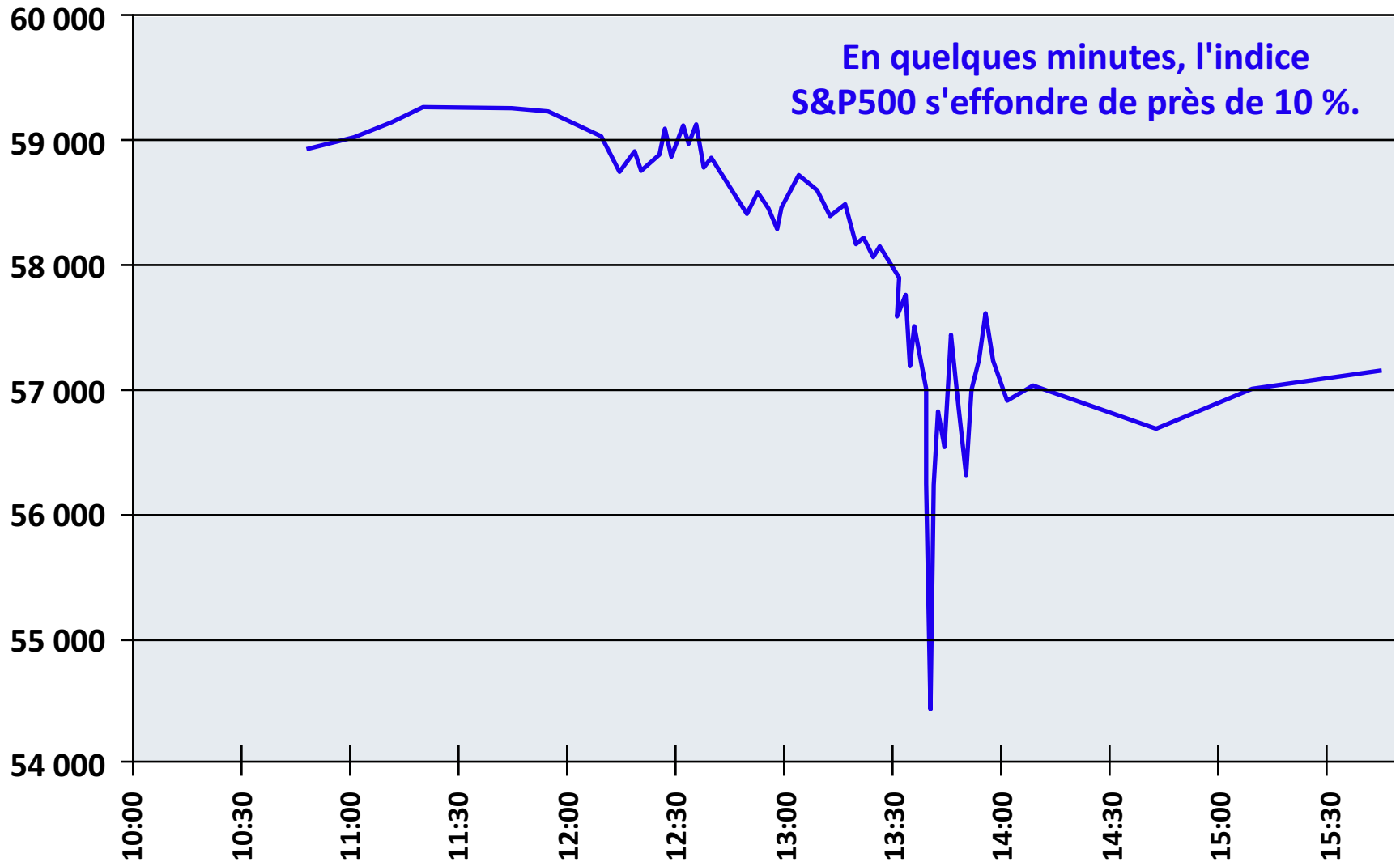
## UN CAS EXTRÊME DE VOLATILITÉ : LE *FLASH-CRASH* DU 6 MAI 2010

Le 6 mai 2010, le NYSE connaît un *flash-crash*, un effondrement ultra-rapide, sans précédent dans l'histoire de *Wall Street* : près de 10 % de baisse en l'espace de 10 minutes. Environ 20 000 échanges boursiers concernant 300 sociétés sont exécutés à des prix supérieurs ou inférieurs à 60 % de leur valeur quelques minutes auparavant. Les actions de huit entreprises au sein de l'indice S&P500 chutent jusqu'à 0,01 dollar ! 1.000 milliards de dollars partent en fumée pendant un quart d'heure... L'indice Dow Jones perd jusqu'à 10 % avant de finalement clôturer sur un recul (considérable) de « seulement » 3 %.

Cet incident est **révélateur des effets du *high frequency trading*** (qui représente les deux tiers des transactions boursières sur le NYSE). **La cotation en continu permet en effet de dégager des plus-values en jouant sur les écarts de cours tout au long de la séance boursière. Tout mouvement significatif génère alors des comportements mimétiques, un « consensus de marché », alimenté par l'ensemble des participants : « il vaut mieux avoir tort avec le marché que raison contre lui ».** Tant que ce consensus de marché n'est pas contesté, **ce cadre d'évaluation des actifs boursiers alimente des dynamiques de prix auto-réalisatrices** : les acteurs du marché sont enclins à **surpondérer les tendances de court terme** et à les extrapoler, **au détriment d'une analyse fondamentale de long terme. Toute évolution des cours dans le sens « attendu » est considérée comme une confirmation de la pertinence des croyances initiales et vient les renforcer.**

À l'inverse, dès que cette représentation collective est remise en cause, un ajustement des prix de marché survient, d'une amplitude d'autant plus marquée que l'adhésion au précédent modèle aura été forte et durable.

# WALL STREET : LE *FLASH-CRASH* DU 6 MAI 2010



## INNOVATION ET CRISES FINANCIÈRES : FAUT-IL RÉGULER LA FINANCE ?

La question de la régulation de la finance revient à chaque crise financière, mais les réponses se font souvent attendre. L'innovation financière est au cœur du processus de croissance, dans une pure tradition schumpétérienne. Les innovations permettent de dégager temporairement du profit parce qu'elles assurent une situation de monopole. Mais, selon cette même logique, l'innovation génère des cycles car elle détruit l'ordre ancien tout en permettant l'émergence d'un nouveau système économique. Face à la crise financière récente, les États ont dû intervenir pour sauver le système bancaire et financier, souvent aux frais des contribuables, pour éviter que la crise économique ne soit encore plus grave. Les innovations récentes n'ont pas fait disparaître les risques, elles les ont transformés en un risque de système. Cela conduit alors à la nécessité d'une nouvelle régulation. En renforçant la spécialisation bancaire, en assurant les dépôts..., les réglementations prises à la fin de la Seconde Guerre mondiale en réaction à la crise de 1929 ont largement permis d'éviter les crises pendant plusieurs décennies. La déréglementation amorcée depuis les années 1980 a facilité l'apparition d'innovations financières, mais a conduit à la multiplication des crises.