

Synthèse - A quoi servent les banques et les marchés financiers ?

1. Quelles évolutions des modes de financement des entreprises ?

Les différents types de financement...

Certains agents économiques dépensent plus que les ressources dont ils disposent, pour d'autres c'est l'inverse. Le financement de l'économie consiste donc à faire correspondre les **besoins de financement** des uns – généralement entreprises et administrations publiques – aux **capacités de financement** des autres – généralement les ménages.

Si l'on s'en tient aux entreprises, elles peuvent soit s'**autofinancer** (réinvestissement des profits), soit recourir à des **financements « externes »** (à l'entreprise) : endettement auprès des banques ou appel au marché financier. Dans le premier cas on parle de **financement indirect** et **direct** dans le second.

Le recours aux marchés financiers peut lui-même prendre deux formes : émission d'**actions** nouvelles ou d'**obligations**. Les actionnaires détiennent ainsi des titres de propriété ouvrant éventuellement droit au versement de dividendes prélevés sur les profits de l'entreprise ; les détenteurs d'obligations reçoivent un intérêt (coupon). Ces deux types de **valeurs mobilières** sont cessibles à tout moment en Bourse et leur valeur (leur cours) est donc variable.

N.B. Pour une entreprise, seule l'émission d'actions nouvelles fournit un apport de capitaux. Les cessions ultérieures, si elles peuvent permettre aux actionnaires de réaliser des plus-values (ou des moins-values) n'affectent pas directement les capacités de financement des entreprises.

Selon leur taille, leur type d'activité et leurs choix stratégiques, les entreprises peuvent arbitrer différemment entre les diverses sources de financement. Le passif du bilan de l'entreprise Renault, par exemple, montre un relatif équilibre entre trois sources de financement : autofinancement, emprunts obligataires et emprunts auprès des banques ou des fournisseurs (mais seules les grandes entreprises ou les entreprises innovantes à forte croissance –les *start up*- ont accès au marché pour se financer directement sans dépendre des banques).

En effet, chacun des modes de financement présente, pour l'entreprise, des avantages et des inconvénients. Ainsi, l'émission d'actions nouvelles permet d'obtenir des ressources importantes sans endettement, mais implique que les propriétaires doivent partager leur pouvoir avec de nouveaux arrivants. A l'inverse, le financement par emprunts bancaires ou émission d'obligations, si ils permettent de ne pas ouvrir le capital de l'entreprise, implique un endettement et donc le versement d'intérêts en plus du remboursement du capital, même en cas de difficultés de l'entreprise (alors que le versement de dividendes peut être repoussé en cas de difficultés).

... et leur évolution.

Depuis les années quatre-vingt en France, et à la suite des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, la part du financement (indirect) grâce au crédit bancaire a diminué au profit du financement (direct) par appel aux marchés financiers, en particulier l'émission d'actions. Ainsi, en France, la part des actions dans le financement des entreprises (hors autofinancement) est passée de 28% en 1978 à 52% en 2006.

Ce phénomène nommé **désintermédiation du financement** résulte de plusieurs causes :

- Hausse de l'endettement des Etats qui conduit à un besoin de financement accru. Puis, recours plus important aux emprunts obligataires de la part de l'Etat, privé des avances de la banque centrale suite à son nouveau statut de 1993. Les gouvernements ont donc besoin d'adapter la législation bancaire et financière pour faciliter le financement de leurs déficits sur les marchés.
- Déréglementation des marchés financiers en France démarrée en 1983, c'est-à-dire suppression progressive par les gouvernements (de gauche puis de droite) de règles prudentielles qui bridaient le développement de la finance de marché et instauration de nouvelles lois permettant le développement de l'épargne et du financement direct par les marchés.
- Développement de l'offre des banques en matière d'épargne financière : création des placements collectifs en valeurs mobilières pour les particuliers (SICAV, etc.)
- Baisse de l'inflation donc hausse des **taux d'intérêt réels** qui rend plus coûteux le recours aux emprunts bancaires et plus attractifs les placements financiers et les financements sans endettement. Le taux d'intérêt réel (différence entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation) mesure en effet le coût de l'emprunt pour l'emprunteur et la rémunération du prêteur. Que ce soit pour les épargnants ou pour les entreprises en besoin de financement, il devient plus intéressant de s'orienter vers les marchés.
- Faiblesse des perspectives de croissance qui conduisent les entreprises à préférer les placements financiers aux investissements productifs (comme les ménages, les entreprises elles-mêmes placent leurs épargne en Bourse)

2. Les marchés financiers sont-ils efficaces ?

A l'instar des autres places, la bourse de Paris et son indice vedette (le **CAC 40**) ont connu des **fluctuations très importantes** depuis 20 ans, à la hausse comme à la baisse. Au cours des deux dernières décennies, deux **krachs boursiers** majeurs sont à signaler :

- le krach de 2000, qui marque l'éclatement de la « **bulle Internet** », période au cours de laquelle les investisseurs avaient beaucoup parié sur la réussite des entreprises liées aux nouvelles technologies ;
- le krach de 2008, qui accélère la « **crise des subprimes** » dont les effets se font toujours ressentir aujourd'hui.

Le prix ou « cours » d'une action résulte de la confrontation des offres et des demandes en Bourse. Encore faut-il déterminer les logiques à l'œuvre derrière les prises de décisions des intervenants sur les marchés financiers, qu'il s'agisse de particuliers, d'entreprises non financières, de banques, de compagnies d'assurances, d'organismes de placement, de fonds de pension ou de fonds spéculatifs. Schématiquement, deux grandes théories peuvent être distinguées.

- Selon la première théorie, celle de « **l'analyse fondamentale** », il existe une « valeur intrinsèque » pour chaque action, qui dépend du montant de dividendes futurs auquel aura droit son titulaire. Les **marchés** sont considérés comme **efficacés**, les fluctuations de cours reflèteraient donc la « vraie valeur » de l'entreprise cotée. Ainsi, les informations nouvelles sont susceptibles d'avoir un effet sur les dividendes. Par exemple, l'annonce par *Free* de tarifs très bas a suscité début 2012 dans un premier temps des anticipations de profits et de dividendes qui seront ensuite corrigées compte tenu de nouvelles informations, comme les prochains résultats de la société.

- Selon la seconde théorie, celle de la « **rationalité mimétique** », le futur est caractérisé par une **incertitude radicale** qui empêche une évaluation correcte des dividendes à venir, donc l'existence d'une valeur fondamentale. Quand bien même cette valeur fondamentale existerait, il peut être tout à fait rationnel d'acheter une action que l'on sait surévaluée si on pense que son cours va continuer à augmenter : il sera alors profitable de la revendre avec une plus-value plus tard. Selon la métaphore du concours de beauté de Keynes, il convient avant tout d'essayer de prévoir l'opinion majoritaire du marché. Ce mimétisme peut être à l'origine de la formation de **bulles spéculatives** (puis de krachs) et explique que la loi de la demande s'applique mal aux marchés financiers.

3. Subprimes : comment est-on passé d'une crise immobilière aux États-Unis à une crise financière et économique mondiale ?

De la crise immobilière ...

Le déclenchement de la crise financière et économique dont le monde n'est pas encore sorti, intervient durant l'été 2007, aux États-Unis, dans un segment limité et particulier du crédit : les **subprimes, crédits hypothécaires** accordés par des établissements spécialisés, non régulés, à des ménages modestes voire pauvres, sans considération de leur capacité à rembourser. Le prêt est donc garanti par la valeur du bien immobilier, qui, à l'époque, ont un prix qui ne cesse de croître. Si l'emprunteur ne peut faire face à ses remboursements, l'organisme prêteur se « paye » en saisissant et revendant le bien immobilier.

Le volume des crédits hypothécaires augmente rapidement et le système fonctionne tant que les prix de l'immobilier grimpent. Les particuliers peuvent ainsi garantir leur emprunt, voire ré-emprunter, et les organismes prêteurs peuvent se rembourser en cas de défaut de paiement.

Il en va tout autrement quand les prix de l'immobilier se retournent. La hausse ralentit dès 2005 et le retournement advient dès 2007. En effet, à partir de 2005, la Fed (banque centrale américaine, *Federal Reserve*) augmente les taux d'intérêts qu'elle exige des banques quand elle leur prête de la monnaie afin de freiner l'inflation. Le crédit est plus cher (les taux variables des crédits *subprimes* s'accroissent et il y a moins de demande pour l'immobilier). Les défauts de paiement commencent à se multiplier, conduisant les banques à revendre ces biens immobiliers. Des achats moins nombreux et des ventes plus importantes : les prix de l'immobilier se retournent et se mettent à baisser à partir de l'été. Les ménages ne peuvent plus payer les traites, les organismes de crédit saisissent les maisons et cherchent à les vendre, ce qui accélère la chute des prix etc.

... à la crise financière ...

L'extension du domaine de la crise résulte d'abord du mécanisme de la « titrisation ». Il s'agit d'une technique financière consistant à transformer une créance, résultat d'un contrat entre un agent et un organisme prêteur, en titre négociable sur les marchés financiers. Or, le principe même des *subprimes* consistait à financer les prêts par l'émission de titres sur le marché. En effet, les organismes financiers qui ont pris des risques en prêtant à des ménages désargentés peuvent, grâce à des innovations financières toujours plus complexes, se débarrasser de ces "crédits pourris" en les mixant avec d'autres crédits de meilleure qualité dans un même « panier » (produits financiers nommés CDO), et en revendant ces produits à d'autres acteurs financiers désireux de placer leur épargne dans des placements à bon rendement. Les banques et les zinzins du monde entier se sont précipités pour acheter ces titres, dont l'origine est ainsi dissimulée, car si les risques étaient élevés, le rendement attendu aussi. En outre, ils ont profité d'un effet de levier en empruntant pour acheter ces CDO, à fort rendement, oubliant qu'ils étaient risqués, puisque les agences de notation se sont montrées peu sourcilieuses sur la qualité des titres qui obtenaient des AAA la veille encore du krach ! Une bulle financière a ainsi accompagné la bulle immobilière.

Cette bulle immobilière éclate dès l'été 2007 aux États-Unis. En effet, les défauts de paiements des *subprimes* se multiplient, et les banques qui se sont engagées sur ces titres hypothécaires doivent affronter des pertes considérables... qu'elles ne sont d'ailleurs pas toujours capables de chiffrer compte tenu de la complexité des circuits, des techniques et des outils. Les pertes concernent d'abord les banques américaines, en particulier les banques d'affaires, peu réglementées, mais depuis leur libéralisation, tous les marchés financiers sont interconnectés et tous les acteurs sont interdépendants. La crise s'étend donc aux banques européennes en 2008.

... et à la crise économique.

La crise est alimentée par le sentiment de défiance qui perdure sur les marchés interbancaires. Plus personne ne sait trop précisément quelle est l'exposition des banques aux valeurs titrisées. Dans ces conditions, les banques rechignent à consentir des prêts à leurs clients et à se prêter de l'argent entre elles (ce qu'elles font quotidiennement en période normale), inquiètes à l'idée de ne pouvoir récupérer leurs fonds. Cette paralysie du marché monétaire grippe tout le système financier, qui se trouve face à une **crise de liquidités** qui entrainera une « panne du crédit » (*credit crunch*).

Trois des cinq grandes banques d'affaires américaines majeures ont disparu : Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch.

Autre série de conséquences, celles sur l'économie « réelle » (la production, les revenus, l'emploi). Le *credit crunch* est un frein puissant aux investissements, à la consommation, donc à la croissance et à l'emploi. Le *credit crunch* ne menace pas seulement l'accès des entreprises (surtout des PME) au crédit. Des ménages sont contraints de renoncer à un achat immobilier (ou voiture neuve, ou TV etc), des industries très dépendantes du crédit à consommation, comme l'automobile, souffrent. La croissance ralentit, puis plonge en 2009 ; le chômage s'accroît (de 7,5% de la population active française début 2008 à 10% fin 2011).

Des entreprises se retrouvent en difficultés de trésorerie, lorsque leur(s) banque(s) rechignent à leur accorder les lignes de crédits nécessaires, certaines font faillites.

Pour éviter l'effondrement, les États sont contraints de renflouer les banques, quitte à rogner sur les budgets sociaux et les programmes d'investissement publics... et à accroître les déficits publics pour mener de coûteuses mais indispensables politiques de relance. La crise des *subprimes* s'est ainsi convertie, dès 2010, en crise des dettes souveraines. Mais ceci est une autre histoire...