

Chapitre 3 - A quoi servent les banques et les marchés financiers ?

Présentation du Chapitre

Nos économies contemporaines sont gravement touchées par une crise mondiale qui trouve pour partie ses origines dans une crise financière. Mais si les banques et les "marchés financiers" sont aujourd'hui l'objet de critiques vives, encore faut-il comprendre à quoi ils servent. Répondre à cette question nécessitera de s'interroger sur l'évolution des modes de financement des entreprises sur plusieurs décennies. L'observation d'une montée en puissance des marchés financiers permettra d'en interroger l'efficacité, avant de mieux comprendre ce que l'on appelle communément la crise des "*subprimes*", dans ses déterminations et sa propagation à l'activité économique mondiale.

Plan

Activité 1 : Quels modes de financement pour les entreprises ?

- 1.1. Capacités et besoins de financement
- 1.2. Les modes de financement des entreprises
- 1.3. Taux d'intérêt réels et nominaux (en TD)

Activité 2 : Les marchés financiers sont-ils efficaces ?

- 2.1 L'évolution du CAC40
- 2.2 La théorie des marchés efficients
- 2.3 La théorie de la rationalité mimétique

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

- 3.1 La crise immobilière aux USA
- 3.2 La propagation par la titrisation
- 3.3 De la crise financière à la crise économique

Objectifs du Chapitre

En termes de connaissances	En termes de savoir-faire
- connaître les principaux modes de financement des entreprises et les causes de leur évolution - discuter l'efficacité des marchés financiers - comprendre comment une crise financière a pu se transformer en crise économique mondiale	- distinguer taux d'intérêt nominal et taux d'intérêt réel - réaliser un schéma d'implication

Notions du programme officiel mobilisées : Autofinancement, financement direct/indirect, taux d'intérêt, risque de crédit

Activité 1 – Quelles évolutions des modes de financement des entreprises ?

Objectifs :

- connaître les différents modes de financement
- comprendre les facteurs qui expliquent les évolutions des modes de financement des Sociétés Non Financières (SNF = entreprises)

Document 1 : Capacités de financement* et besoins de financement des secteurs institutionnels

En milliards d'euros	2005	2010
Sociétés Non Financières	- 52	- 25,4
Sociétés Financières	11,9	31,6
Administrations publiques	- 50	- 136,9
Ménages**	53,3	89,0
Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages***	- 1,6	- 0,8
Nation	- 38,4	

* Un agent économique dégage une capacité de financement lorsqu'il dégage une capacité d'épargne. Dans le cas inverse, l'agent a alors un besoin de financement qu'il doit combler.

** Y compris entrepreneurs individuels.

*** ISBLM : Ce sont pour l'essentiel des associations dont l'activité est principalement non marchande.

- 1. Lire** - Faites une phrase avec la donnée de 2010 pour les ménages et les administrations publiques.
- 2. Calculer** - Calculez la donnée manquante en 2010 et faites une phrase pour expliquer le résultat.
- 3. Comparer** - En 2010, quels sont les secteurs institutionnels qui sont en besoin de financement ? Et ceux en capacité de financement ?
- 4. Justifier** - Les données concernant les ménages signifient-elles que tous les ménages dégagent une capacité de financement ?
- 5. Décrire** - Décrivez l'évolution de la situation des sociétés non financières, administrations publiques, ménages et de la Nation entre 2005 et 2010.

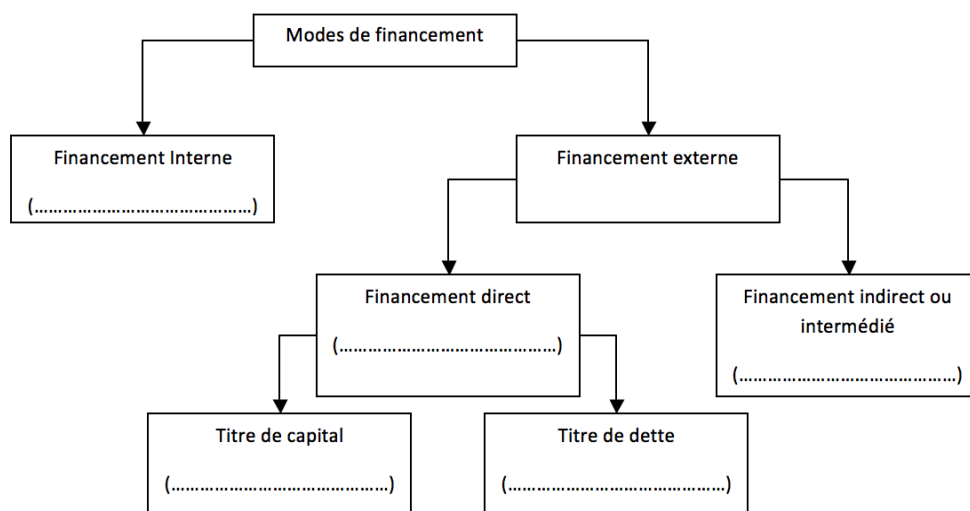
Document 2 : Les canaux de financement des entreprises

L'endettement est au cœur de l'activité des entreprises. Dans les économies de marché contemporaines, elles sont contraintes de lever une masse croissante de capitaux afin de financer leurs immobilisations, c'est-à-dire les bâtiments, les machines ou les stocks nécessaires à leur production. Deux voies se présentent à elles pour obtenir ces capitaux. Soit elles les trouvent auprès d'investisseurs qui, en échange de leur apport, prennent une participation au capital sous la forme d'actions. Ces actionnaires se voient alors dotés d'un droit de regard sur la gestion de l'entreprise, qui comprend celui d'affecter le surplus qu'elle dégage au versement d'un dividende pour rémunérer leur prise de risque. Soit les entreprises s'endettent, et elles s'engagent à rembourser le capital mobilisé à l'échéance du prêt et à verser à celui qui l'avance une rémunération sous la forme d'intérêts.

Si les premiers prêteurs sont les banques, les entreprises, les plus grandes en particulier, disposent d'autres voies pour s'endetter. D'abord, auprès des marchés financiers, par l'émission de titres de dettes, appelés obligations s'il s'agit d'un emprunt à long terme, ou de bons de trésorerie pour les prêts à court terme.

Marc Chevallier, « Les entreprises face à l'endettement », Alternatives Economiques Hors-série n° 091 - décembre 2011

- 6. Distinguer** – Qu'est-ce qui distingue le financement par endettement du financement par émission d'actions ?
- 7. Classer** - Placez dans le schéma ci-dessous les termes suivants : Autofinancement, Crédits bancaires, Marchés financiers, Actions, Obligations.



Document 3 : Le Bilan de l'entreprise Renault

Le bilan d'une entreprise est une photographie du patrimoine de l'entreprise à un moment donné (stock).

On met à l'actif tout ce qui appartient à l'entreprise (biens et créances) ce qui nous renseigne sur l'utilisation que l'entreprise a faite de ses ressources.

On met au passif les capitaux propres et les dettes ce qui nous renseigne sur l'origine des ressources dont l'entreprise a disposé.

en millions d'euros			
Actif		Passif	
Immobilisations corporelles (terrains et constructions, matériels et outillages...)	11 504	Capital social (valeur d'émission des actions)	448
Titres des filiales (Nissan)	14 199	Bénéfices mis en réserve (non distribués)	309
Stocks (notamment matières premières et véhicules non encore vendus)	4 567	Emprunts obligataires	21 211
Crédits à la clientèle ou aux concessionnaires	19 276	Emprunts bancaires	797
Trésorerie et actifs financiers	10 824	Dettes auprès des fournisseurs	348
Autres actifs	9 737	Autres passifs	994
Total Actif	70 107	Total passif	107 70

Source : d'après Renault, comptes consolidés 2010

✍ **8. Lire** - Faites une phrase exprimant la signification des deux données soulignées.

✍ **9. Justifier** - L'acquisition d'un nouveau bâtiment ou de nouveaux matériels nécessite-t-il des financements de même durée que l'acquisition d'actifs financiers ou la trésorerie ?

✍ **10. Décrire** - Calculez la proportion des différents types de financement dans le passif de Renault en 2010. En reprenant la typologie du schéma précédent, quel type de financement domine ?

Document 4 : Facebook, CA qui explose et entrée en Bourse imminente

Le réseau social Facebook a vu son chiffre d'affaires exploser en l'espace d'un an et ne devrait pas tarder à faire son entrée en Bourse, à en croire les investisseurs qui attendent l'évènement avec une impatience non dissimulée pour profiter eux aussi de la poule aux œufs d'or. Avec plus de 750 millions de membres au compteur dont une bonne partie qui ne comptent pas les heures passées à partager des contenus, commenter les profils, jouer ou discuter et des annonceurs qui se bousculent au portillon pour diffuser leurs publicités auprès de cet important vivier de consommateurs, Facebook génère, comme on peut s'en douter, énormément d'argent. Mais combien au juste ? N'étant pas coté en Bourse, le réseau social n'est pas dans l'obligation de communiquer ses résultats financiers et il ne le fait pas. C'est donc par l'intermédiaire d'une source proche du groupe, ayant bien évidemment demandé à garder l'anonymat, qu'on en apprend plus à ce sujet. Au cours du premier semestre 2011, le chiffre d'affaires de Facebook a atteint 1,6 milliard de dollars, doublé par rapport à la même période de l'année précédente, tandis que le bénéfice net s'est élevé à près de 500 millions de dollars.

Avec de tels résultats, beaucoup d'investisseurs s'attendent à ce que le site de réseautage ne tarde pas à faire son entrée en Bourse, ce qui a toujours été évité dans le but de rester opaque concernant les chiffres et la stratégie.

Source : <http://www.generation-nt.com/facebook-resultats-finances-entree-bourse-actualite-1252571.html>

Note : L'entrée de Facebook en Bourse a finalement eu lieu le 18 mai 2012 au prix de 38€.

Cours de l'action Facebook en \$



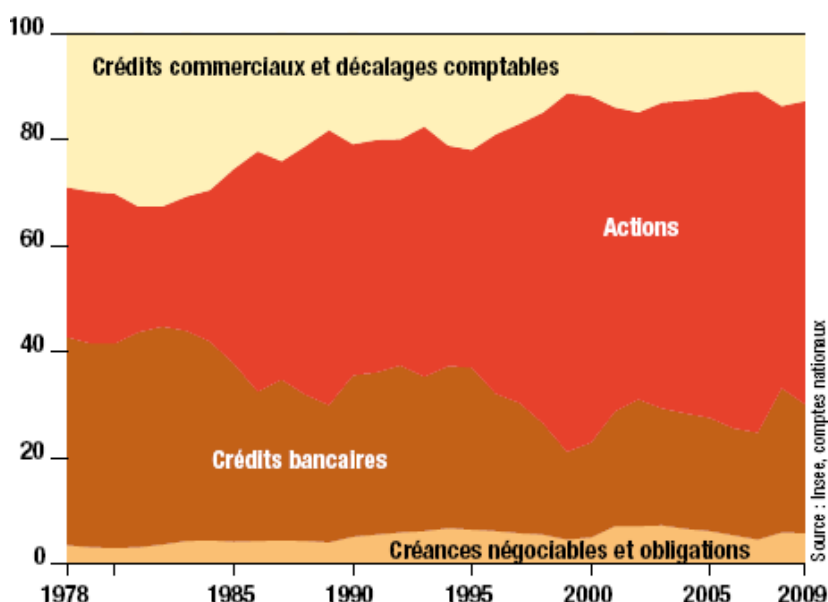
Source : <http://www.boursier.com/actions/graphiques/facebook-US30303M1027,US.html>

- ✍ 11. **Définir** - Rappelez comment se calcule un chiffre d'affaires.
- ✍ 12. **Analyser** - Quels sont l'intérêt et les inconvénients pour les propriétaires de Facebook d'entrer en bourse ?
- ✍ 13. **Analyser** - Quels sont l'intérêt et les inconvénients pour un investisseur d'acheter des actions Facebook ?

Exercice 1 – Intérêt et limites des différents modes de financement

	Avantages pour l'entreprise	Inconvénients pour l'entreprise
Financement interne		
Financement par crédit bancaire		
Financement par l'émission d'actions		
Financement par l'émission d'obligations		

Document 5 : Evolution du passif des entreprises françaises



Notes :

- l'autofinancement est ici exclu
- les décalages comptables correspondent notamment aux factures reçues mais non encore payées

- ✍ 14. **Décrire** la répartition des sources de financement des entreprises en 1978.
- ✍ 15. **Présentez** l'évolution du mode de financement des entreprises françaises depuis les années 1980.
- ✍ 16. Peut-on dire que le montant des crédits bancaires accordés aux entreprises a diminué entre 1978 et 2009 ?

Document d'approfondissement - Comment expliquer le développement des marchés financiers à partir des années 1980 ?

Une désinflation supérieure à la baisse des taux s'est traduite par une vive progression des taux d'intérêts réels (taux nominaux diminués de l'inflation), ce qui a contribué à accroître les placements financiers, désormais bien rémunérés. [...]

Il convient aussi de souligner la succession de forts déficits du budget de l'Etat, la volonté de ne plus recourir à la création monétaire pour le financer amenant à privilégier les emprunts obligataires. Le développement du marché des obligations a donc été favorisé, et ce, d'autant plus que les ménages réorientaient leur épargne vers des placements moins liquides, l'immobilier étant de son côté quelque peu délaissé.

L'amélioration de la situation financière des entreprises a contribué aussi à expliquer le développement du marché des actions, tant par les perspectives de bénéfices et de dividendes futurs que par les disponibilités des sociétés qui, face à l'atonie de l'investissement productif, servaient davantage à des opérations financières de croissance externe (rachats, fusions, OPA). Les nombreuses privatisations de la fin des années 80 ont par ailleurs fortement contribué à l'animation du marché financier.

Jean-Yves Capul, Les Cahiers français n° 277, juillet-septembre 1996, La Documentation française

- ✍ 17. **Présentez** les principales causes du développement du financement par les marchés financiers.

TD 8 - Taux d'intérêt nominal et taux d'intérêt réel

Objectifs :

- Comprendre ce qu'est un taux d'intérêt
- Distinguer et interpréter taux d'intérêt nominal et taux d'intérêt réel.

Exercice 1 : Le taux d'intérêt et la rémunération du prêteur

Caroline, élève en première ES, a reçu 150 euros de la part de ses parents et grands-parents pour Noël 2011. Elle souhaite dépenser 50 euros pendant les soldes à partir du 11 janvier 2012 mais économiser 100 euros afin de financer un voyage avec ses amis pour fêter sa réussite au baccalauréat en juillet 2013.

Son père lui propose d'ouvrir un Livret Jeune pour placer ses 100 euros. Un livret jeune est accessible à toute personne âgée de 12 à 25 ans, résidant en France à titre habituel. La rémunération est de 3,50% par an (taux en vigueur depuis le 1er novembre 2009) et les intérêts sont totalement exonérés de l'impôt sur le revenu et des prélèvements sociaux.

1. Si Caroline ouvre un Livret Jeune le 01 Janvier 2012, place sur ce Livret 100 euros et ne fait aucun retrait au cours de l'année, quel sera le montant des intérêts que la banque lui versera sur son livret le 31 décembre 2012 ?

- 103,50€
 3,50€
 0,35€
 35€
 135€

Justifiez par le calcul exact :

2. Si elle conservait toutes ces sommes sur son livret (les 100 euros et les intérêts reçus l'année précédente) et renonçait finalement à les dépenser pour fêter son bac, elle disposerait de 107,12€ au bout de 2 ans (le 31 décembre 2013). Comment calcule-t-on ce résultat ?

- $100 + (3,5 \times 2)$
 $100 \times 2 \times 3,5 \times 2$
 $100^2 \times (3,5 \times 2)$
 $100 \times 0,35^2$
 $100 \times 1,035^2$

Déduisez-en la formule pour 5 ans et x ans (qu'on appelle intérêts composés) :

Doc 1 : Baromètre des taux de crédit immobilier – Taux d'intérêt et coût de l'emprunteur

TAUX DE CREDIT IMMOBILIER
NOTRE ANALYSE
DANS VOTRE REGION

BAROMETRE	15 ans		20 ans		25 ans		30 ans	
Mis à jour le 20/01/2012	Fixe	Rev.	Fixe	Rev.	Fixe	Rev.	Fixe	Rev.
EXCELLENT	= 3,65	↑ 3,35	= 3,95	↑ 3,50	↑ 4,25	↑ 3,65	= 4,45	= 3,99
TRES BON	= 3,75	= 3,41	↑ 4,10	↓ 3,60	= 4,30	= 3,75	= 4,55	= 4,40
BON*	= 3,90	= 3,50	↑ 4,20	= 3,70	= 4,40	= 3,85	↑ 4,80	= 4,70

Taux hors assurance en fonction de votre localisation et de votre dossier. Taux révisable : capé + ou -1.
 * Taux bon : inférieur aux taux moyens constatés auprès de nos partenaires bancaires.

<http://www.meilleurtaux.com/>

3. Comparez taux fixe et révisables. Quels peuvent être les avantages et inconvénients d'un taux révisable (ou variable) ?

4. Comparez les taux selon la durée du crédit. Qu'en déduisez-vous ?

5. Comparez les taux de crédit immobilier au taux de rémunération du livret A. Comment expliquer l'écart constaté ?

6. Qu'est-ce qui pourrait expliquer que certains emprunteurs obtiennent un taux « excellent » et d'autres un taux seulement « bon » voire moins bon ?

Doc 2 - Le crédit revolving* en accusation

Avec 38 milliards d'euros de crédits accordés en 2009 (contre 44 en 2008), les crédits à la consommation sont en baisse annuelle de 13 %. C'est d'une certaine façon une bonne nouvelle, tant il contribue souvent à plonger des ménages modestes dans le surendettement. Surtout le « crédit revolving ».

« Besoin d'argent rapidement ? » « Augmentez votre pouvoir d'achat. » « C'est le moment de financer toutes vos envies ! » Les slogans des offreurs de crédits revolving font tout pour faire croire aux consommateurs que le bonheur est dans le prêt. Les crédits revolving (crédits renouvelables, en français) sont distribués par les banques, des établissements de crédit spécialisés (Cetelem, Sofinco, Cofinoga, etc.) et des distributeurs (Auchan, Darty, Ikéa...). Ils permettent à l'emprunteur de disposer très rapidement d'une somme d'argent qu'il peut dépenser à sa guise. Et le volume de crédit disponible se reconstitue au fur et à mesure des remboursements effectués.

Mais cette liberté de dépenser est chèrement acquise : les taux varient entre 15 % et 20 %, et plus du tiers sont supérieurs à 19 % ! Or, si les crédits revolving ne représentent que 21 % du volume total des crédits à la consommation accordés aux ménages aujourd'hui (voir encadré), ce sont les personnes aux bas revenus qui y ont principalement recours.

Le crédit revolving en accusation, Claire Alet-Ringenbach, Alternatives Economiques n° 278 - mars 2009

* Un crédit « revolving » ou « renouvelable » (en français) est une somme d'argent que le client peut utiliser à tout moment et rembourser selon un échéancier très flexible.

✍ 7. Comparez les taux d'intérêts des crédits revolving et des offres de crédits proposées par le banquier des parents de Caroline. Comment expliquer cette différence ?

✍ 8. Calculez le total des intérêts que verserait un ménage qui utiliserait pendant 5 ans consécutivement un crédit renouvelable de 1000€ à un taux de 20% par an. (utilisez la formule établie dans la Q2).

Exercice 2 : Prendre en compte l'inflation pour évaluer le taux d'intérêt « réel »

Erwan a gagné 300 euros au Loto le 1er janvier 2012. Il hésite entre placer cette somme sur son Livret A ou le dépenser immédiatement en DVD, vêtements, sorties au cinéma ou restaurant etc. (on appellera ces dépenses le panier de biens et services P).

Le taux annuel de rémunération du Livret A au 1er janvier 2012 est de 2,25%.

✍ 9. Si Erwan décide de placer 300 euros sur son Livret A, de quelle somme disposera-t-il un an plus tard ?

- 6,75€ 306,75€ 302,25€

✍ 10. Le prix du panier P est 300 euros le 1er janvier 2012. Calculez le prix du panier P si le taux d'inflation en 2012 est de 1,75%

- 5,25€ 301,75€ 305,25€

✍ 11. Même question si le taux d'inflation en 2012 est de 4%.

- 12€ 312€ 304€

✍ 12. Synthèse. Erwan a intérêt à placer ses 300 euros sur son Livret A plutôt que de les dépenser immédiatement si :

- Taux d'intérêt livret A > Taux d'inflation
 Taux d'intérêt livret A < Taux d'inflation

On retient que l'inflation affecte la rémunération de l'épargne et, inversement, le coût du crédit.

$$\text{Taux d'intérêt réel} \approx \text{taux d'intérêt} - \text{taux d'inflation}$$

✍ 14. Calculez le taux d'intérêt réel d'Erwan si l'inflation s'élève à 1%, 4% :

Calculer le taux d'intérêt réel revient à **déflater**. Retenez que l'inflation est néfaste aux épargnants. Elle est a contrario favorable aux débiteurs : si l'on s'endette à taux d'intérêt fixe, l'inflation est favorable au débiteur (et défavorable au créancier) car elle amoindrit le taux d'intérêt réel à payer.

Activité 2 – Les marchés financiers sont-ils efficaces ?

Objectifs :

- dégager les grandes périodes d'évolution du CAC40 depuis 20 ans
- discuter les théories explicatives du cours d'une action
- discuter de l'efficacité des marchés financiers

Doc 1 : Valeur de l'indice CAC 40 entre septembre 1987 et janvier 2015

(en points, base 1000 au 31 décembre 1987)

d'après <http://fr.finance.yahoo.com/q/hp?s=FCHI>



A savoir – Qu'est-ce que le CAC40 ?

Le CAC40 est le principal indice boursier de la place de Paris. Il permet de mesurer l'évolution moyenne des cours de 40 actions de très grandes entreprises qui s'y financent (Total, Sanofi-Aventis, BNP Paribas, LVMH, Air Liquide, Danone, GDF-Suez, France Télécom...). Le poids de chaque entreprise dans l'indice est pondéré en fonction de l'importance de sa valeur boursière.

✍ 1. - À l'aide de calculs appropriés (coefficients multiplicateurs ou taux de variation, choisissez le plus parlant), présentez l'évolution du CAC 40 en complétant le tableau ci-dessous.

Période	Variation du CAC 40 (coefficient multiplicateur ou taux de variation)
De mars 1987 à décembre 2013	
De mars 1987 à août 2000	
D'août 2000 à mars 2003	
De mars 2003 à mai 2007	
De mai 2007 et à février 2009	

✍ 2. - Signalez à partir du graphique les périodes de krachs boursiers.

Doc 2 : La maison mère de Free au plus haut historique

Après un démarrage laborieux, l'action du groupe Iliad (maison mère de l'opérateur de télécommunications Free) s'est jointe au concert de hausse qui domine mardi en Bourse de Paris, progressant d'environ 3,5% dans l'après-midi, dans de forts volumes. Xavier Niel, le patron du groupe, a dévoilé ce matin les tarifs très attendus de son offre commerciale en téléphonie mobile, avec des prix de forfaits souvent inférieurs de moitié aux meilleures offres de la concurrence (sur une base sans terminal). De quoi affecter les cours de France Télécom, Bouygues et Vivendi.

Source : Capital.fr, 10/01/2012

Doc 3 - L'efficacité des marchés financiers

Fama* (1965) fut le premier à donner une définition précise d'un marché financier efficient : « Sur un marché efficient, la concurrence que se livre un grand nombre d'opérateurs avisés, crée une situation dans laquelle, à chaque instant, les prix des [différents titres] reflètent les effets de l'information basée d'une part, sur des événements qui se sont déjà produits et, d'autre part, sur des événements que le marché s'attend à voir dans le futur. En d'autres termes le prix pratiqué est, à tout moment, une bonne estimation de la valeur intrinsèque du titre ». La valeur intrinsèque d'un titre pouvant se définir comme le flux de revenus qu'il va générer. Dans le cas des actions, ces revenus prendront la forme de dividendes versés par l'entreprise. La valeur fondamentale d'une action est donc égale à la valeur actualisée** des flux des dividendes distribués par l'entreprise.

* Eugene Fama, économiste américain (né en 1939), auteur de travaux précurseurs sur l'efficacité des marchés financiers.

** C'est la « valeur actuelle » des dividendes futurs, compte tenu de l'inflation ou du rendement de placements sans risque.

« Éléments de Finance comportementale », Cours de Christophe Barraud (Dexia Securities) à l'Université Paris Dauphine

Questions sur les documents 2 et 3

- ✍ 3. – Pourquoi l'annonce par Free de faibles prix de forfaits téléphoniques a-t-elle fait progresser le cours de l'action de sa maison-mère ?
- ✍ 4. – Pourquoi les dividendes futurs attendus sont-ils l'élément essentiel pour définir la « valeur fondamentale » d'une action ?
- ✍ 5. – Expliquez la phrase soulignée en vous appuyant sur l'exemple de Free.

Exercice 1 : Gagnez un prix en élisant le futur vainqueur d'un concours de beauté

Un journal local vous propose de participer à un jeu concours, consistant à élire le plus bel homme parmi les photographies suivantes. **Le lecteur qui élira la personne ayant recueilli le plus de voix** récoltera un prix de 10.000 €.



<http://www.jeanmarcmorandini.com/article-47906-decouvrez-les-candidats-a-mister-france-2011.html>

- ✍ 6. a) Votez (choix individuel, surtout ne communiquez pas avec vos voisins) :

b) Puis complétez le tableau de synthèse du vote de la classe. Quel élève remporte le jeu concours ?

N° du candidat	Nombre de voix obtenues
1	
2	
3	
4	
5	
6	

✍7. On suppose que les résultats du vote précédant ont été annulés. Votez à nouveau :

N° du candidat	Nombre de voix obtenues
1	
2	
3	
4	
5	
6	

✍8. Quelle stratégie convient-il de mettre en place pour remporter le prix de 10.000 € ?

Doc 4 – Le marché financier, un marché pas comme les autres

Pour bien comprendre la logique spéculative, prenons à titre d'illustration l'exemple de la bulle Internet. Selon les partisans de l'hypothèse d'efficience financière, l'accroissement des cours boursiers à la fin des années 1990 aurait dû dissuader les investisseurs de les acheter. La demande ne diminue-t-elle pas avec le prix ? En effet, à leurs yeux, il est irrationnel d'acheter un titre poussé par la spéculation à 100 euros alors que sa « vraie valeur » est 10 euros.

Que vaut cet argument ? Il repose sur deux hypothèses également contestables. D'une part, ce raisonnement suppose de connaître la vraie valeur du titre. Or, comme les titres financiers sont des droits sur des revenus futurs par nature fortement incertains, leur valeur est également fortement incertaine. [...]

Considérons maintenant la deuxième hypothèse. Le raisonnement consistant à comparer 100 euros, le prix d'aujourd'hui, à 10 euros, la vraie valeur, suppose que l'investisseur achète l'action dans le but de la conserver en portefeuille. Or, et c'est là notre deuxième objection, sur des marchés liquides, l'investisseur a d'autres projets : il achète dans la perspective de revendre plus tard. Ce qui motive son action n'est aucunement la « vraie valeur » mais l'anticipation du prix futur. Ce qui l'intéresse n'est pas le revenu mais la plus-value. C'est très différent. Par exemple, s'il pense que le titre vaudra demain 105 euros, il est absolument rationnel pour lui de l'acheter à 100 euros, même si, par ailleurs, il croit que sa « vraie valeur » est de 10 euros.

[...] Ce qui compte pour l'investisseur rationnel n'est pas la valeur objective du titre en tant que droits sur des revenus futurs, mais la manière dont évolue l'opinion majoritaire du marché. Sa référence n'est pas l'économie réelle, mais le marché lui-même.

Par conséquent, une période de hausse des cours, loin de susciter un repli de l'investissement comme le voudrait la loi de l'offre et de la demande, peut le favoriser énormément en engendrant une croyance durable dans la hausse future. Or, comme le prix qui se forme est le résultat de ces comportements, la croyance majoritaire dans la hausse produira mécaniquement la hausse. C'est ce qu'on nomme une « prophétie autoréalisatrice »

André Orléan, « Pourquoi tant de crises ? », Alternatives Economiques Hors-série n° 087 - décembre 2010

✍9. En prenant l'exemple de Free, illustrez la phrase soulignée.

✍10. Pour des "biens normaux", c'est-à-dire des biens achetés pour être consommés et non pour être revendus, que fait la demande en général lorsque le prix augmente ? Pourquoi peut-il en aller inversement pour les actifs financiers ?

✍11. Sur quoi se fonde l'« investisseur rationnel » pour prendre ces décisions ? Montrez le lien avec le « concours de beauté » proposé dans l'exercice.

✍12. Pourquoi les bulles financières peuvent être qualifiées de « prophétie autoréalisatrice » ?

A savoir : qui sont les intervenants sur les marchés financiers ?

Sur les marchés financiers, ceux qui acquièrent des actions ont tous en commun d'espérer réaliser un bon placement (soit en percevant sous forme de dividendes une partie des profits de l'entreprise dont ils possèdent des actions, soit en revendant leurs actions avec une plus-value). Mais au-delà de cette similitude, les acheteurs d'actions (qui deviendront également vendeurs) peuvent aussi bien être des **ménages** qui souhaitent placer leur épargne, des **sociétés non financières** qui souhaitent faire fructifier leur trésorerie ou contrôler pour des raisons stratégiques une autre entreprise, ou des **sociétés financières** qui réalisent des placements pour leur propre compte ou celui de leurs clients. Ces dernières, parfois appelées « investisseurs institutionnels » ou « zinzins » comprennent notamment :

- des **banques** ;
- des **compagnies d'assurance** ;
- des **organismes de placement collectifs**, sociétés qui placent les capitaux qu'elles collectent auprès du public (exemple : les SICAV) ;
- des **fonds de pension**, qui ont pour but de placer l'épargne retraite de salariés (ou de leurs employeurs) pour leur verser ultérieurement des pensions de retraites ;
- des **fonds d'investissement**, dont les « *hedge funds* » qui proposent des stratégies de placements spéculatives et risquées.

Les actions sont émises par les entreprises sur le marché « **primaire** », c'est-à-dire le marché du neuf. Mais ceux qui les ont acquises peuvent ensuite les échanger sur le marché « **secondaire** », c'est-à-dire le marché de l'occasion (la Bourse).

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

Objectifs :

- comprendre les causes de la crise des *subprimes*
- comprendre ses conséquences sur l'activité économique mondiale
- réaliser un schéma d'implication

Document 1 - Portrait d'une victime des *subprimes* aux USA

<http://www.ina.fr/economie-et-societe/vie-economique/video/VDD08002147/portrait-d-une-victime-des-subprimes-aux-usa.fr.html>

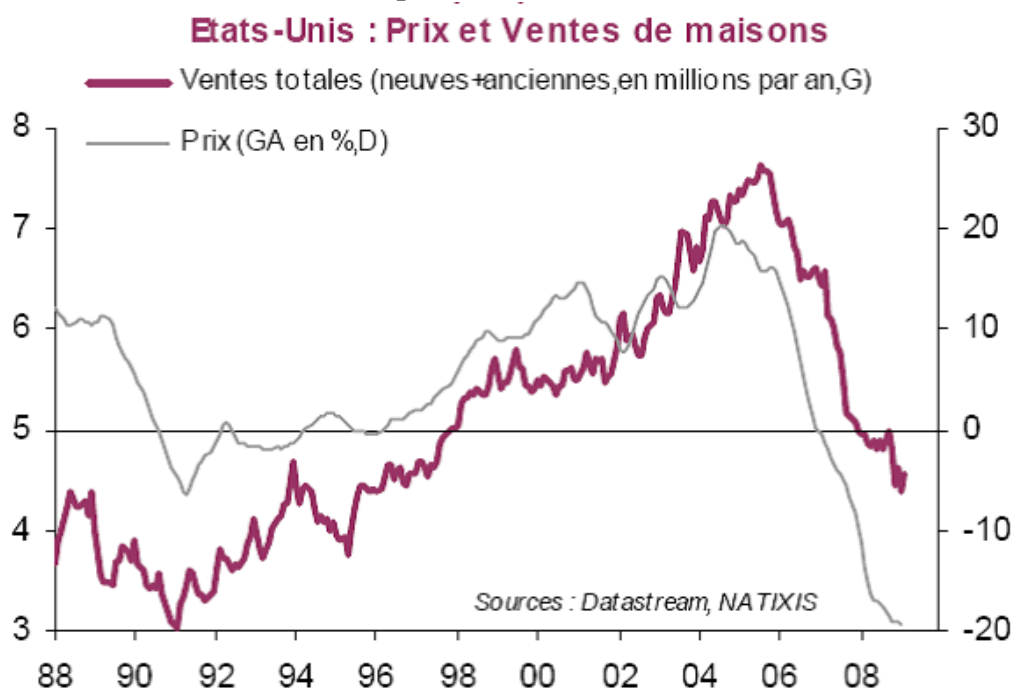
- ✍ 1. **Définir** - Qu'est-ce qu'un taux d'intérêt variable ?
- ✍ 2. **Analyser** - Analyser l'enchaînement qui conduit à l'expulsion des résidents de leur maison.

Document 2 - Les mécanismes de la crise immobilière

Ecoland - la Bulle from Denis van Waerebeke on Vimeo (<http://vimeo.com/16538385>)

- ✍ 3. **Justifier** - Pourquoi peut-on avancer l'idée que « *le crédit c'est génial* » ?
- ✍ 4. **Expliquer** - Expliquer le mécanisme de gonflement puis d'éclatement de la « bulle immobilière ».
- ✍ 5. **Discuter** - Les principales victimes de la crise des *subprimes* sont-elles des « *Joyce* » ou des « *Cynthia* » ?
- ✍ 6. **Expliquer** - Pourquoi l'Etat accepte-t-il de renflouer la banque ?

Document 3 : Evolution des prix et des ventes de maisons aux Etats-Unis



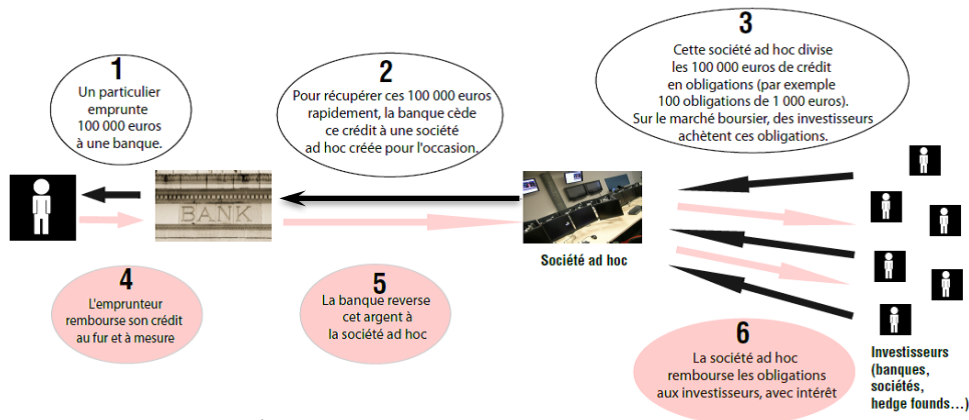
Note : « GA en % » signifie « glissement annuel en pourcentage », c'est-à-dire évolution de date à date. « G » et « D » renvoient respectivement à l'échelle de « gauche » et de « droite » du graphique.

Source : Patrick Artus, « Sans stabilisation des prix de l'immobilier, impossible d'éviter la déflation aux États-Unis », *Special Report*, Natixis, n° 136, 27 avril 2009.

- ✍ 7. **Décrire** – Présentez (en périodisant) l'évolution des ventes de maisons aux Etats-Unis de 1988 à 2009.
- ✍ 8. **Lire** - Quel a été le taux de croissance des prix de l'immobilier aux Etats-Unis en 2005 ? Et en 2009 ?
- ✍ 9. **Lire** - Quand démarre le krach de la bulle immobilière ?

La chaîne de titrisation, ou comment se propage la contamination

La chaîne de titrisation est l'un des exemples les plus frappants d'opacité des marchés financiers



note : ad hoc = spécialement créé pour l'occasion

Sources: Cabinet d'avocats GIDE, Euroclear; Crédit: Fanny Lothaire et Loup Besmond de Senneville

✍ 10. Lire - Que symbolise le sens des flèches ?

✍ 11. Définir - En étudiant les étapes 2 et 3 ci-dessus, définir la titrisation.

✍ 12. Expliquer - Que se passe-t-il si l'emprunteur ne peut pas rembourser son emprunt à la banque ?

Document 4 bis – Une titrisation excessive

Pratique ancienne, la titrisation offre une possibilité aux émetteurs de prêts de se refinancer, ayant obtenu de la liquidité ils peuvent alors financer d'autres activités dans l'économie; la titrisation permet ainsi de transformer du "capital mort" en "capital vivant". (...)

Cependant, la titrisation, et en particulier la vente des tranches risquées, déresponsabilise l'émetteur, qui perd ses incitations à surveiller la qualité de ses prêts s'il n'en subira pas les conséquences. Le danger est donc que l'émetteur émette, puis se débarrasse, à travers la titrisation, des prêts trop risqués (...) Le taux de titrisation des prêts immobiliers a crû de 30% en 1995 à 80% en 2006. Et surtout, dans le cas des fameux prêts *subprime*, la fraction titrisée est passée de 46% en 2001 à 81% en 2006. (...)

La titrisation a beaucoup augmenté à un moment où les prêts devenaient plus risqués, alors que la théorie et la pratique veulent que les banques gardent une part plus importante quand leurs prêts sont plus risqués et donc plus sujets aux asymétries d'information. (...) D'autre part les acheteurs ont parfois acheté sans trop se soucier de la qualité (...), et les agences de notation ont nettement sous-évalué les risques, comme le montre la défaillance de nombreux titres AAA.

Leçons d'une crise, Jean Tirole, note TSE n°1 n° 1 - 12/2008 <http://www.linternaute.com/actualite/economie/international/crise-financiere/2-contagion-mondiale.shtml>

✍ 13. Expliquer – Montrer que la titrisation a conduit à une dissémination du risque à la finance internationale.

✍ 14. Analyser – Analyser la responsabilité des « innovations financières » dans la gravité de la crise financière.

Document 5 - De la crise financière à la crise économique

La crise financière s'est transmise à l'économie réelle par trois canaux principaux. D'abord, la crise financière a entraîné une crise de confiance qui touche l'ensemble des agents économiques : les banques hésitent à se prêter entre elles, tandis que les ménages, par crainte du chômage, accroissent leur épargne de précaution. Ensuite, l'accès au crédit est devenu plus coûteux et difficile : les prêteurs, confrontés à un risque de défaut accru, font payer plus cher les emprunteurs, voire refusent de leur prêter. Restriction de crédit et crise de confiance ont un impact particulièrement négatif sur l'investissement des ménages et des entreprises. Enfin, la baisse de demande entraîne une contraction du commerce mondial, propageant la crise à l'ensemble de l'économie mondiale. En retour, la dégradation de l'économie réelle entretient la crise financière. C'est le cas en particulier de la baisse des prix dans l'immobilier qui nourrit la crise des *subprimes*. (...)

La crise des « subprimes » : de la crise financière à la crise économique, Note de conjoncture INSEE, 2009

✍ 15. Expliquer – Expliquer la phrase soulignée.

✍ 16. Expliquer - Expliquez comment l'augmentation des taux d'intérêt et la baisse du prix de l'immobilier aux Etats-Unis ont transformé les titres d'emprunt à risque en actifs toxiques.

✍ 17. Résumer – Résumer sous forme d'un schéma la propagation de la crise financière à l'économie mondiale.

Pour aller plus loin (vidéo de 11 min) : <http://www.youtube.com/watch?v=KaqvwoJx2eQ&feature=share>

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 **efficaces**, 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 soucieuses 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 : Bearn 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...