

Chapitre 6

Le financement de l'activité économique

Introduction

Le financement de l'économie désigne l'ensemble des opérations permettant de procurer, selon différentes modalités, des fonds aux agents économiques.

1 Rôle et organisation du système financier.

Financement **interne** ou **externe**.

Financement **externe direct** ou **indirect**.

Le financement d'une économie moderne requiert des capitaux importants et les agents économiques (ménages, entreprises, administrations publiques) ont des besoins de financement liés à leur activité. Les entreprises doivent financer leurs investissements, les ménages leurs logements. . . Certains agents dégagent des **capacités de financement**, c'est-à-dire qu'ils disposent d'une épargne non affectée à un investissement alors que d'autres ont des **besoins de financement**, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent financer eux-mêmes la totalité de leurs investissements.

Selon les **économistes classiques**, la propension à épargner, la part du revenu destinée à l'épargne serait une fonction croissante du taux d'intérêt : un taux d'intérêt élevé incite à réduire sa consommation et donc à accroître son épargne.

Selon les keynésiens, le niveau de l'épargne dépend du revenu.

Le niveau des prix et la fiscalité, la conjoncture économique (peur de l'avenir) influencent également le niveau de l'épargne.

La décision d'investissement est déterminée par le profit, le taux d'intérêt, la demande anticipée, le prix relatif des facteurs de production. . .

Le besoin de financement des administrations publiques correspond au déficit budgétaire.

Dés lors qu'un agent économique ne peut assurer l'autofinancement intégral de ses investissements par le **financement interne**, il doit recourir au **financement externe** (par le crédit ou le recours aux marchés financiers).

Le financement interne correspond à l'autofinancement : l'entreprise finance son investissement à partir de ses fonds propres.

En cas de besoin de financement, les ménages et la plupart des petites et moyennes entreprises doivent recourir au crédit bancaire en faisant appel à un intermédiaire financier.

Le financement indirect correspond à un mode de financement intermédié, réalisé par une intermédiation bancaire. Les banques reçoivent des dépôts en épargne des agents à capacité de financement et consentent des crédits aux agents ayant des besoins de financement. On parle alors d'**économie d'endettement**. L'économie d'endettement est l'état d'un système financier qui se caractérise par la prédominance de l'intermédiation bancaire.

Le financement direct (ou désintermédié) correspond à un mode de financement où la relation est directe entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement qui se rencontrent sur le marché financier. On parle alors d'**économie de marché financier**.

Les sociétés non financières et financières et les administrations publiques peuvent émettre des titres sur les marchés des capitaux.

Une action est un titre de propriété, représentant une part de capital d'une société. Elle est rémunérée par un dividende fluctuant qui dépend des bénéfices réalisés par la société. Le **rendement d'une action** est le rapport exprimé en % entre le dividende et le cours de la Bourse.

L'actionnaire est un associé de la société : sa responsabilité est limitée à son apport, il a le droit de prendre part aux Assemblées Générales, de recevoir des dividendes.

Une obligation est un titre négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt à long terme. Il donne à son détenteur un droit de créance productif d'intérêts. Le coupon désigne les intérêts.

Sur le marché primaire, les entreprises émettent des titres (marché du neuf), sur le marché secondaire, le marché boursier (marché de l'occasion), les agents échangent des titres déjà émis.

Les indices boursiers rendent compte de l'évolution du marché des valeurs mobilières. Chaque place internationale possède son indice dont les variations sont symboles de croissance ou de crise. L'indice de Paris est le CAC 40, celui de Wall Street, le Dow Jones. Le marché financier est le marché des capitaux à long terme ; le marché monétaire des capitaux à court terme.

Le taux nominal est le taux fixé pour une opération. Comme la hausse des prix conduit à réduire la valeur du capital, on calcule souvent un **taux d'intérêt réel** qui élimine les effets négatifs de l'inflation.

2 L'essor de la nouvelle finance et le risque

Des agents intermédiaires (institutions financières) mettent en relation des agents économiques en situation financière complémentaire.

La transformation désigne le processus qui adapte la capacité de financement et le besoin de financement dont généralement la structure dans le temps ne coïncide pas.

Ainsi les épargnants ont tendance à vouloir une épargne relativement liquide et prêtent plus à court terme qu'à long terme ; inversement les emprunteurs veulent surtout des capitaux à long terme, d'où la nécessité d'une transformation par les intermédiaires financiers.

La transformation bancaire consiste ainsi à utiliser des ressources de court terme pour financer les crédits à moyen terme et long terme.

De nouveaux marchés financiers ont été créés. Il s'agit d'abord des marchés à terme. Un marché à terme est caractérisé par le décalage de temps entre la conclusion du contrat et son exécution. La plupart de ces marchés à terme sont des marchés dérivés : marchés sur lesquels les cours des produits traités dépendent des cours d'autres produits (actions, taux d'intérêt...). Leur objectif est de se mettre à l'abri des incertitudes, mais il s'agit de marchés presque entièrement dédiés à la spéculation.

La titrisation (*securitization* en anglais) est la transformation de créances de différentes sortes en titres négociables. On fait porter le risque inhérent aux prêts accordés. L'opération suppose qu'une agence de notation décerne une note en fonction du risque ainsi transféré.

L'agence de notation est un organisme privé spécialisé dans l'analyse des comptes et du fonctionnement des sociétés cotées et des collectivités territoriales. Ces agences publient des notes (de type AAA ou AA+ pour les meilleures appréciations jusqu'à D pour les moins bonnes) sur la capacité des sociétés à honorer leurs engagements.

Ces **agences de notation notent leurs clients**. Elles sont donc "*judge et partie*", c'est-à-dire que leurs bénéficiaires dépendent donc du nombre et de la fidélité de leurs clients. En période normale, chaque agence de notation a intérêt à ne pas être trop sévère dans la notation de ses clients.

Plus la note est bonne (AAA), moins élevé sera le taux d'intérêt et donc le coût de l'endettement. Les agences regardent notamment les perspectives de croissance et le montant et l'évolution de la dette par rapport au PIB. Ainsi un gouvernement peut être contraint, de peur que sa note soit dégradée, à mener une politique budgétaire de rigueur afin d'envoyer des signes de bonne volonté aux agences de notation.

La fin de ce chapitre reprend l'Express du 23/11/2011 : *l'ancêtre des agences de notation a été fondé par un ancien bagnard ! C'est Eugène-François Vidocq, devenu agent secret sous les ordres du préfet de police, qui a fondé en 1833 le premier bureau de renseignements financiers indépendant. Sa mission ? Détecter les entrepreneurs malhonnêtes et les entreprises à la solvabilité douteuse.*

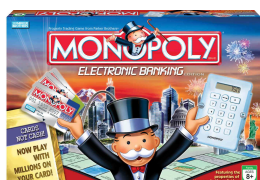
Les "Big Three" :

- *Moody's investors* créée en 1900 par John Moody
- *Standard and Poors*, née en 1941 de la fusion de *Standard's statistics* bureau et de la *Poor's publishing company* créée dès 1860 par Henry Varnum Poor.
- *Fitch Ratings*, fondée en 1913 par John Knowles Fit.

Annexe

la titrisation pour les nuls (<http://www.captaineconomics.fr>)

Lorsque votre banque vous prête de l'argent, que ce soit sous la forme d'un prêt hypothécaire pour l'achat d'une maison ou bien sous la forme d'un crédit à la consommation, elle détient alors une créance sur vous que vous allez devoir rembourser dans le futur. Dans votre tête, vous pensez alors que la banque va garder cette créance dans son bilan (du côté actif), et que lorsque vous allez payer des intérêts ou rembourser le capital de votre prêt chaque année, cette créance va diminuer, jusqu'à l'échéance de votre prêt où vous n'aurez plus de dette et la banque plus de créance. Ce schéma simple, mettant en jeu seulement deux parties (vous et la banque) est pourtant assez loin de la réalité dans de très nombreux cas. C'est là que la titrisation des créances entre en jeu !



Prenons un exemple. Vous avez, au cours de l'année précédente, prêté de l'argent à 50 de vos clients qui souhaitent acheter une maison (prêts hypothécaires). Dans un schéma classique, vous allez garder dans votre bilan, du côté de l'actif, ces 50 créances, attendre bien gentiment que vos clients

vous remboursent et faire une marge sur via les intérêts sur le prêt. Le problème est que si demain vous avez envie d'investir l'argent que vous avez prêté, pour acheter par exemple de la dette souveraine française, vous ne pouvez pas le faire car vous n'avez plus rien dans vos coffres. Et là vous avez alors une idée de génie : pourquoi ne pas regrouper mes créances (les 50 prêts effectués) pour les revendre à une société nouvelle qui se chargera de trouver des investisseurs. Comme ça, le risque de défaut de vos clients sort de votre bilan (vous avez revendu les créances) et en plus vous bénéficiez d'une rentrée d'argent. Et voici comment fonctionne (à peu près...) la titrisation.

Pour être plus précis, une opération de titrisation fait intervenir trois acteurs : (1) le cédant, (2) un émetteur créé de toute pièce pour l'opération appelé Fonds Commun de Créances (ou *Special Purpose Vehicle-SPV*) et (3) des investisseurs. Dans un premier temps, le cédant (par exemple une banque) vend un actif ou un portefeuille d'actifs (par exemple un lot de créances hypothécaires) à un Fonds Commun de Créances (SPV). Le Fonds Commun de Placement émet alors des obligations, qu'il vend à des investisseurs, dont le produit de la vente à des investisseurs 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.

Si vous n'avez rien compris, reprenons notre exemple ci-dessous. Vous (le cédant), revendez à un Fonds Commun de Placement vos 50 créances hypothécaires pour un total de 50 millions. Le Fonds Commun de Placement, créé pour l'opération, émet alors 10 obligations d'une valeur chacune de 5 millions avec un coupon équivalent à 5 %. Cinq investisseurs se décident donc à acheter une obligation chacun du Fonds Commun de Placement ; ce dernier payant au cédant l'acquisition du portefeuille de créances avec le produit de l'émission obligataire (50 millions). A la fin de chaque année, le Fonds Commun de Placement doit payer aux investisseurs un coupon de 5 % (soit 250 000 € par investisseur), qu'il finance grâce aux intérêts qu'il perçoit sur les créances hypothécaires qu'il détient (lorsque vos ex-clients payent des intérêts sur le prêt, cela sert en partie à payer les investisseurs détenteurs d'obligations). A la maturité de l'obligation, l'émetteur paye aux investisseurs le principal (5 millions par investisseur) grâce aux différents flux perçus via le portefeuille d'actifs (remboursement des prêts hypothécaires). Le surplus réalisé sur l'opération, si par exemple la somme des flux versés aux investisseurs est inférieure à la somme des paiements perçus via le portefeuille de créances hypothécaires, est alors reversé au cédant.