

SYSTEMES DE FINANCEMENT

Plan :

1. *L'intermédiation financière*
2. *Économie d'endettement*
3. *Economie de marchés financiers*
4. *Notion de système financier*

A) L'INTERMEDIATION FINANCIERE

1) **Les écarts entre l'offre et la demande primaires de financement**

Il n'y a pas de raison pour que les besoins et les capacités de financement se compensent. On en citera quelques causes.

i) ***Au niveau du financement global de l'économie***

- La somme des capacités de financement coïncide rarement avec celle des besoins de financement.
- La capacité de financement est sensible à la conjoncture mais la causalité est complexe.

Par exemple, une croissance soutenue

- accroît les revenus de agents plus que leurs dépenses courantes et soutient donc la capacité de financement de chacun.
- Elle relance les projets d'investissement (logement, investissements non financiers d'entreprises notamment) ce qui engendre un besoin additionnel de financement.
- Ces deux mouvements peuvent être décalés dans le temps. L'importance du second dépend aussi de l'idée que se font les agents de la durabilité de l'embellie (ou de la détérioration) qu'ils constatent à un moment donné.

L'équilibre global entre capacités et besoins de financement dépend aussi beaucoup de l'évolution des revenus des différents types d'agents et le leur comportement d'utilisation de ces revenus.

ii) ***L'exigence de liquidité***

Les émetteurs de titres et les emprunteurs préfèrent des titres dont l'échéance de remboursement est la plus longue possible,

- Du moins assez longue pour que les revenus engendrés par le produit de l'émission couvrent ce remboursement.

- La conséquence est que leur demande se répartit entre engagements à court, moyen et long terme selon le type d'actif financé. Les modules de gestion financière en établissent la répartition.

Les détenteurs de titres et de créances préfèrent des titres liquides, c'est-à-dire rapidement transformables en monnaie pour une valeur certaine.

La conséquence est que l'offre financière qu'expriment les agents à capacité de financement fait une place importante aux formes de placements réalisables à des échéances courtes ou moyennes avec des risques faibles sur la valeur quand le choix de sortie sera fait.

iii) Le risque portant sur la valeur d'un actif

L'un des problèmes de la liquidité, au delà du calendrier de la réalisation d'un actif, est la valeur de cet actif aux différentes échéances.

On parle plutôt de risque que cette valeur s'écarte de la valeur attendue.

Le risque peut venir de différentes origines :

- ✓ Le débiteur peut être défaillant, incapable d'honorer les échéances.
- ✓ La révélation de ses mauvaises affaires engendre la baisse des titres qu'il a émis.

On parlera dans ces deux cas de risque spécifique au titre ou à l'émetteur.

- ✓ Le risque peut être lié au système financier lui-même quand son évolution a pour conséquence une dépréciation de la valeur des titres (hausse de taux d'intérêt pour les obligations, dégonflement d'une bulle financière sur celui des actions par exemple).

L'aversion pour le risque ne signifie pas une fuite devant tout risque. Les souscripteurs acceptent un niveau de risque pourvu qu'il soit identifié, qu'ils aient conscience d'en connaître le niveau et que la prise de risque soit jugée suffisamment rémunératrice.

Le risque est perçu comme d'autant plus élevé qu'il y a incertitude sur l'information concernant son émetteur. Plus l'incertitude sur l'information est grande et plus la valeur des titres baisse.

2) Le rôle du système financier

La fonction du système financier est de répondre à ces différents problèmes.

Faire coïncider l'exigence de liquidité et le besoin de stabilité

Comment constituer des ressources suffisamment stables pour les émetteurs ?

Comment rendre liquides des titres financiers qui ne le sont pas *a priori* ?

Trois voies sont possibles pour y parvenir :

- ✓ *La création de disponibilités monétaires garanties par une créance.*

C'est la fonction spécifique des institutions bancaires de créer de la monnaie en contrepartie de créances, que celles-ci préexistent à la création de monnaie ou qu'elles soient créées dans ce but.

- ✓ *La transformation dettes à court terme en créances à moyen et long terme.*

Les organismes financiers – bancaires ou non bancaires – réalisent la transformation de crédits à court terme en crédits à plus long terme.

Cette possibilité a sa limite dans la liquidité de l'organisme lui-même. En l'absence de mécanismes de refinancement, une gestion prudente impose de la limiter au minimum de l'encours permanent en dettes à court terme.

- ✓ *Des mécanismes et institutions organisant l'échange des titres.*

C'est la fonction des marchés financiers de créer la liquidité des titres en organisant leur circulation entre les agents économiques.

i Créer des économies dans les transactions

Les opérations financières, y compris correspondant aux trois fonctions précédentes pourraient être réalisées par un ensemble de conventions entre les agents concernés. Cette solution s'avèrerait coûteuse et incertaine pour les opérateurs.

- ✓ Le système financier permet des économies dans la recherche des partenaires.

La probabilité pour un agent exprimant une offre ou une demande de trouver un partenaire exprimant le besoin inverse est faible.

Le système financier accroît la probabilité qu'un agent trouve une réponse à l'offre (de liquidité, de titre ou de crédit) qu'il fait.

- ✓ Il propose une intermédiation transactionnelle

Les intermédiaires et les marchés financiers provoquent l'émergence de procédures, de produits et de prix qui soldent les offre et demandes de crédit et de titre.

- ✓ Le système financier l'émergence de la concurrence en élargissant le nombre des participants aux transactions et facilitant leur accès à celles-ci.

- ✓ Il facilite le développement d'une information sur les agents, les produits et les transactions mais également l'accès des agents (financiers et non financiers) à cette information.

En résumé le système financier fonctionne comme une industrie qui permet les économies d'offre et de demande.

En premier lieu des économies d'échelle en réduisant les coûts de transaction et d'opération et par l'existence d'économies de champ entre les composantes d'une offre diversifiée.

En second lieu les économies de demande avec le développement d'une offre différenciée en caractéristiques (liquidité des titres, éventail des solutions en termes d'alternative rémunération-risque) et en qualité.

ii) Réduire les facteurs de risque

Les intermédiaires financiers s'intercalent entre les agents à capacité et à besoin de financement.

Ce faisant ils remplacent le risque de défaillance que représentaient les seconds par le risque de défaillance de l'institution financière elle-même.

Celle-ci est jugée moindre. Les prêteurs ultimes percevant un risque moindre acceptent, pour une échéance de placement donnée, une rémunération moindre.

La taille de l'organisme financier et la variété de ses propres débiteurs réduisent les conséquences pour lui des défaillances.

Tout ce qui complète et garantit l'information sur les créanciers, débiteurs, intermédiaires, procédures de transactions est réducteur de risque.

Le débiteur est supposé connaître sa propre situation.

Par contre une information incomplète du créancier (on parle alors d'asymétrie d'information) engendre des phénomènes qui diminuent l'efficacité dans les transactions.

- Il y a aléa de moralité quand la meilleure information du débiteur introduit un doute dans sa loyauté vis-à-vis du créancier dans l'exécution du contrat. Le créancier doit alors mettre en place un dispositif coûteux de contrôle. L'absence d'aléa de moralité a pour conséquence la réduction des coûts de contrôle du débiteur par le créancier.
- L'asymétrie d'information a pour conséquence un manque de confiance du prêteur envers l'emprunteur. Le risque est alors une sous-évaluation systématique de la valeur des titres par le premier et donc une impossibilité de s'entendre sur un prix pour les produits de bonne qualité, qui disparaissent alors des transactions (anti-sélection ou sélection adverse).

Tout ce qui améliore la confiance dans l'information réduit l'anti-sélection, améliore le développement de produits de qualité et la formation de prix équitables.

B) ÉCONOMIE D'ENDETTEMENT

1) Les agents

On distingue d'abord les agents non financiers des agents financiers.

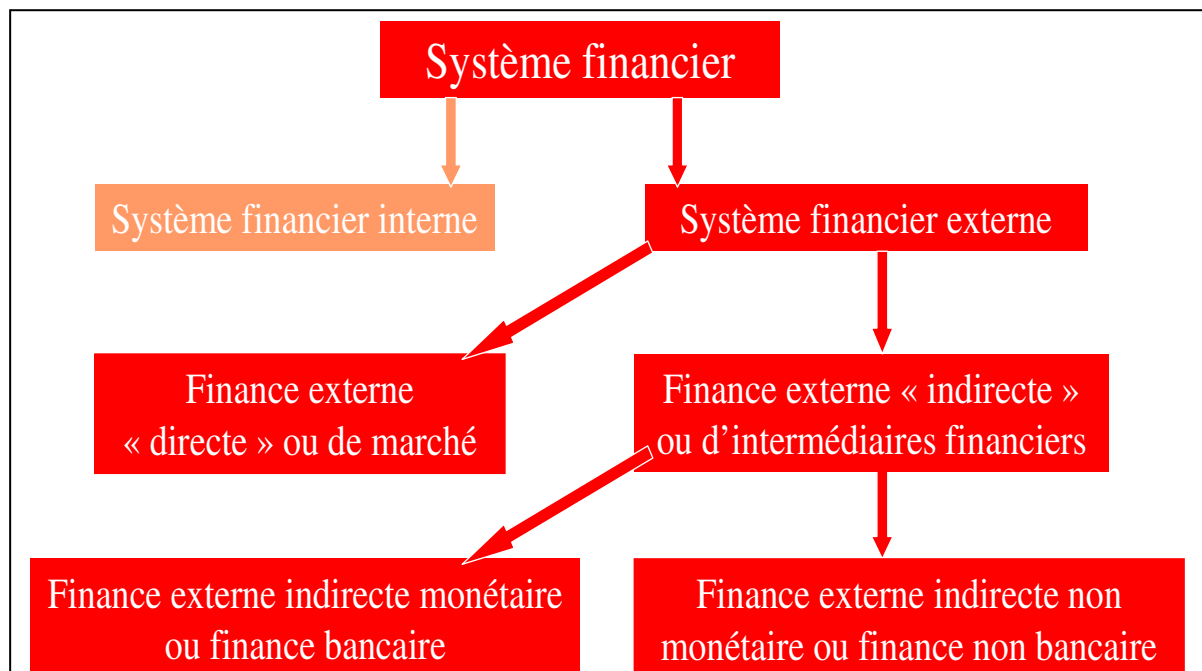
- Les agents non financiers (ANF) ont une activité tournée vers la production, la consommation et l'accumulation des biens et services.
- Les intermédiaires financiers (IF) ou agents financiers sont les agents dont l'activité repose sur le montage et la réalisation d'opérations de transactions sur titres ou de prêt/emprunt.

Les ANF dégagent selon les cas des capacités et besoins de financement.

i) Les filières dans le système financier

- ✓ Le financement interne permet à un ANF de financer ses besoins d'investissement par les surplus monétaires dégagés de son activité courante.
- ✓ Dans le financement externe direct les ANF obtiennent les uns des autres la liquidité nécessaire à leurs opérations courantes et d'investissement.
- ✓ Dans la finance externe indirecte les surplus de liquidité monétaire d'une partie des ANF sont transformés en disponibilités pour les autres. Des agents financiers (des banques ou d'autres organismes financiers), créent les disponibilités monétaires dont leurs clients ont besoin.

Dans toutes les filières de finance externe, la circulation et la création des capacités de paiement ont pour contrepartie des titres de créance appropriés.



MarFin SystFin SystèmesFinancement-Animation

ii) **Opérations financières et actifs financiers**

Les actifs financiers sont des créances sur la production et le patrimoine économiques, présentant une certaine aptitude à constituer une réserve de valeur plus ou moins indifférenciée.

✓ Typologie basée sur les agents émetteurs.

Par exemple les actifs émis par les ANF ou les IF. On distingue notamment :

- Les titres primaires émis par des agents non financiers.
- Les titres intermédiaires, secondaires ou indirects émis par les intermédiaires financiers.
- Les titres intermédiaires financiers monétaires (la monnaie par exemple) et non monétaires

✓ Typologie fondée sur la liquidité

Elle les distingue selon leur aptitude à être transformés en titre de paiement direct et immédiat. Cette aptitude dépend de la négociabilité de l'actif et du degré de certitude de sa valeur.

La monnaie n'est plus alors que l'actif financier le plus liquide.

Cette typologie permet une classification synthétique et continue de l'ensemble des actifs financiers.

✓ Typologie fondée sur la technique financière

Elle permet de distinguer :

- Les instruments de paiement qu'on peut utiliser pour s'acquitter d'une dette: paiements nationaux ou internationaux.
- Les instruments de placement qui donnent différentes formes à l'épargne et au patrimoine : valeurs mobilières, dépôts non monétaires, titres du marché monétaire, bons du Trésor, etc.
- Les instruments de financement qui sont des actifs négociés sur une base bilatérale entre un prêteur et un emprunteur. Prêts simples, crédits commerciaux, crédits interentreprises, découverts, prêts à la consommation.

2) **Principes de fonctionnement**

Dans une telle économie le financement externe des agents – financiers et non financiers – procède de l'endettement auprès d'un intermédiaire financier monétaire ou non monétaire. Le critère de base pour apprécier la situation des agents devient le taux d'endettement :

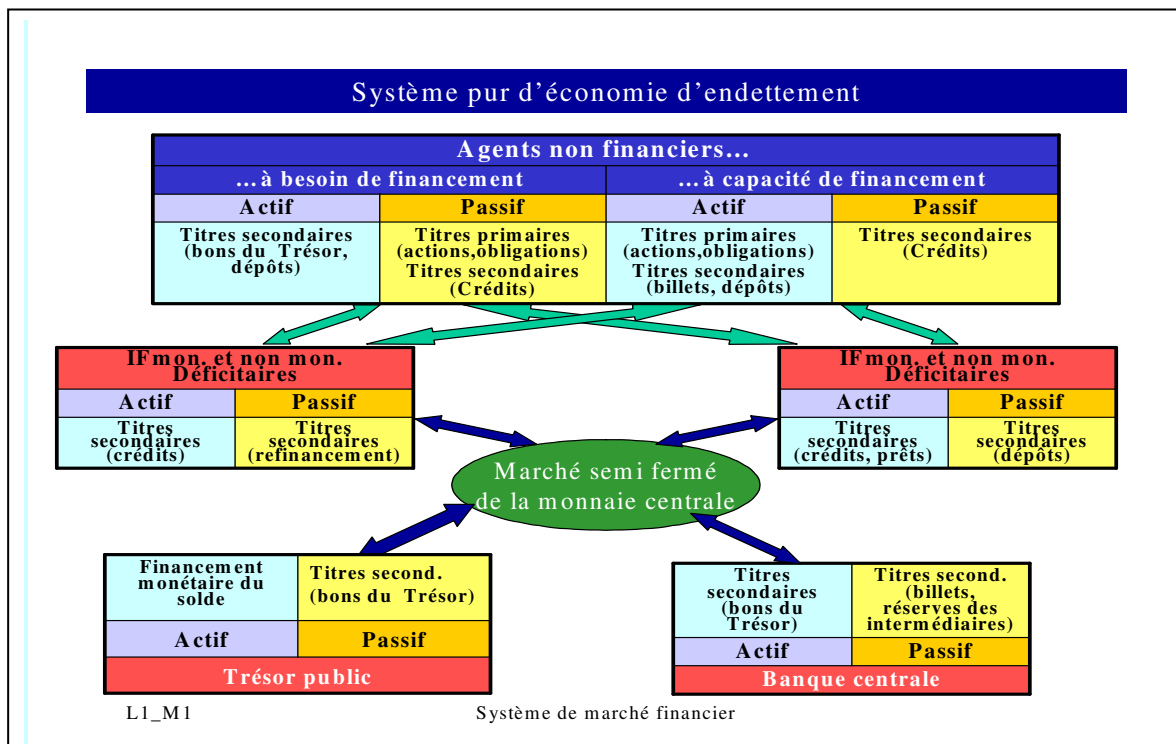
✓ **Le taux d'endettement limite celui de l'investissement et de la croissance de la production.** Il est au centre de la gestion du dispositif de crédit.

- ✓ L'allocation des ressources est pilotée par les intermédiaires financiers en fonction des niveaux d'endettement qu'ils acceptent : uniformément pour l'ensemble des ANF ou de façon différenciée selon les groupes qu'ils forment.
- ✓ L'accès aux liquidités de base se fait auprès de la banque centrale qui définit les conditions auxquelles elle consentira des crédits aux intermédiaires financiers et notamment aux banques. Elle régule le dispositif par deux types d'instrument qui sont eux aussi des taux d'endettement :
 - la limitation du rythme de transformation du court terme en long terme en imposant une liquidité minimale.
 - La limitation de la création de monnaie par les banques à un multiple de la monnaie de la banque centrale qu'elles détiennent.

L'économie d'endettement est donc fondée sur le rationnement dans ses trois dimensions de la gestion des opérations de crédit, des critères d'attribution des financements, et de régulation de la croissance des disponibilités monétaires et des instruments de crédit.

Cette économie d'endettement repose sur quelques principes :

- ✓ La finance intermédiée occupe la position centrale dans le solde des capacités et besoins de financement.
- ✓ L'endettement du Trésor est plus faible que dans le cas du système de marchés car il bénéficie d'un refinancement monétaire par la banque centrale.
- ✓ La banque centrale régule la croissance du volume des crédits par un rationnement plus ou moins serré et sélectif des crédits aux



C) ÉCONOMIE DE MARCHES FINANCIERS

Dans une telle économie les transactions organisées par les différents marchés et compartiments de marchés sont supposées traiter de ces trois dimensions

- Les marchés fixent de façon classique les prix du crédit (taux d'intérêt) par équilibre entre l'offre et la demande de crédit.
- Les disponibilités monétaires vont vers les rendements les plus élevés, les demandes de crédit s'orientent vers ceux dont les coûts sont les plus faibles.
- Seuls les investissements dont le rendement attendu est au moins égal au coût du crédit trouvent un financement.

Ce dispositif est réputé fonctionner d'autant mieux que le fonctionnement des marchés les approche des marchés parfaits :

- Tous les actifs financiers peuvent être arbitrés entre eux, ce qui tend à faire converger les taux d'intérêt vers une structure par échéance qui rend les agents indifférents à l'une ou l'autre de ces échéances.
- Les acteurs des marchés disposent de la même information et sont capables de l'interpréter instantanément. On verra dans une autre leçon que cette égalité est l'une des composantes de l'efficacité des marchés.

Le schéma suivant figure la structure d'un tel dispositif. Deux agents financiers jouent un rôle particulier :

- Le Trésor public qui finance le déficit budgétaire en émettant des titres qui circulent ensuite entre les agents.
- L'institut d'émission qui régule le niveau de création de monnaie bancaire en contrepartie des crédits.

Ce dispositif joue un rôle central dans le solde des capacités et des besoins de financement. Il est caractérisé par quelques traits particuliers :

- Le marché des titres et de la monnaie qui en occupe le centre est ouvert à tous les agents.
- Le Trésor public approvisionne le marché en titres selon l'évolution du déficit des budgets publics.
- La régulation de la banque centrale procède par négociation de titres sur certains compartiments des marchés financiers.

Les relations entre des ménages et leurs banques forment aussi de tels réseaux. Il en est de même pour celles qui associent des catégories d'ANF à telle ou telle banque mutualiste : le Crédit Agricole et le monde rural, les Banques Populaires aux artisans et commerçants, etc.

ii) Le second type concerne les dirigeants

Ils sont plus ou moins encastrés (*embedded*) dans des réseaux, par exemple :

- Les réseaux familiaux qui sont la base de relations souvent anciennes, parfois difficiles à identifier.
- Les réseaux des anciens de telle ou telle école, le fait d'être passé par la haute administration, par une compagnie financière (Lazard), une même banque d'affaires, etc.

Cet encastrement fonde leur aptitude à exercer leur activité : à rechercher des financements externes directs ou indirects par exemple.

iii) Des réseaux aux marchés financiers

Les marchés financiers s'appuient sur les réseaux et parfois s'y opposent.

Ce qu'on appelle « marchés financier » est une forme organisée de réseaux.

C'est le cas notamment sur *les marchés de gré à gré* non organisés :

- ✓ La mise en relation d'un vendeur de titres et d'un acheteur ne se fait pas au hasard mais au contraire s'organise. *Cette organisation se cristallise autour de procédures, de formes institutionnelles, de règles, d'habitudes, parfois de moyens physiques* (une salle de cotation, un ordinateur...).
- ✓ Elle mobilise également des *réseaux de clientèle* : pour les marchés de gré à gré, c'est la clientèle de courtiers, de commissionnaires représentant leurs clients, de *traders* agissant pour leur propre compte...
- ✓ Les réseaux permanents de clients, de partenaires ne sont pas formellement obligatoires : *le marché peut théoriquement fonctionner sans eux*. Mais la recherche de partenaires est alors longue, aléatoire, coûteuse et son résultats économiquement incertain. Les réseaux d'opérateurs, de clients, d'intermédiaires, de fournisseurs sont alors des réducteurs de temps, d'incertitude et donc de coûts de transaction.

Les marchés organisés sont réputés offrir une structure formelle de négociation ouverte à tous les agents qui se portent acheteurs ou vendeurs de titres.

- ✓ De ce point de vue leur organisation est une alternative aux réseaux.
- ✓ En fait on verra dans les leçons suivantes que cette vision n'est pas réaliste. *Le fonctionnement concret des marchés organisés, même très organisés requiert des réseaux permanents* identifiés d'intermédiaires facilitateurs d'affaires.

2) Un ensemble finalisé et structuré d'activités

L'ensemble des institutions et processus de financement possèdent cinq grandes propriétés systémiques.

i) Le système financier forme un tout ouvert sur son environnement.

Son environnement c'est l'ensemble de l'économie, de la société, le système économique et financier international, les relations politiques, etc. C'est d'abord dans sa fonction dans cet environnement que sa composition, ses structures et son évolution s'analysent.

Sa diversité interne éventuelle se rapporte à cette relation globale à son environnement.

ii) Il est finalisé.

Les finalités sont externes : financer les besoins de financement avec des capacités de financement ; couvrir des risques de différentes sortes, assurer une rentabilité suffisante ou forte, etc.

Mais les finalités sont aussi internes. Les opérateurs du système financiers poursuivent des buts qui leur sont propres. Ces buts peuvent s'opposer à certaines périodes aux finalités de système lui-même et engendrer une crise dont la sortie si elle est grave conditionne la pérennité de ce système.

iii) Il est composé d'éléments en interaction.

Les éléments se définissent selon des dimensions multiples, adaptée à la connaissance qu'on veut en avoir. Ce peuvent être l'une ou plusieurs des typologies précédentes. Les schémas précédents différenciant les économies financières de marché et d'endettement en sont d'autres exemples.

iv) Il est organisé.

Ce qui signifie qu'il possède des structures de pilotage et de commande associant le pilotage des agents (financiers et non) ceux des instances régulatrices mais aussi des règles de fonctionnement, dispositifs institutionnels qui activent ses processus et les relations qui le forment.

v) C'est un dispositif complexe.

Dire du système financier qu'il est complexe c'est signifier que sa composition et son fonctionnement sont difficiles à décrypter et à analyser. La complexité est génératrice d'incertitude et de risque.

3) Un ensemble qui construit sa pérennité et son évolution

Ces propriétés sont à la fois contradictoires et indispensables l'une à l'autre.

- L'organisation du système financier tend à se reconstituer sans cesse par l'action des constituants spécialisés qui valident leur rôle.

- Mais pour répondre aux changements de l'environnement, continues ou par ruptures, chacun des constituants modifie son comportement pour assurer sa pérennité ou accroître son influence et ses résultats. Cela produit des adaptations et parfois des basculements plus significatifs, des changements de structures.
- Cette dialectique de la conservation et du changement, de la régulation et de l'évolution, est au cœur de la dynamique des systèmes, notamment du système financier.

Historiquement on distingue plusieurs modèles nationaux dont on peut établir une typologie à partir de la distinction entre systèmes financiers basés sur le marché et systèmes financiers basés sur le crédit et la banque.

L'évolution des systèmes financiers semble s'inscrire durablement dans deux dimensions :

- ✓ le renforcement de l'économie de marchés financiers ou sa substitution à l'économie d'endettement et de banque quand elle existait.
- ✓ La complexité croissante et l'intégration croissante des différents types de marchés.