

Introduction générale

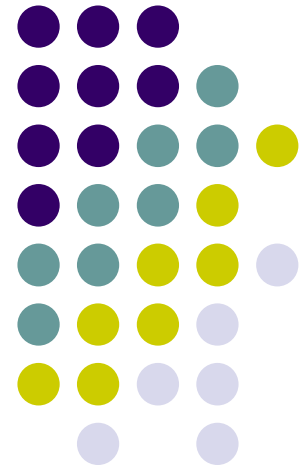
Présentation générale du système financier

Yannick Lucotte

ylucotte@gmail.com

Introduction à la Finance
L3 Economie-Gestion
Université d'Orléans

Septembre 2018



Organisation du cours

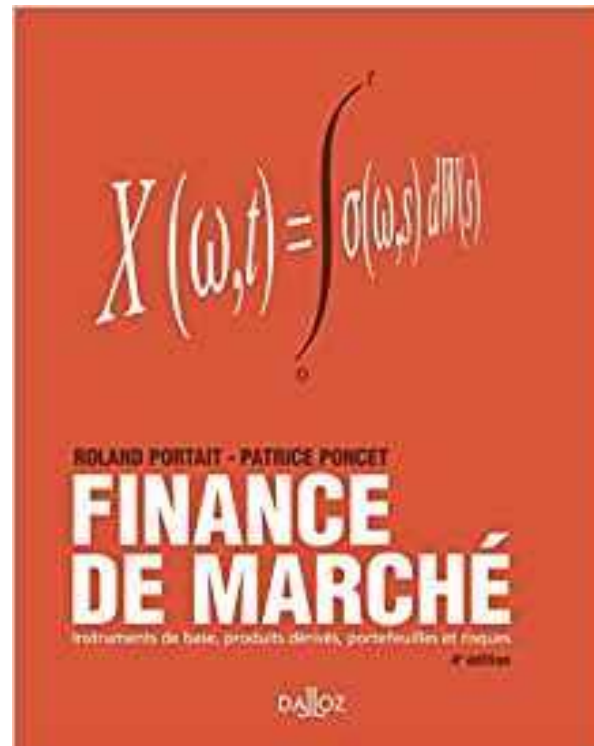
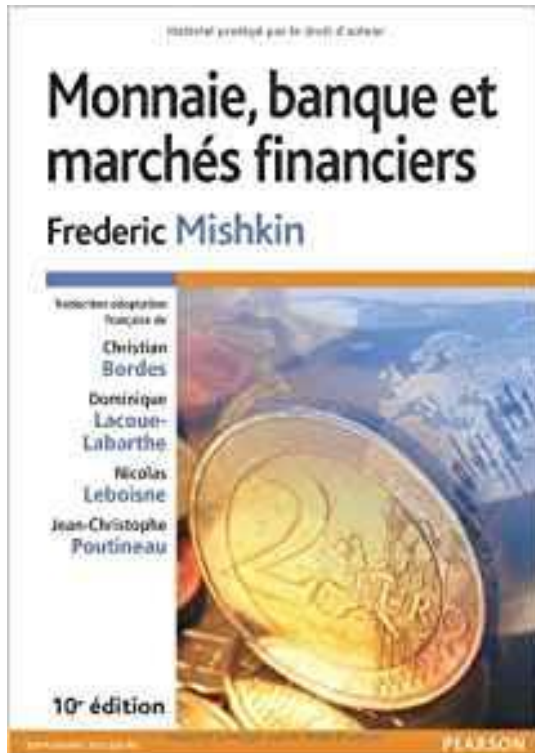


- **Cours magistral de 24 heures** (2*12 heures)
- **Examen final:** 3 heures
- **Contenu de l'examen final:** QCM, questions de cours, exercices



Bibliographie

2 ouvrages traitent de manière approfondie une majeure partie des points du cours



Introduction générale



- A quoi sert le système financier? A quoi servent les marchés financiers?
- Son fonctionnement
- Son organisation
- Les acteurs

Les fonctions du système financier



- Le système financier sert à transférer des fonds depuis les agents en **capacité de financement** (ACF) vers les agents en **besoin de financement** (ABF)
- **ACF**: un agent est en capacité de financement lorsque ses revenus (ou recettes) sont supérieurs à ses besoins (ou dépenses). Il présente donc un solde positif, ses ressources étant supérieures à ses emplois (consommation ou investissements)
 - épargnants, investisseurs, prêteurs (nationaux ou étrangers)
- **ABF**: revenus (ou recettes) inférieurs aux besoins (ou dépenses)
 - entreprises, banques, Etats,...



Les fonctions du système financier

- En France, en 2014, les administrations publiques (Etat central + APUL) étaient dans une situation de besoin de financement, le déficit public s'élevant à 84,8 milliards d'€

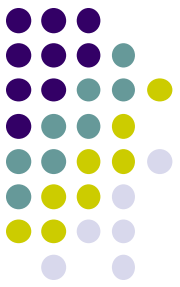
Secteur	Capacité ou besoin de financement France 2014 (2011) (milliards d'EUR)
Entreprises non financières	- 50.5 (-45.4)
Entreprises financières	+ 5 (+ 25.9)
Administrations publiques	- 84,8 (-105)
Ménages + ISBLSM	+ 81,5 (+ 80.2)
Besoin de financement de la Nation	- 48.8 (-44.3)

Les fonctions du système financier



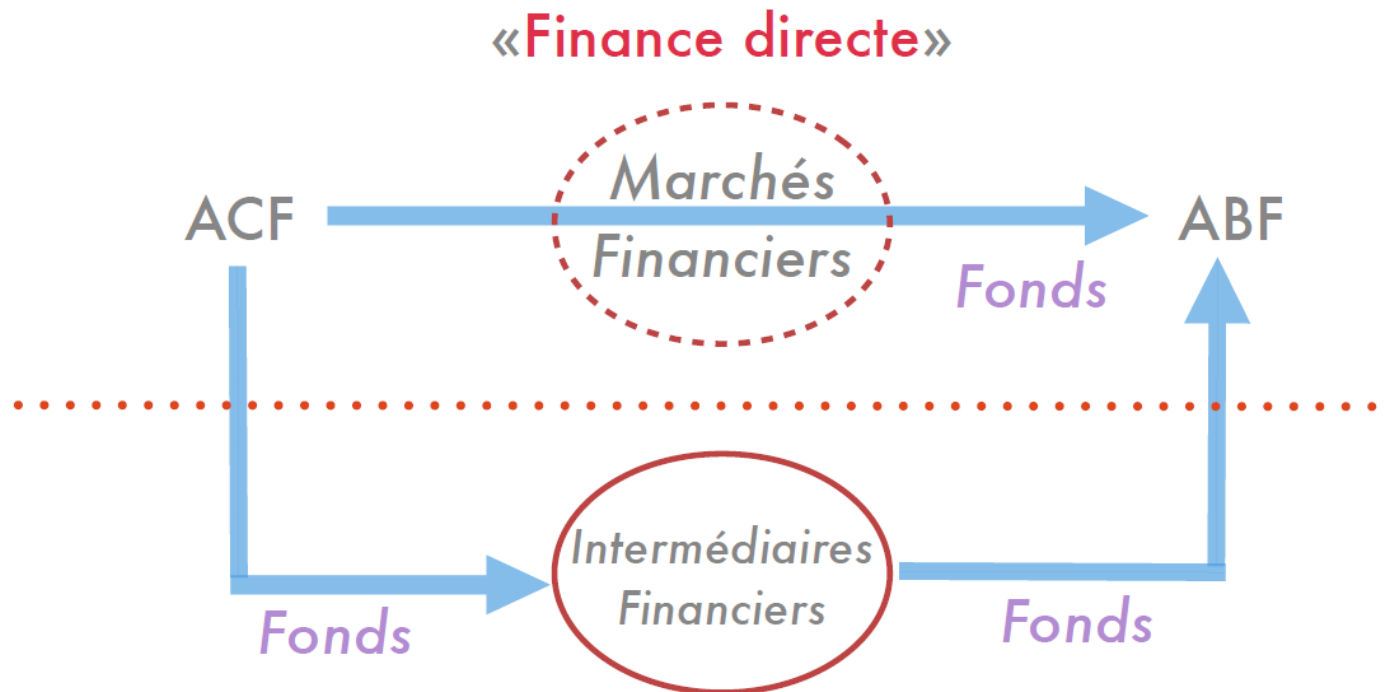
- Sur les marchés financiers, les emprunteurs obtiennent directement des fonds de la part des prêteurs **contre des titres** (actions, obligations)
- Les marchés financiers **mettent en relation** les prêteurs et les emprunteurs, de manière « directe »





Les fonctions du système financier

- Il existe également un mode de financement « indirect », ou **financement intermédié**



« Finance indirecte » ou « Finance intermédiée »

Les fonctions du système financier



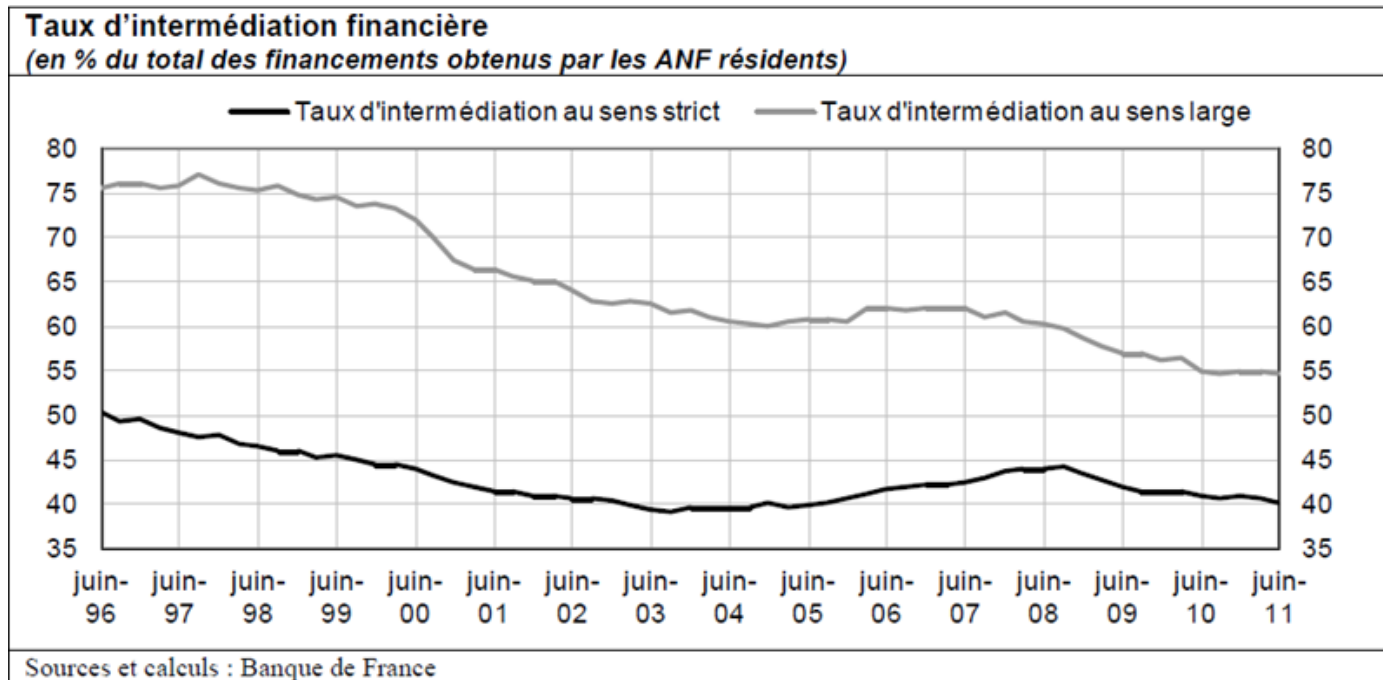
- Le financement intermédié fait intervenir des **institutions financières** pour servir d'intermédiaire entre les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement

- **Catégories d'intermédiaires financiers:**
 - **Institutions de dépôts**
 - Collectent des fonds et distribuent des prêts
 - Essentiellement les banques commerciales (Ex: Société générale)
 - **Etablissements d'épargne contractuelle**
 - Reçoivent des fonds régulièrement sur la base de contrats à long terme
 - Compagnies d'assurance vie, compagnies d'assurance dommage, fonds de pensions (Ex: AGF Allianz)
 - **Banques d'investissement**



Les fonctions du système financier

- Pour évaluer l'importance des intermédiaires financiers dans le financement de l'économie, on calcule le **taux d'intermédiation**:
 - **Sens étroit**: rapport des financements par crédit au total des financements obtenus par les agents non financiers
 - **Sens large**: on inclut les achats de titres par les établissements de crédit



Les fonctions du système financier



- **Débat récent sur le lien entre architecture (ou structure) financière et sortie de crise** (c.à.d. vitesse de sortie de crise et coût des crises)
→ structure financière: institutions, technologie financière et règles qui permettent d'organiser l'activité financière
- 2 types de systèmes financiers : **Bank-based** vs. **Market-based**
- Constatation historique de Gerschenkron (1962): influence déterminante de la structure du système financier dans la vitalité de la croissance allemande entre 1870 et 1914
→ le très soudain rattrapage allemand s'expliquerait en partie par la présence d'un petit nombre de grandes banques universelles, dont la principale vertu aurait été d'établir avec les industriels des relations durables
- Toutefois, **pas de consensus dans la littérature empirique** récente sur le lien entre architecture financière, croissance économique, et « vitesse » de sortie de crise

Les fonctions du système financier



- **Défenseurs des systèmes bank-based** → Principaux avantages:
 - Importance des relations entre demandeurs et offreurs de fonds
 - Capacité des banques à juger efficacement du potentiel d'un projet d'investissement: question des **asymétries d'information**
 - Construction de relations durables banques-clients

- **Défenseurs des systèmes market-based:**
 - Remise en question:
 - Des relations banques-clients: risque de connivence
 - Des relations de long terme: frein à la concurrence sur le secteur bancaire

 - Principaux avantages des marchés financiers:
 - Diversification des investisseurs
 - Bonne répartition des risques

Les fonctions du système financier



- **Les tenants du financial services view**: créer un environnement (institutionnel, juridique,...) qui permettent un fonctionnement efficient du secteur bancaire et des marchés financiers
- Financement bancaire et financement de marché sont des **sources de financement complémentaires**
- L'étude empirique pionnière de **Levine (2002)** ne trouve aucun impact significatif de la structure financière sur la croissance économique pour un large échantillon de pays: complémentarité entre financement bancaire et financement de marché
- Les études empiriques récentes se sont plutôt penchées sur le lien entre architecture financière et coût des crises (i.e. ampleur de la crise et « vitesse » de sortie de crise): **Gambacorta et al. (2014), Grjebine et al. (2014)**

Les fonctions du système financier



- **Gambacorta et al. (2014):** Importance de considérer la nature du choc, la nature de la crise économique:
 - Récession « normale » ou crise d'activité : les banques sont plus efficaces
→ prêtent plus facilement grâce aux relations de long terme banques-clients
 - Crise bancaire: les marchés sont plus efficaces car le bilan des banques est affecté par la crise (rationnement du crédit)

Les fonctions du système financier



Output cost of recessions and financial structure

Table 2

	Financial structure ¹	Number of observations	Total real GDP loss (d)+(r)	Real GDP loss during downturn (d)	Real GDP loss during recovery (r)	Primary fiscal balance to GDP
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
All downturn episodes	Bank-based	40	4.33	3.73	0.60	-2.11
	Market-based	31	3.73	3.92	-0.19	-1.62
no financial crisis	Bank-based	26	-0.09 ²	1.70	-1.79	-1.62
	Market-based	16	3.24	3.60	-0.36	-2.02
with financial crisis	Bank-based	14	12.54	7.51	5.03	-2.99
	Market-based	15	4.24	4.25	-0.01	-1.19

Source: Gambacorta et al. (2014)

Les fonctions du système financier



- Grjebine et al. (2014): la structure financière d'un pays n'est pas figée, mais peut évoluer en période de crise
- renforcement du financement obligataire des entreprises au cours de la dernière crise

Tableau 1 – Part obligataire des entreprises non-financières en %

Part du financement obligataire	Moyenne (1989-2013)	Avant la crise (2007)	Après la crise (2013)	Variations sur 2007-2013
Allemagne	6	8	8	0
Belgique	6	4	5	+ 25
France	18	16	22	+ 38
Espagne	4	0,9	2	+ 122
Italie	5	5	9	+ 80
Irlande	1	1	1	0
Pays-Bas	10	11	19	+ 73
Portugal	10	12	16	+ 33
Zone euro*	8	9	11	+ 22
Royaume-Uni	22	21	27	+ 29
États-Unis**	51	52	74	+ 42
Australie	17	13	20	+ 54
Canada	20	17	21	+ 24
Japon	18	16	16	0
Moyenne (25 pays)***	17	14	19	+ 36

* Moyenne non pondérée.

** Moyenne sur la période 1951-2013 (56 % pour 1989-2013).

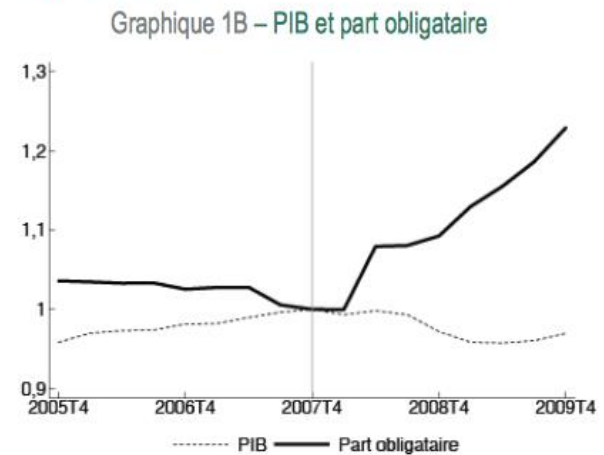
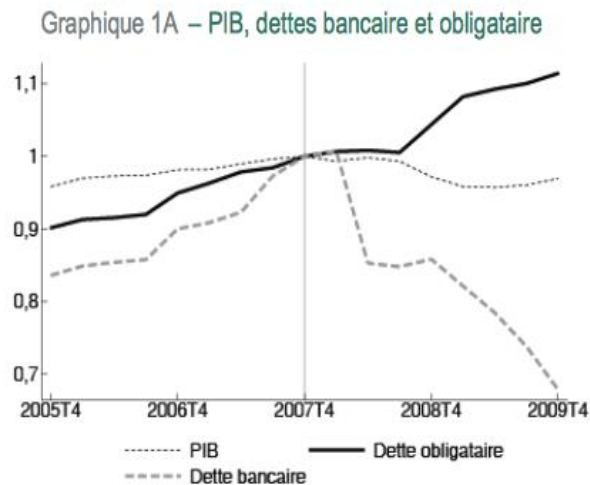
*** Moyenne non pondérée des 25 économies avancées et émergentes de notre panel (Grjebine et al. (2014)).

Source : Calculs des auteurs.

Les fonctions du système financier



Graphique 1 – PIB réel et structure de la dette des entreprises lors de la grande récession aux États-Unis



Note : Déviations par rapport à la date du pic du PIB américain (2007T4). Séries réelles normalisées à 1 au moment du pic.

Source : Calculs des auteurs.

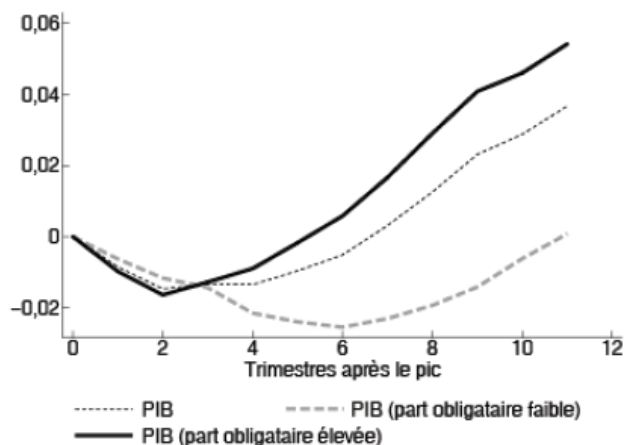
Source: Grjebine et al. (2014)

Les fonctions du système financier



- **Grjebine et al. (2014)**: le financement obligataire des firmes permettrait une reprise économique plus rapide
- les reprises dépendent des structures financières initiales, mais également de la substitution qui s'opère « post-crise » entre prêts bancaires et financement obligataire

Graphique 3 – Les reprises dépendent des structures financières



Note : Déviations du PIB réel par rapport à la date du pic (en log, valeur moyenne). « Part obligataire élevée (resp. faible) » signifie que la part obligataire au moment du pic est supérieure (resp. inférieure) à la moyenne du panel.

Source : Calculs des auteurs.

Les fonctions du système financier



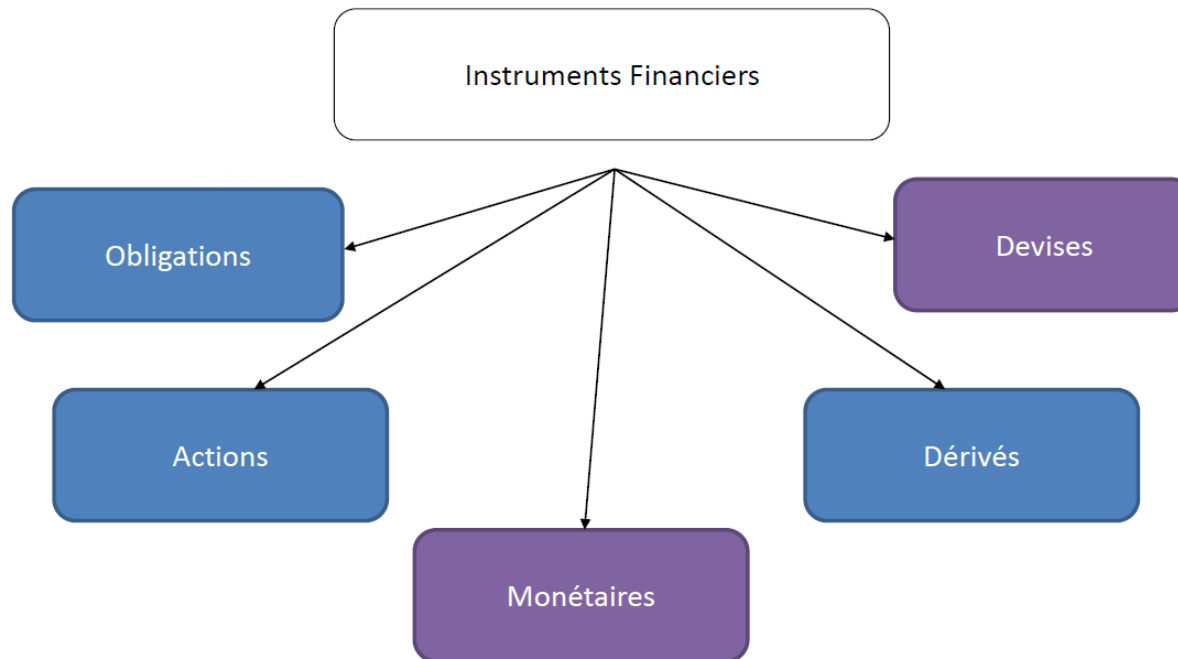
- Dans le cadre de ce cours, nous allons nous concentrer sur le **financement direct** (via les marchés)
- Les transferts de fonds des ACF aux ABF sont utiles:
 - **Du côté des ABF**: pour les entreprises et /ou l'Etat qui souhaitent réaliser un investissement et/ou dépenser au-delà de leurs revenus courants
 - **Du côté des ACF**: pour les agents (investisseurs) qui souhaitent que leur épargne leur rapporte un supplément de revenu



L'organisation des marchés financiers

➤ Le marché financier: un lieu d'échange de **nombreux instruments financiers**

→ on parlera donc plutôt de **marchés financiers**



L'organisation des marchés financiers

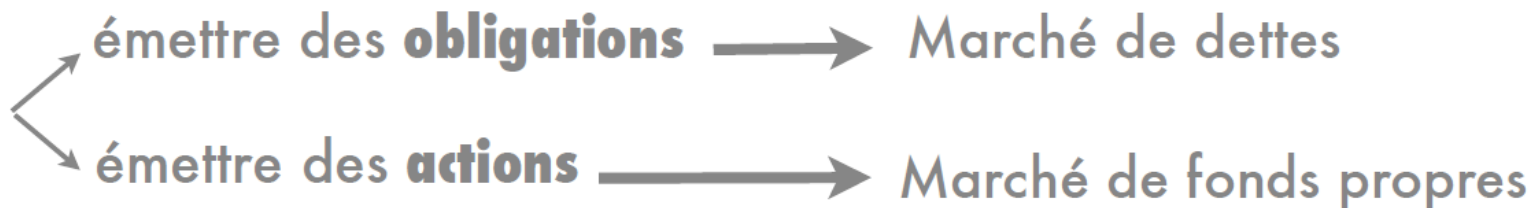


- Les opérations sur ces différents instruments financiers répondent à une certaine organisation
- On peut décrire les marchés financiers suivant plusieurs angles de vue:
 - Marché de dette (obligations) vs marché de fonds propres (actions)
 - Marché primaire vs marché secondaire
 - Marché organisé vs marché de gré à gré
 - Marché monétaire vs marché des capitaux

L'organisation des marchés financiers: marché de dette vs marché de fonds propres



- Soit une entreprise qui souhaite investir en capital physique, ou qui a un besoin de fonds de trésorerie. Elle doit donc trouver un financement.
- Excepté le recours à un prêt bancaire (non étudié dans le cadre de ce cours), elle a **deux possibilités**:



L'organisation des marchés financiers: marché de dette vs marché de fonds propres



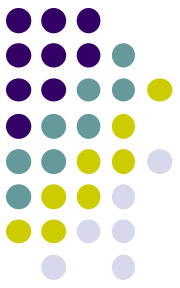
- **Obligation**: titre de créance donnant à son détenteur la qualité de créancier de l'émetteur, public ou privé, qui s'engage à le rembourser à une échéance déterminée et à lui verser un intérêt sur l'argent emprunté
- **Titre de dette pour l'émetteur** (entreprise ou Etat)
 - engagement par lequel l'emprunteur (l'émetteur) s'engage à payer au détenteur de l'obligation des **versements** déterminés à des intervalles réguliers, jusqu'à une certaine **échéance**
 - Versements: intérêts + remboursement d'une fraction du capital
 - Échéance: date à laquelle le dernier versement est réalisé (la dette s'éteint)
 - Maturité (d'une dette): durée (en mois / en années) restant à courir jusqu'à son échéance

L'organisation des marchés financiers: marché de dette vs marché de fonds propres



- **Action**: titre de participation ou de copropriété dans une société de capitaux, qui confère à son possesseur la qualité d'associé et sauf exception lui donne un droit proportionnel sur la gestion de l'entreprise, sur les bénéfices et sur l'actif social
- Action est donc une **fraction du capital** de l'entreprise émettrice
→ ensemble des actions d'une entreprise: **capitaux propres** (ou fonds propres)
- Le détenteur d'actions d'une entreprise est en partie propriétaire de l'entreprise. Cela lui donne droit:
 - à des dividendes: versement régulier d'une partie des bénéfices de l'entreprise
 - à une partie des actifs de l'entreprise en cas de liquidation
 - de siéger au comité d'administration de l'entreprise (droit de vote)

L'organisation des marchés financiers: marché primaire vs marché secondaire



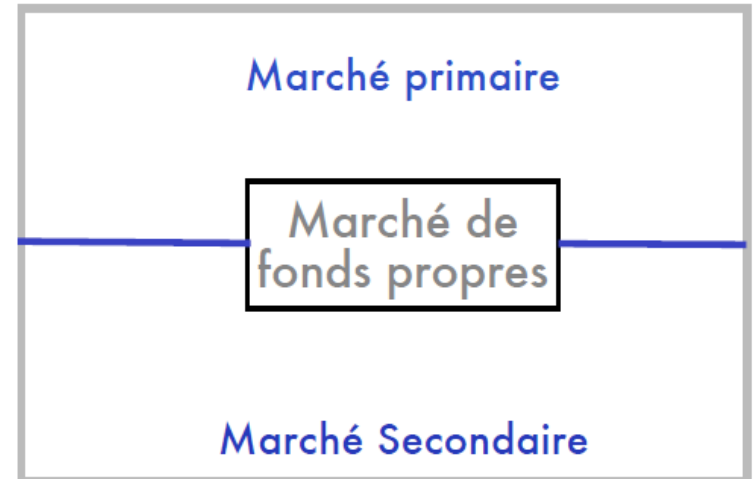
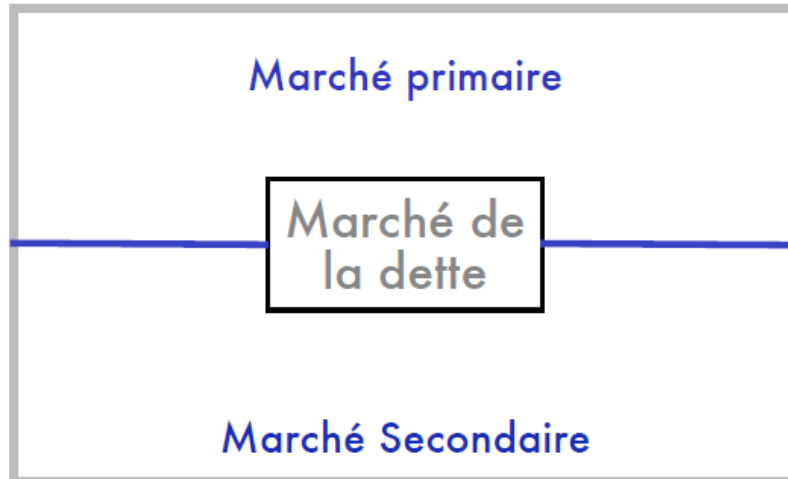
- **Marché primaire:** marché financier sur lequel les entreprises émettrices vendent des titres (actions, obligations) **nouvellement émis** à des souscripteurs
 - Vente organisée (pour le compte de l'émetteur) par une banque d'affaires qui gère le placement des titres d'une entreprise
- **Marché secondaire:** marché financier sur lequel s'échangent des titres précédemment émis
 - Ex: les places boursières (Wall Street, Euronext, CAC 40,...)
 - Opérations d'achat/vente entre investisseurs: l'émetteur initial ne reçoit rien

L'organisation des marchés financiers: marché primaire vs marché secondaire



- Les marchés secondaires sont très importants:
 - Ils rendent plus faciles et plus rapides les opérations d'achat et de vente de titres
 - ils rendent les **titres plus « liquides »**
 - Ils déterminent un **cours (une cotation)** pour chaque titre (selon l'offre et la demande)
 - ce cours fournit aux investisseurs une évaluation de l'actif sous-jacent
 - ce cours indique à l'entreprise le prix auquel elle pourrait espérer émettre de nouveaux titres

L'organisation des marchés financiers: marché primaire vs marché secondaire

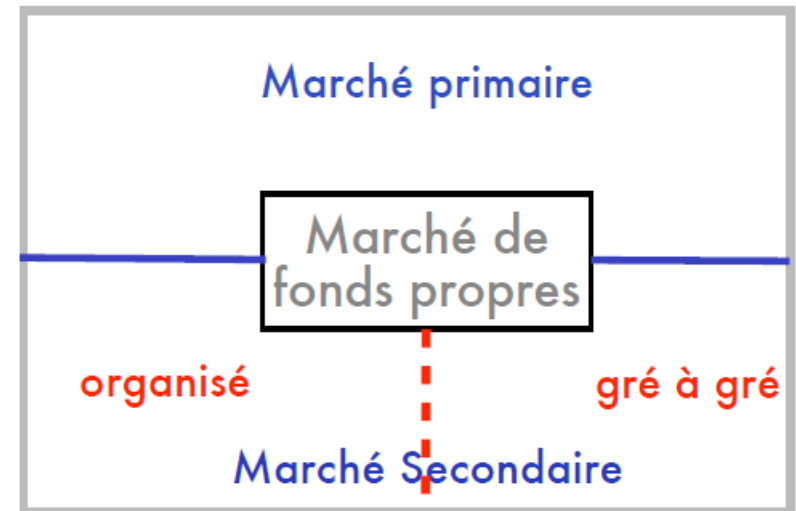
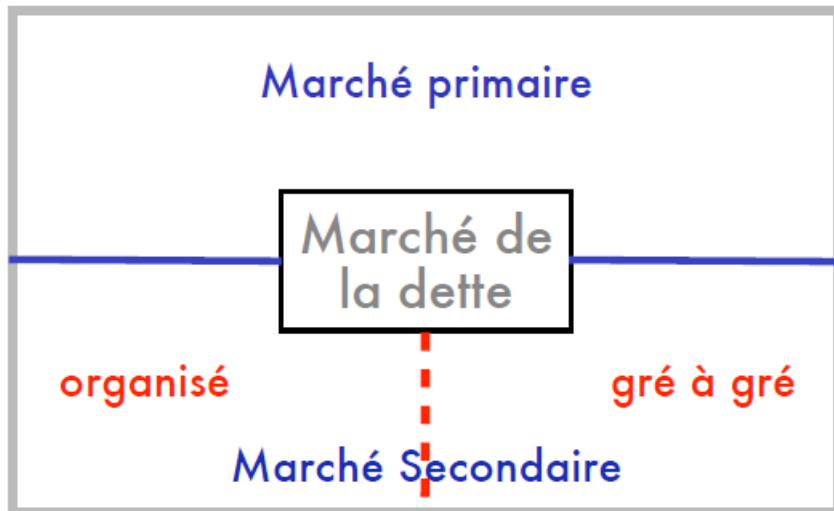


L'organisation des marchés financiers: marché organisé vs marché de gré à gré



- Les marchés secondaires s'organisent de deux manières:
 - **Les marchés organisés**: il s'agit de bourses d'échange organisées, qui réunissent en un lieu unique (réel ou virtuel) les acheteurs et vendeurs de titres
→ ex: Euronext, Chicago Board of Trade,...
 - **Les marchés de gré à gré**: il s'agit de marchés non centralisés, où des *teneurs de marchés* (dealers), localisés à différents endroits, tiennent à jour des listes de titres qu'ils sont disposés à acheter ou à vendre à toute contrepartie prête à en accepter les conditions
→ ex: les obligations d'Etat aux USA (40 dealers)

L'organisation des marchés financiers: marché organisé vs marché de gré à gré



L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



- On peut aussi décrire le marché financier suivant la **maturité des titres** qui y sont échangés. On distingue:
 - Le **marché monétaire**: marché sur lequel s'échangent de la monnaie contre des titres à court terme (échéance < 1 an)
→ objectif: permettre aux entreprises de se procurer des ressources à court terme sans passer par le système bancaire
 - Le **marché des capitaux**: marché sur lequel s'échangent des titres de maturité plus longue (moyen et long terme)

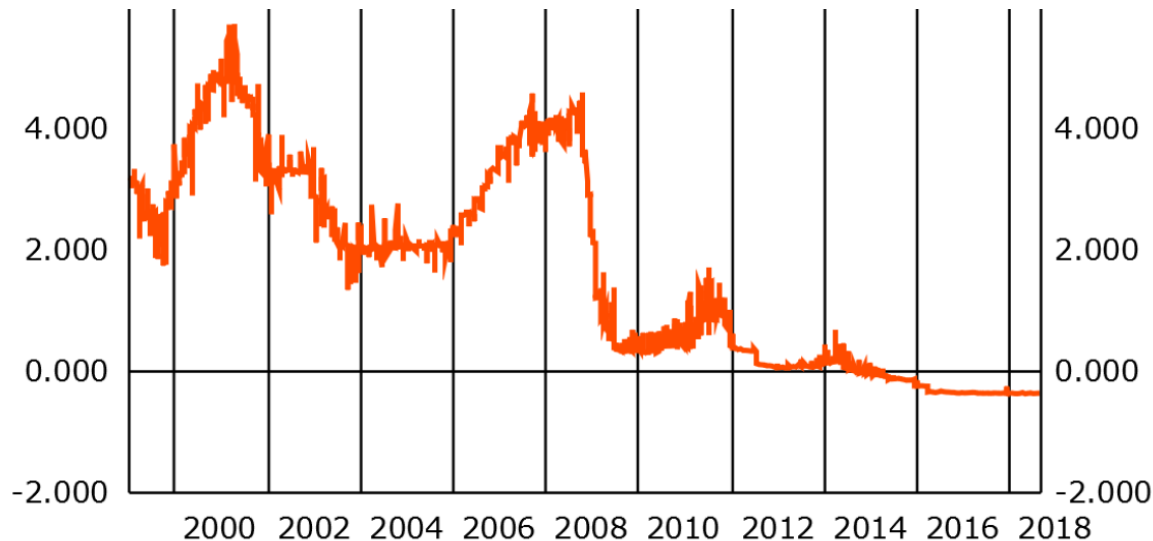
L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



➤ Les différents marchés du marché monétaire:

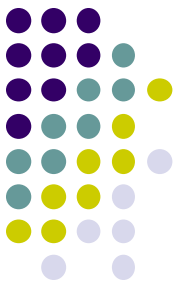
1) **Le marché interbancaire**: marché sur lequel sont réalisés des échanges de trésorerie entre les banques au « jour le jour »

→ ex: dans la Zone Euro: opérations de gré à gré entre banques, qui conduisent à la définition d'un taux d'intérêt de marché (**EONIA**: *Euro OverNight Index Average*) calculé sur la base d'un panel de banques



Source: site internet de la BCE

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



2) Le marché des bons du Trésor à court terme (à 3 mois, 6 mois, 1 an)

Depuis le 1^{er} janvier 2013, en France, deux catégories de titres standardisés sont émis par l'Agence France Trésor (qui est chargée depuis février 2001, de gérer la dette publique française)

- Les obligations assimilables du Trésor (OAT), qui sont le support de l'endettement à moyen et long terme de l'Etat → maturité des titres comprise entre 2 et 50 ans: OAT long terme (7 ans ou +) et OAT moyen terme (entre 2 et 7 ans). La plupart des OAT émises aujourd'hui par l'AFT sont à taux fixe.
- Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF), sont l'instrument de gestion de trésorerie de l'État. Ils servent à couvrir les fluctuations infra-annuelles de la trésorerie de l'État, qui découlent pour l'essentiel du décalage entre le rythme d'encaissement des recettes et celui du paiement des dépenses, et de l'échéancier d'amortissement de la dette → maturité des titres inférieure à 1 an.

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



3) **Le marché des certificats de dépôt**: créés en 1985 en France - titres de créance négociables émis à court terme par des banques et détenus par des investisseurs (agent financier ou agent non financier)

→ destinés avant tout aux investisseurs professionnels, car ils ont une contre-valeur minimale de 150 000 euros

→ durée de vie à l'émission comprise entre 1 jour et 1 an (le plus souvent, ces certificats présentent des échéances inférieures à trois mois)

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux

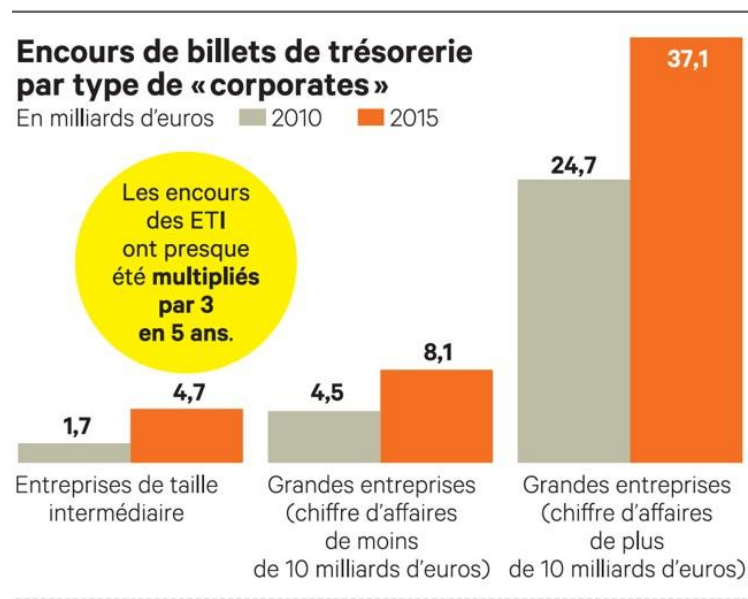


- 4) **Le marché des mises en pension:** la mise en pension désigne une opération par laquelle un cédant « met en pension » des titres à une contrepartie (contre monnaie). Les deux parties s'engagent à effectuer l'opération inverse à une date prédéterminée.
- Le vendeur de titres: celui qui met en pension (emprunteur de monnaie)
 - L'acheteur de titres: celui qui prend en pension (prêteur de monnaie)
 - Le premier doit verser des intérêts au second
 - Avantages: échange bref et garantie de liquidité

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



- 5) **Le marché des billets de trésorerie**: titres de créance négociables à court terme (entre 1 jour et 1 an) émis par des entreprises qui ont un besoin momentané de trésorerie, et achetés par d'autres entreprises contre versement d'intérêts
- la durée des billets de trésorerie est de plus en plus courte : billets à très court terme (25 % actuellement d'un à dix jours)
 - montant minimal de 150 000 euros



L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux

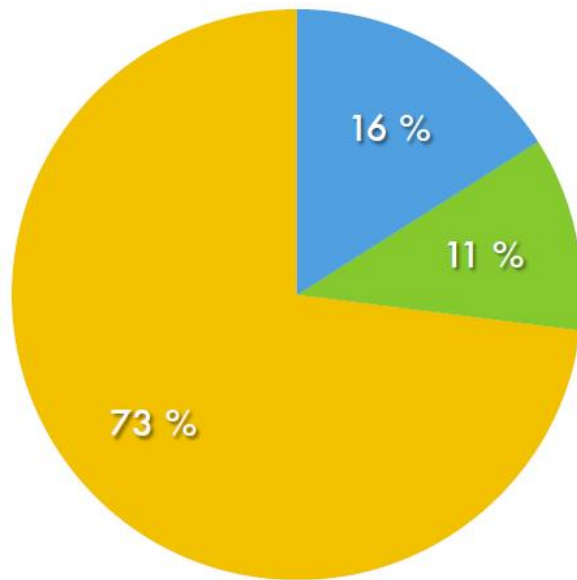


- Structure du marché des capitaux:
 - 1) **Les actions**: détenues par les ménages, les banques et les sociétés non financières
 - 2) **Les obligations publiques**: les bons du Trésor à maturité > à 1 an
 - 3) **Les obligations privées**: émises par de grandes entreprises

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux

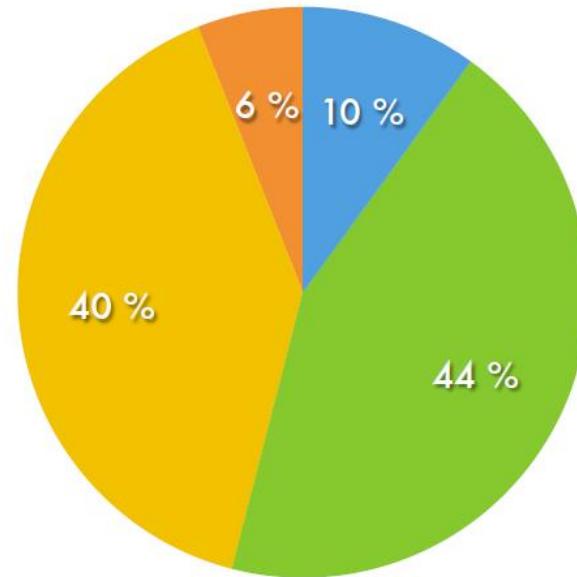


Actions émises dans la ZE



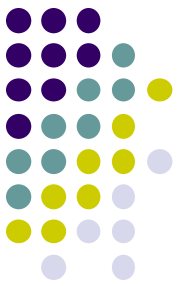
● Banques ● IF ● SNF

Obligations émises dans la ZE



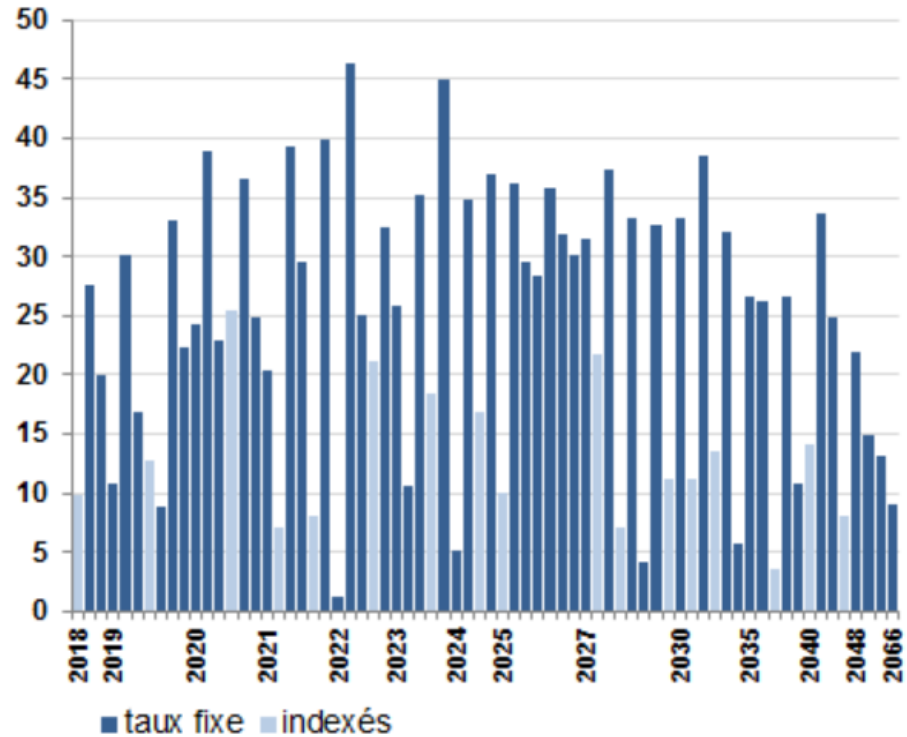
● IF ● Etat ● Banques ● SNF

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



Dettes négociables à moyen et long terme de l'État au 30 juin 2018

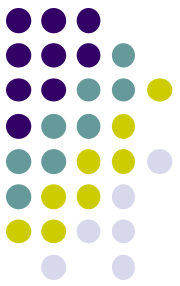
encours actualisé par ligne, en milliards d'euros



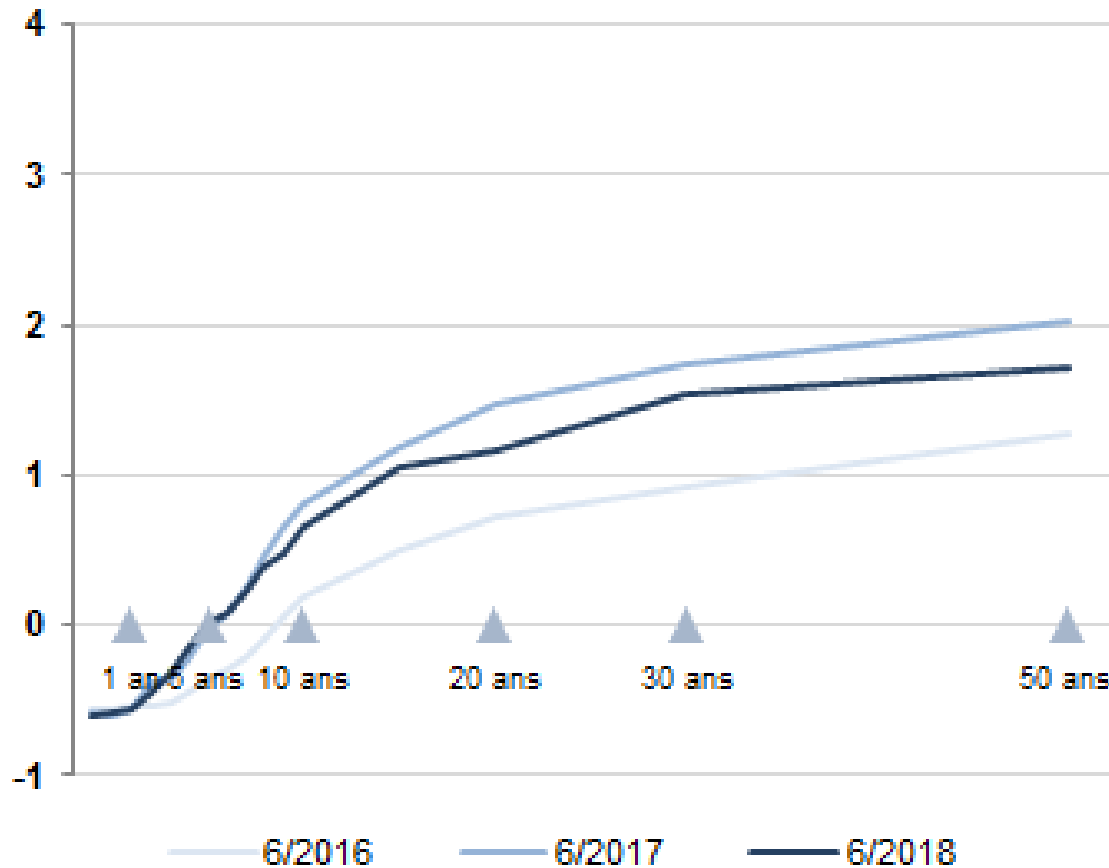
source : Agence France Trésor

Durée de vie moyenne de la dette à moyen et long terme	8 ans et 173 jours
Durée de vie moyenne de la dette à court terme	109 jours
Durée de vie moyenne de la dette négociable de l'État	7 ans et 318 jours

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



Courbe des taux sur titres d'Etat français



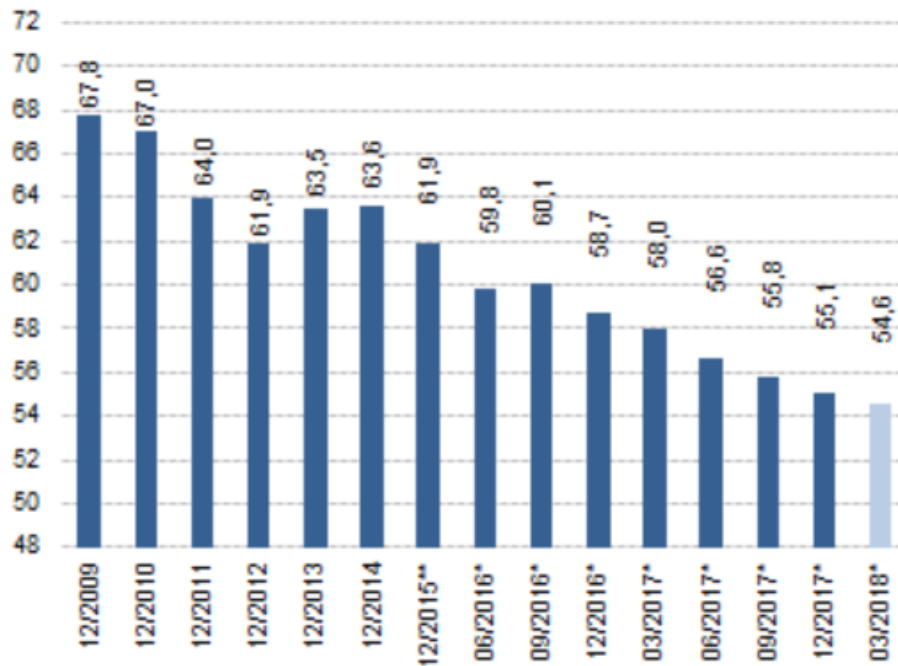
Source: site internet de l'Agence France Trésor

L'organisation des marchés financiers: marché monétaire vs marché des capitaux



Détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'État au premier trimestre 2018

en % de la dette négociable



source : Banque de France

(*) Chiffres établis avec les positions titres trimestrielles

(**) Chiffres révisés avec la position titres du dernier rapport annuel



Structure « du » système financier

