

# Comment expliquer les crises financières et réguler le système financier ?

--

## Qu'est-ce que le système financier ? (1/5)

--

### Fichier d'activités

#### Étape 1 : (3 h)

##### Document 1 : Les différentes formes de financement

Les agents économiques comme les ménages, les entreprises ou les administrations sont en permanence confrontés à des dépenses qu'il leur faut financer, c'est-à-dire pour lesquelles ils doivent trouver des ressources équivalentes à leur montant. S'ils possèdent eux-mêmes ces ressources, ils procèdent à un autofinancement. Mais cette modalité de financement n'est pas la plus courante, surtout lorsque les dépenses envisagées sont importantes. Si les ressources disponibles d'un agent ne suffisent pas à financer ses dépenses prévues, on dit qu'il est un agent à besoin de financement. Ne pouvant se suffire à lui-même, il doit compter sur un financement externe. [Dans le cas du] financement externe indirect, l'établissement financier accorde le crédit après avoir préalablement collecté les fonds auprès d'un agent à capacité de financement, c'est-à-dire auprès d'un agent dont les ressources excèdent les emplois. Si l'établissement financier est une banque, il peut aussi octroyer le crédit sans utilisation d'un dépôt initial mais par création monétaire, en portant simplement sous une forme scripturale sur le compte courant de l'emprunteur la somme demandée par celui-ci.

Mais cette forme de financement externe n'est pas la seule. La grande entreprise qui a besoin de financer un investissement choisira plutôt de se tourner vers un financement direct. Pourquoi, en effet, passer par l'intermédiaire de la banque s'il est possible d'obtenir directement [...] les capitaux d'agents à capacité de financement ? C'est là que les marchés financiers jouent un rôle. L'entreprise n'aura pas besoin de se lancer elle-même à la recherche de personnes susceptibles de lui apporter des capitaux, ni à discuter avec chacune pour savoir à quelle condition les capitaux lui sont cédés, puisque les offres de capitaux se concentreront sur le marché et que les capitaux seront échangés contre des titres standardisés. L'entreprise va en effet émettre des titres dont les caractéristiques sont liées au projet à financer. Si le financement est à long terme, ces titres sont des valeurs mobilières. En cas d'augmentation du capital, l'entreprise à la recherche de nouveaux fonds émet des titres de propriété, qui sont des actions si l'entreprise est une société anonyme. En cas de recours à l'emprunt, elle émet des obligations. L'évolution des marchés financiers lui permet aussi de plus en plus de procéder à des émissions de titres hybrides qui ont en partie les caractéristiques des actions et en partie celles des obligations. Par rapport au financement intermédié, le financement via les marchés [...] permet une diminution des coûts liée à la suppression des marges d'intermédiation et à l'accroissement de la concurrence [...].

*Gilles Jacoud, « À quoi servent les marchés financiers ? », Les Cahiers français, n°361, mars-avril 2011.*

1. Identifiez et définissez les trois formes de financement évoquées dans le document.
2. Pourquoi le financement de marché est-il qualifié de « financement direct » ?
3. Pourquoi le financement de marché présente-t-il un avantage par rapport au financement intermédié ? Précisez dans votre réponse quel est le coût de chacun des modes de financement.

## Document 2 : L'évolution du financement des entreprises

Structure du financement des entreprises françaises (flux, en milliards €)	1980	1990	2000	2008	2010	2018
Autofinancement <sup>1</sup>	28,2	97,6	170,7	208,1	226,2	288,5
Emission d'actions	7,9	33,7	128,2	64,5	106,8	113,4
Endettement sur les marchés <sup>2</sup>	2,6	15,1	39,8	26,0	22,9	29,2
Endettement auprès des banques	18,1	59,0	103,7	129,8	11,2	203,6
Financement externe total	28,6	107,8	271,7	220,3	140,9	346,2
Part de l'endettement bancaire dans le financement externe en %	63%	55%	38,2%	%	7,9%	58,8%
Part du financement par actions dans le financement externe en %	2,8%	31%	47,2%	%	75,8%	32,8%

1. Épargne brute + transferts en capital à recevoir – transferts en capital à payer

2. Titres de créance à court terme et à long terme

*Dominique Plihon, Le nouveau capitalisme, La Découverte, 2009 pour les années 1980 et 1990*

*INSEE – Comptes nationaux annuels à partir de 2000 :*

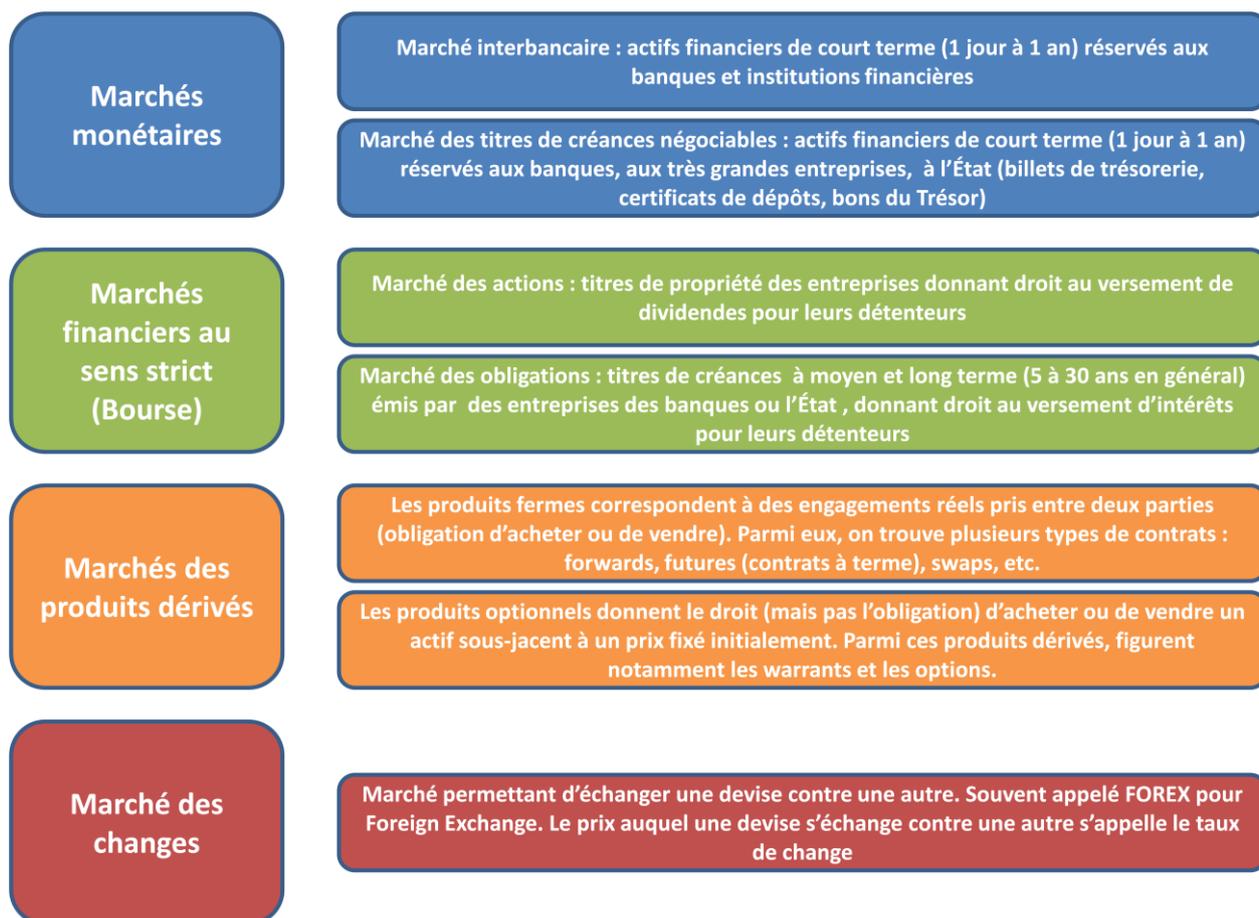
*Autofinancement : tableau [7.101](#)*

*TOF : tableau [8.102](#) (flux de passif)*

*(attendre automne 2020 pour TOF + récents dans comptes nationaux 2019)*

1. Calculez les données manquantes dans le tableau.
2. Comment ont évolué les modes de financement des entreprises depuis 1980?
3. Comment expliquer la forte chute de l'endettement bancaire entre 2008 et 2010?

## Document 3 : Les différents marchés financiers



Un produit dérivé est un contrat liant deux parties qui s'accordent sur le prix d'un actif sous-jacent dont le règlement s'effectuera plus tard. Cet actif sous-jacent peut être un titre financier, une devise, une matière première,...

Les produits dérivés peuvent être utilisés dans 3 stratégies différentes.

- **Le hedging (couverture)** : pour l'investisseur, il s'agit de se protéger contre les fluctuations du prix du sous-jacent afin de limiter les pertes encourues en cas de fluctuation négative du prix.
- **Spéculation** : l'évolution du prix du sous-jacent peut-être amplifiée à la hausse ou à la baisse grâce à l'effet de levier. En effet, la mise de fonds initiale, par exemple l'achat d'options, mobilise un montant moins élevé que si le sous-jacent était acheté en direct. Les perspectives de gain (ou de perte) sont donc importantes.
- **Arbitrage** : il s'agit d'acheter un produit dérivé sur un marché et de le revendre simultanément sur un autre afin de tirer profit des variations des écarts de valorisation ou de change. On pourra notamment tirer partie des écarts de change si le sous-jacent est coté sur plusieurs places financières.

B. Déchamps

1. Quelles différences voyez-vous entre les marchés monétaires et les marchés financiers au sens strict ?
2. Qu'est-ce qu'un titre de créance ?
3. Qu'est-ce qui différencie une action d'une obligation ?
4. Qu'est-ce qui différencie les deux grands types de marchés dérivés ?
5. À quoi servent les produits dérivés ?

#### Document 4 : Marché primaire et marché secondaire : des fonctions indissociables

[Sur Les marchés de capitaux] l'existence d'un marché primaire et d'un marché secondaire permet de concilier les préférences des épargnants et des emprunteurs en matière de durée de l'opération. Les seconds peuvent lever des fonds à moyen ou long terme sur le marché primaire par l'émission de titres tandis que les premiers peuvent en permanence revendre leurs titres sur le marché secondaire, qui assure ainsi la liquidité des fonds investis. La Bourse constitue donc une alternative aux financements bancaires (crédits) : elle garantit le financement de l'économie ainsi que la mobilité et la liquidité de l'épargne. Elle permet de plus aux emprunteurs de conserver leur indépendance vis-à-vis des banques.

*Daniel Goyeau et Aminé Tarazi, « Qu'est-ce que La Bourse ? », Les Cahiers français n°361, mars-avril 2011.*

1. Expliquez la différence entre marché primaire et marché secondaire.  
Précisez pourquoi on a coutume d'appeler le marché primaire « le marché du neuf ».
2. Justifiez le titre du document.

## Document 5 : Le marché des changes : un marché à part

Le marché des changes est un cas à part à bien des égards. Il est rarement classé parmi les marchés de capitaux car, contrairement à ceux-ci, il n'est pas un marché qui assure le financement de l'économie entre des agents à besoin et à capacité de financement. Si, sur les marchés de capitaux, des euros ou d'autres monnaies sont prêtés et empruntés, sur le marché des changes, la monnaie est vendue et achetée contre des devises.

Le marché des changes, appelé aussi Forex (en référence à l'anglicisme Foreign Exchange), est le marché qui réunit les agents économiques désirant transformer leurs actifs financiers libellés dans une devise en un actif financier libellé dans une autre devise. Il a pour fonction d'assurer la liquidité des marchés existants. En effet, si un titre financier étranger libellé dans une autre devise est liquide, c'est justement parce que son détenteur sait qu'il aura la possibilité lors de sa revente de récupérer son investissement en convertissant cette somme en monnaie nationale.

Ce marché Forex est donc particulier à double titre. Non seulement le marché des changes n'assure pas le financement des agents, mais surtout c'est un marché de gros réservé à des opérateurs professionnels, appelés cambistes, qui jouent sur des montants très importants. Sur ce marché, les cambistes subissent un risque de change, lié aux variations des valeurs des monnaies les unes par rapport aux autres. C'est aussi cette volatilité extrême qui permet aux arbitragistes (ceux qui tirent profit des différences de cotation des devises) de s'enrichir. Par exemple, on peut s'enrichir en échangeant ses euros contre des dollars, de façon à les revendre contre des yens qui seront ensuite convertis en euros. Au final on peut réaliser une plus-value par le jeu du change du fait des différences de cotation des taux de change entre les devises internationales sur les différentes places boursières. L'accélération de la mondialisation des échanges réels ainsi que des flux financiers a donné un rôle prépondérant au marché des devises. La récente crise des dettes souveraines<sup>1</sup> est là pour en témoigner.

1. La dette souveraine désigne la dette des administrations publiques (il s'agit alors de la dette publique) et des Banques centrales.

Nicolas Barbaroux et Gilles Jacoud, « Un panorama des différents marchés de capitaux », *Les Cahiers français*, n°361, mars-avril 2011.

Montant des transactions quotidiennes sur le marché des changes (milliards de dollars)

Avril 1989	Avril 1992	Avril 1995	Avril 1998	Avril 2001	Avril 2004	Avril 2007	Avril 2010	Avril 2013	Avril 2016	Avril 2019
539	817	1182	1 527	1 239	1 934	3 324	3 973	5 357	5 066	6 595

[Banque des Règlements internationaux – Rapports triennaux sur le marché des changes](#)

1. Expliquez la phrase soulignée.
2. Comment un agent peut-il s'enrichir sur le marché des changes ?
3. Comment ont évolué les transactions sur le marché des changes depuis 1989 ?

## Document 6 : Principaux titres du marché de capitaux dans la zone euro (19 pays)

Titres émis par des résidents, milliards €	Encours fin janvier 2020	Emissions brutes en 2019
<b>Obligations</b>	<b>15 247</b>	<b>5 349</b>
Administrations centrales	7 510	1 675
Autres administrations	622	342
Obligations privées (sociétés non financières)	1 192	733
Obligations d'institutions financières monétaires	3 283	1 268
Obligations d'institutions financières non monétaires	2 531	1 328
<b>Actions cotées</b>	<b>7 937</b>	<b>57</b>
Institutions financières monétaires	525	2
Institutions financières non monétaires	<b>1 309</b>	12
Sociétés non financières	6 103	43

*Banque de France - Webstat*

1. Faites une phrase indiquant la signification des données entourées.
2. Quel est le titre le plus émis par les résidents de la zone euro ?

## Document 7 : Qui intervient à la Bourse ?

Prenons la Bourse, qui est le marché le plus médiatisé, où s'échangent les valeurs mobilières (actions et obligations). Ce marché comporte deux compartiments : le marché primaire, qui est le marché "du neuf", où sont émis les nouveaux titres, et le marché secondaire, celui de "l'occasion", où s'échangent les titres émis précédemment. Les intermédiaires de base, les sociétés de Bourse, souvent filiales d'institutions bancaires, sont chargés de la négociation et de la cotation des valeurs mobilières. Mais les véritables protagonistes de ces échanges sont au nombre de trois : les émetteurs (entreprises, banques, États), qui offrent les nouveaux titres sur le marché primaire - et les rachètent parfois -, les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, fonds de pension...) et les banques, qui effectuent l'essentiel des transactions sur les titres (achats et ventes).

Deux autres catégories d'acteurs jouent un rôle essentiel d'évaluation et de contrôle sur les Bourses. Ce sont, en premier lieu, les analystes financiers, qui suivent l'évolution des finances des entreprises et des États, et surtout les agences de notation, chargées d'évaluer et de noter la capacité de remboursement des émetteurs de titres, et dont le poids sur l'équilibre du marché est devenu considérable.

En second lieu, il y a les autorités de marché, qui sont de deux types : d'un côté, les autorités privées, qui dirigent les Bourses au travers de sociétés anonymes (la forme juridique la plus répandue).

Ainsi Euronext, qui résulte de la fusion en 2000 des Bourses de Paris, de Bruxelles et d'Amsterdam, est une société anonyme de droit néerlandais dirigée par un conseil de surveillance et un directoire qui définit les règles de fonctionnement de ce marché paneuropéen. Au-dessus des autorités privées se trouvent les autorités publiques, présentes au niveau national - en France, l'Autorité des marchés financiers - et au niveau européen (l'Autorité européenne des valeurs mobilières, qui vient d'être créée). Ces autorités publiques ont pour rôle de fixer les règles du marché et d'en surveiller l'application ; elles ont un pouvoir de sanction.

*Hector Lopin, « Les marchés financiers et Leurs acteurs », Alternatives économiques, hors-série n°87, décembre 2010.*

1. Qui émet des titres à la Bourse ? Qui les achète ?
2. Quel rôle jouent les analystes financiers et les agences de notation ?
3. Quels rôles jouent les autorités de marché ?

## Document 8 : les « zinzins »

À côté des particuliers, il existe nombre d'autres intervenants sur le marché boursier : les entreprises cotées elles-mêmes, qui peuvent intervenir sur leurs propres actions ou celles d'autres sociétés par le biais d'opérations boursières, comme les Offres publiques d'achat, par exemple. Mais aussi une foule d'intervenants professionnels, publics et privés, qui ont pour but de faire fructifier leur portefeuille en procédant à des choix d'investissement judicieux. On les appelle les Investisseurs institutionnels, et parfois, avec ironie et en accentuant les liaisons, les « zinzins ».

C'est un univers très vaste où cohabitent des fonds d'État (ceux qu'on appelle les fonds souverains), des fonds de pensions (qui gèrent l'épargne de cotisants pour leur fournir un complément de revenu à la retraite), des fonds d'investissements (les Sicav et les FCP, en France), des compagnies d'assurance, des fonds spéculatifs, comme les fameux hedge funds et des fonds de capital-risque, qui aident les entreprises à se développer et les revendent ensuite. Sans oublier l'État, actionnaire parfois passif (Air France, Renault...), parfois aussi très actif, et présent aussi par le biais de ses différentes branches d'investissement (en France, c'est le FSI, son fonds de pension institutionnel)...

Il serait sans doute fastidieux de tous les énumérer. Cependant il est utile de connaître l'importance et le rôle de la plupart d'entre eux. Ces intervenants recouvrent, en gros, cinq catégories : les fonds mutuels ou sociétés d'investissement (en France, elles sont appelées Sicav ou FCP), les fonds de pension, qui gèrent l'épargne retraite des régimes par capitalisation, les fonds souverains, les fonds purement spéculatifs et les compagnies d'assurance.

Les épargnants français aiment l'assurance-vie. Ce placement, qui bénéficie de nombreux avantages fiscaux, est même leur produit financier préféré puisqu'il pèse près de 50% de leur épargne non immobilière. En conséquence, les assureurs se retrouvent avec une masse énorme à gérer : plus de 1300 milliards d'euros. Elles en investissent une grande partie en titres obligataires d'État et d'entreprises, mais aussi une grande partie en bourse. S'ajoute à cette épargne qui leur est confiée, les masses des cotisations d'assurance dommages. Quand nous versons notre cotisation d'assurance habitation ou automobile, une partie sert à rémunérer le réseau et la couverture des risques, le reste est investi sur les marchés financiers et sert -du moins si la qualité de la gestion et les marchés le permettent- à extraire des bénéfices financiers.

Les Français sont couverts par un système encore assez protecteur d'assurance retraite. Mais dans d'autres pays, la préparation de la retraite est laissée aux travailleurs et aux entreprises, qui doivent cotiser et épargner pour assurer le versement des pensions. Cela explique le poids financier et boursier de ces mastodontes que sont devenues les compagnies d'assurance.

Cela explique aussi pourquoi, aujourd'hui, les fonds gérés par les assureurs représentent plus du quart du montant total des actifs gérés dans le monde par les institutionnels, soit plus de 15 000 milliards de dollars ! Ces institutionnels sont parmi les plus respectés, car ils sont un facteur de stabilité du marché.

En effet, ils gèrent une relation à long terme. Ils peuvent prendre des risques élevés à court terme, seule façon d'obtenir des rendements élevés, mais lisser cette prise de risque sur le temps, en sécurisant peu à peu leurs gains. L'argent que leur confie un épargnant en année N n'est destiné à être rendu, sous forme de pension, en année N+ 10 ou N+20. Leur horizon n'est donc pas ce qui va se passer dans trois ans, mais plutôt dans trois décennies. C'est ce qui explique que ce ne sont pas les investisseurs les plus actifs et que leur durée de détention des titres est supérieure de moitié à celle du marché.

*Alternatives Economiques, décembre 2010*

1. Qui sont les « zinzins » ?
2. Quel est leur rôle sur les marchés financiers ?
3. Sont-ils des acteurs favorisant la stabilité des marchés financiers ?

## Document 9 : les hedge funds

Les hedge funds sont des fonds d'investissement d'un type particulier. Il n'existe pas de définition légale, précise et formelle du terme. Le terme lui-même est trompeur. La traduction littérale en français est « fonds de couverture », c'est-à-dire se livrant à des placements de protection contre les fluctuations des marchés considérés.

Une telle définition devrait les faire pencher du côté des fonds sans risque ; or, au contraire il s'agit de fonds particulièrement risqués, beaucoup plus risqués que les fonds communs de placement (OPCVM). Pourquoi ?

Ils sont peu ou pas réglementés. À la différence des fonds d'investissement destinés au grand public, une part importante des fonds peut être investie en actifs illiquides ou complexes. Ils utilisent massivement les techniques permettant de spéculer sur l'évolution des marchés, à la baisse comme à la hausse (utilisation massive de produits dérivés, de la vente à découvert et de l'effet de levier). Ils sont peu transparents et souvent implantés dans les paradis fiscaux.

Leurs gérants y investissent une part de leur patrimoine et prélèvent des commissions très importantes en fonction de la surperformance du fonds. Cela les incite à faire prendre aux fonds des risques de marché importants.

En général, les investisseurs ayant déposé de l'argent sur ces fonds, ne peuvent réduire leur participation à tout moment mais seulement à certaines périodes prédéterminées.

Au cours des dix dernières années, les hedge funds ont enregistré une croissance rapide. On estime que près de 10 000 fonds sont opérationnels dans le monde et qu'ils gèrent plus de 1 500 milliards de dollars d'actifs, soit plus de 700 % de plus qu'en 1995 !

Les hedge funds représentent aujourd'hui une part significative des transactions sur de nombreux marchés. Autrefois petits groupes d'entrepreneurs, ils sont aujourd'hui, le plus souvent, de grandes institutions financières qui emploient des centaines de personnes.

Compte tenu de leur importance croissante et de leur spécificité, les hedge funds éveillent des suspicions quant à leur capacité présumée à déstabiliser les marchés voire à leur faire courir un risque systémique. Si ces inquiétudes sont légitimes pour certains, les hedge funds restent néanmoins des fonds d'investissement très rentables pour les investisseurs.

*La finance pour tous, [Hedge funds](#), 05/07/2019*

1. Quelle est l'activité des hedge funds ?
2. Quelles sont leurs particularités par rapport aux autres fonds d'investissement (« zinzins ») ?
3. Quelle influence exercent-ils sur les marchés financiers ?

## Document 10 : L'ampleur des produits dérivés

Quel est le montant exact de produits dérivés présents en ce moment sur les marchés financiers ?

La réponse à cette question fait chauffer les calculatrices et les cerveaux, tant on en arrive aux limites de l'entendement humain en matière de mathématiques et de finance.

Savez-vous ce que les anglo-saxons entendent par "Quadrillion" ? Un terme mathématique théorique, appliqué aux sciences essentiellement, et à un seul segment des marchés financiers, celui des produits dérivés, selon une enquête de Marketwatch.

L'ensemble des encours sur ce type de produit représente... un million de milliards de dollars (1.000.000.000.000.000.000). Un montant incroyable qui pose différents problèmes, ne serait-ce que d'appréhension même de ce qu'il peut représenter. Même poser ce chiffre sur la calculatrice d'un téléphone mobile standard est impossible.

Du coup, impossible de diviser ce chiffre par quoi que ce soit de représentatif (Rolls Royce, Airbus A 380, réacteurs EPR ou PIB d'un pays), puisque la donnée de base est même impossible à afficher...

Et pourtant, c'est la somme totale des produits dérivés qui existent sur le marché. 1,2 "Quadrillion" très précisément, soit 1.200.000.000.000.000.000 dollars. Largement plus que l'ensemble des pièces, billets et comptes de dépôt cash de l'ensemble de la planète, estimés à 81.000.000.000.000 dollars (81 "Trillions")

Et bien au-delà de toutes les entreprises et entités cotées sur l'ensemble des places boursières mondiales (70.000.000.000.000 dollars au total, 70 "Trillions"). Un chiffre vertigineux donc, qui exprime également l'engouement et la frénésie qui entoure ce marché.

Preuve aussi combien les investisseurs sont plus friands de produits dérivés (options, ETF, swaps, etc...) que des actifs calculés en sous-jacent (Actions, obligations, matières premières, taux, etc).

Déjà parce que techniquement, parier sur une option permet de maximiser les gains, par rapport à un investissement dans un actif lambda. On bénéficie d'un effet de levier et de choix multiples, pour maximiser ses profits. Ensuite ce sont les techniques qui ont évolué.[...]

Il y a de forte chance que les encours de ces produits dérivés continuent de progresser. Soulevant quelques inquiétudes, du fait de la masse inimaginable qu'ils constituent, et de l'aspect systémique de cet océan de produits financiers.

L'inconvénient est le lien étroit qui relie des classes d'actifs très disparates, mais qui au final pose la question centrale : qui payera et qui sera en mesure de payer en cas d'effondrement ?

De nature toujours très volatile et de qualité très diverse, beaucoup d'observateurs estiment que si une nouvelle crise financière devait arriver, les dérivés en seraient l'instrument principal, et deviendraient rapidement une menace pour l'équilibre économique mondial.

Antoine Larigaudrie, [Les chiffres inimaginables du marché des produits dérivés](#), BFM Bourse, le 16/05/2016

1. Le montant des produits dérivés sont-ils importants ?
2. Comment expliquer l'évolution de ces montants.
3. Quels risques font courir ces produits dérivés au système financier ?

## Document 11 : Les agences de notation

À l'origine de ces institutions, un krach, déjà. La panique bancaire de 1907 ayant poussé son entreprise de "diagnostic crédit" à la faillite, l'Américain John Moody crée, en 1909, la notation de la dette. Dès la seconde moitié du XIXe siècle, les analystes évaluent les risques pris par les créanciers et indiquent quelle est la probabilité pour que l'entreprise ne rembourse pas sa dette. Plus le risque est élevé, plus le créancier prête de l'argent à taux élevé. John Moody, lui, à l'idée d'attribuer - comme à l'école - une note résumant en un coup d'œil le risque pris par les créanciers. La société Poor, l'ancêtre de Standard & Poor's (S&P), suit en 1916 et Fitch en 1924. D'abord centrées sur les entreprises, les agences notent les États à partir de 1918. Aujourd'hui, S&P, la plus influente, note 126 États. "Environ 15 % de leurs revenus proviennent de la notation d'émetteurs publics", explique Norbert Gaillard, auteur du livre *Les Agences de notation (La Découverte, 2010)*. C'est l'État qui rémunère le travail d'une agence la plupart du temps, la notation étant censée faire œuvre de transparence, "pour une somme variant entre quelque dizaines de milliers de dollars par an à quelques centaines de milliers de dollars". Les américaines Standard & Poor's, Moody's et la franco-américaine Fitch contrôlent la quasi-totalité du marché.



Clément Lacombe et Alain Faujas, « Les mots de la crise », *Le Monde*, 12 août 2011.

1. Quelle est la fonction des agences de notation sur les marchés financiers ?
2. Que se passe-t-il si la note d'un État ou d'une entreprise est dégradée ?
3. Quel est le statut des agences de notation ? D'où viennent leurs revenus ?

## Étape 2 : Tâche finale (1 h)

---

### Synthèse

Réalisez un schéma représentant les différents marchés constitutifs du système financier mondial, les actifs que l'on y trouve ainsi que les acteurs qui les animent.