

Thème 7 : le financement de l'économie

But et plan du chapitre :

- Fonctions d'un système fi
- Fi directe
- Fi indirecte (intermédiaires financiers)
- Vue d'ensemble
- Règlementation

1. Les fonctions du système financier

Par Robert C. Merton (1995) dans *A Functional Perspective of Financial Intermediation. Financial Management*, 24(2) : 23-41.

Fonction principale : interface entre capacités de financement et besoins de financement.

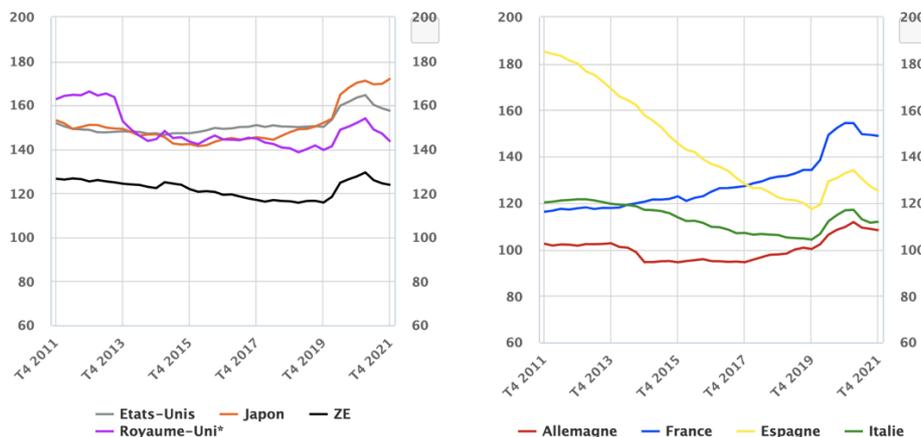
6 fonctions essentielles → Finance indirecte - Finance directe
 → la meilleure allocation et la meilleure sécurité possibles

- Système de paiements (CB, chèques, virement SEPA, internationaux, ...)
- Financement à grande échelle (à partir de plusieurs prêteurs)
- Gestion de
 - l'épargne : intention/disposition des ménages à prêter à + ou – LT, de manière + ou – risqué → identification des engagements des épargnants
 - l'endettement/la dette pour qu'il/elles soi(en)t
 - les + faibles possible
 - les + compatibles possible aux dispositions à prêter des ménages
 = transfert de ressources dans le temps et l'espace et entre les secteurs
- Gestion de l'incertitude, contrôle du risque :
 - s'assurer de la solvabilité des institutions qui gèrent des fonds = transforment épargne des ménages en prêts aux entreprises/à l'État
 - évaluer le risque porté par une institution (b, société d'I, ...), de l'ensemble des titres détenus par ces institutions
 - notion de diversification des risques (risque global des ≠ produits financiers détenus par une institution)
 - chercher à mettre ensemble des produits financiers qui réduisent le risque :
 - pour un rendement moyen d'un portefeuille de titres je vais chercher à obtenir la plus faible volatilité sélectionner un portefeuille qui réduit la volatilité du rendement moyen
 - pour une volatilité donnée d'un portefeuille je vais chercher le mélange de titres qui rapporte le + élevé
- Gestion de l'info sur les titres des entreprises qui entrent en bourse pour permettre la coordination des décisions dans ≠ secteurs (rôle des intermédiaires fi et des autorités de régulation), permet aux investisseurs d'avoir une bonne connaissance de

ce dans quoi ils investissent = commande les décisions de portefeuille/le mélange de titres sur marchés fi

- Volatilité des titres
- Résultats passés
- Réduction des conflits et système d'incitation lié aux **asymétries d'information** (investisseur-manager (lors de financement direct) ; épargnant-gestionnaire de fond (lors de financement indirect) ; entreprise-banque)
 - Asymétrie d'info → pb de sélection inverse :
 - Ne pas être capable de discriminer les entreprises qui sont susceptibles de faire faillite
 - Rationnement du crédit pour toutes les entreprises dont les entreprises qui ont des bonnes raisons pour qu'on leur prête
 - Un certain volume d'investissements qui auraient été rentable (dans les entreprises peu risquées) ne vont pas être réalisés
 - Système d'incitation :
 - Donner bonnes raisons au gestionnaire de chercher à faire le mieux possible (dans la limite des risques autorisés)
 - Mise en place de contrats incitatifs (à mieux gérer pour le gestionnaire)
 - Attention, cette incitation peut engendre une prise de risque excessive (car il y a un enjeu supplémentaire pour le gestionnaire par rapport au cas d'une rémunération fixe)

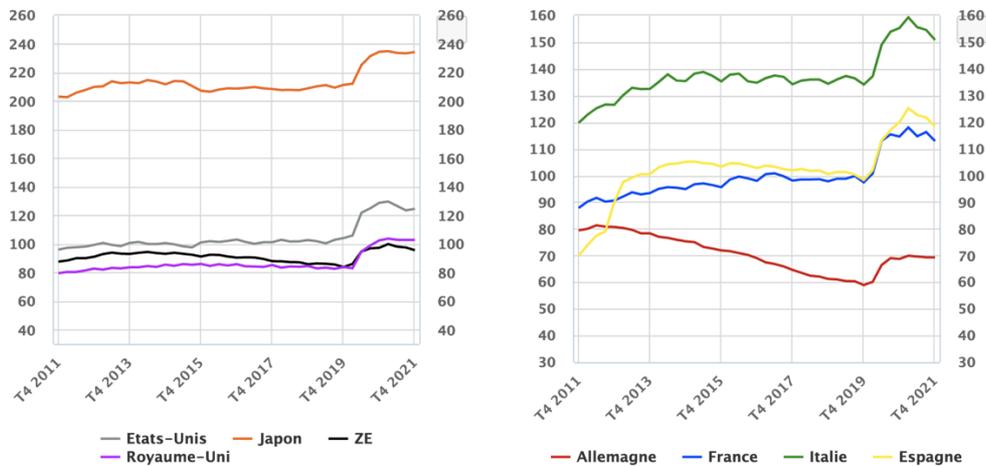
= but de dépasser problèmes d'asymétrie d'information



* Interpolation des séries annuelles en valeur nominale pour le Royaume-Uni.

Endettement des ANF (agents non financiers) privés

→ en zone euro + faible



Endettement des APU (administrations publiques)

→ endettement lors de la crise, attention, ici ≠ échelles

Économie d'endettement et de marchés de capitaux

Question principale : peut-on financer l'économie en s'appuyant sur un système bancaire (crédit, découvert) ? ou seulement sur un système « pur » de marchés financiers (confrontation O&D de monnaie) ?

John R. HICKS (1974) "Money, interest and liquidity"

On peut concevoir les **entreprises** comme **divisées** entre celles qui assurent principalement leur **financement à partir d'actifs liquides** (*auto-sector* = économie de **marchés de capitaux**) et celles qui assurent leur **financement principalement par l'emprunt** (*overdraft sector* = économie **d'endettement ou de découvert**)

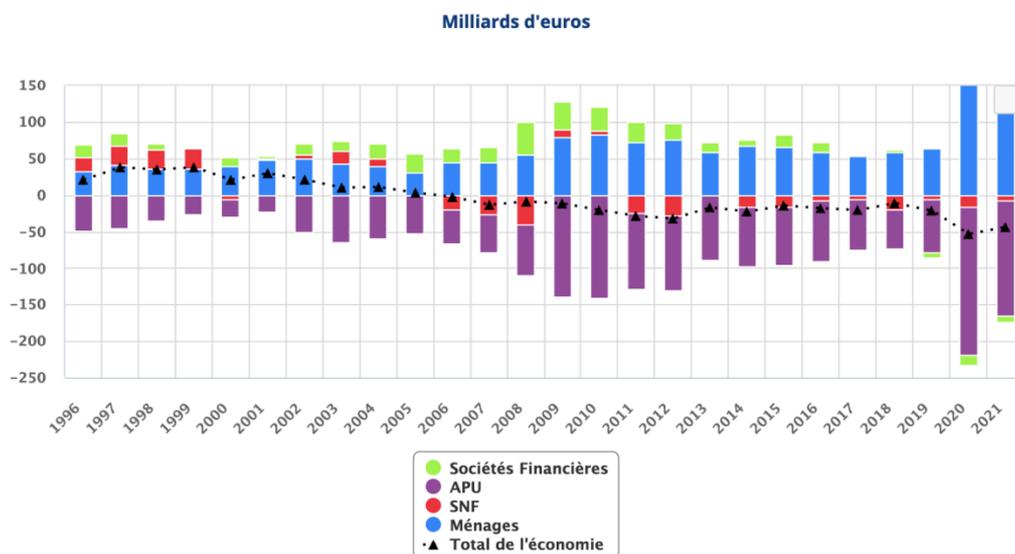
- L'idée **d'économie de marchés de capitaux** fait référence au fait que des entreprises ont des **fonds propres** (capitalisation par création d'actions, achat d'actions d'autres E ou d'autres titres (État, ...), ...) dont une partie est conservée sous forme de titres négociables à court terme qui seront vendus sur les marchés dès que l'entreprise a besoin d'investir, puis reconstruction éventuelle de fonds propres dès la prochaine entrée de trésorerie
 → on se passe du système bancaire pour réaliser du financement dans l'économie, économie désintermédiée
- L'idée **d'économie d'endettement** fait référence à une **garantie de crédit bancaire des entreprises**, pour les entreprises qui fonctionnent avec peu de trésorerie et donc qui s'endettent auprès de leur b à un certain taux lorsqu'elles en ont besoin.
 → tous les investissements sont réalisés à partir de crédits bancaires, économie très intermédiée par grosses institutions (les banques)

John G. Gurley et Edward S. Shaw (1960) Money in a theory of finance

→ proposent une analyse des processus d'intermédiation financière qui réalisent l'adéquation de S et de I

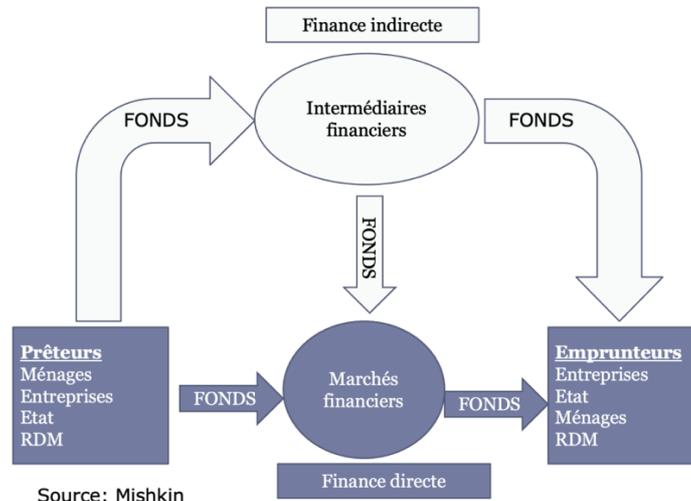
- Fonction d'intermédiation entre S et I développée historiquement par le **système bancaire**, intermédiation pas seulement monétaire :
 - transformation des risques :
 - Mélange de titres dont la volatilité est + faible (car n'évoluent ni en même temps ni dans le même sens)
- Aux USA, fin de la guerre de Sécession en 1865, domination large du système bancaire dans la gestion de la transformation des actifs/des risques jusqu'au milieu du XXe siècle, **apparition d'autres intermédiaires financiers** (≠ banques) puis,
- **Développement d'un marché de capitaux** qui permet à des emprunteurs (entreprises qui émettent des titres) de rencontrer des investisseurs qui achètent de la dette ou des actifs primaires. (marché primaire, marché secondaire)

→ **Distinction finance directe** (contrepartie trouvée directement, avec intermédiaire qui met seulement en contact) / **finance indirecte** (transformation de S des ménages avant que des prêts ne soient consentis à d'autres acteurs)



Capacité et besoins de financement des différents secteurs institutionnels en France

Source : site banque de France



Intermédiaires financiers transforment fonds récoltés, en font d'autres produits qu'ils vont proposer sur les marchés financiers.

2. Le financement direct

Catégorisation/distinction des marchés selon critères (pas exclusifs) :

- Marché primaire et marché secondaire.
- Marché de dettes et marché de fonds propres
- Marché organisé et marché de gré à gré
- Marché monétaire et marchés financiers

Marché de dettes et marché de fonds propres

- dette primaire émise par les entreprises (obligations en fonction des besoins de E) ou dette émise en continu par l'État (Bons du Trésor, dont le calendrier est connu à l'avance), banques (Certificats de dépôts) ou entreprises (billets de trésorerie).
Obligations LT et le reste + CT

Et au contraire :

- fonds propres : actions, augmentation d'actions.

Marché primaire/marché secondaire

Marché primaire : marché des titres émis nouvellement pendant une période (= « marché des émissions »)

- prix déterminé par un mélange d'enchères, de prix de réserve (en-dessous duquel l'émetteur renonce à émettre parce que l'intérêt qu'il va payer est alors trop élevé), de souscriptions fermes pour un volume, de placements auprès d'Investisseurs institutionnels



→ négociations en amont entre émetteur et société d'I (pour en vendre rapidement, bcp, à un bon prix), sorte de prévente des titres émis par des agents coordinateurs (= société d'I) à leurs clients (gros comptes dont réserves non utilisées)

- des agents conseillent et coordonnent l'émission des titres. Pour des émissions importantes, recours à une syndication (alliance de professionnels de banques). Exemple : *ad hoc* pour gérer une émission

Une fois que ces titres ont été écoulés sur le marché primaire, ils deviennent directement des titres négociables revendus sur le marché secondaire (sur lequel le prix va être défini par la rencontre O&D) dans le but de réaliser un bénéfice.

- titres répartis entre des souscripteurs, exemple : Inv Institutionnels qui vont les vendre à des clients.
Si pas suffisamment d'acheteurs, les banques de la syndication s'engagent à acheter le résidu) car ce sont elles qui avaient conseillé.
- Ce marché permet le financement à LT des principaux agents économiques.

Marché secondaire : marché sur lequel s'échangent les titres déjà acquis, à un prix fixé selon l'état de l'offre et de la demande.

Marché organisé (Bourse) et marché de gré à gré (over the counter)

Marché organisé :

- Organisé ⇒ **pas de rencontre directe entre les acheteurs et vendeurs**, rencontres via le marché par des **confrontation d'ordres d'achat et de vente** (prix en fO de O&D).
- La société de marché qui organise le marché suit des règles de fonctionnement, décide de l'admission des participants (intermédiaires courtiers/sociétés de bourse qui transmettent les ordres des clients).
- Le marché parisien est géré par Euronext Paris SA (membre du groupe NYSE Euronext), propriétaire de la marque déposée "CAC40".

Marché OTC :

- Accords passés directement entre les investisseurs (via courtier).
- La liquidité des transactions n'est pas garantie par une chambre de compensation (sauf produits dérivés),
- Contrats sur mesure donc peu standardisés et convenant à peu d'autres acheteurs donc titres moins liquides.

Marché monétaire et marchés financiers

Le marché monétaire :

Le marché monétaire est le marché des titres de dettes dont la durée/l'échéance < 2 ans.

(non strictement, on peut trouver des titres > 2 ans, assez peu de titres donc la durée est proche de deux ans sur le marché fi : le pont entre ces deux marchés existe)

→ CT voire MT

Marché interbancaire

- Banques, SEBC (composé des b de chaque pays qui interviennent chacune dans leur pays au nom de BCE), Trésor Public (Agence France Trésor AFT)
- Produits principaux de ce marché : **prêts interbancaires « en blanc »** (sans garantie, Euribor, TAJJ des ≠ échéances), **prêts gagés** dits "pensions" (titres de garantie livrés ou non) ; Bons du Trésor à Taux Variables (non négociables).
→ produits négociables : peuvent changer de main : autre b, refi par BC, SAUF BONS DU TRÉSOR

Marché des Titres de Créances (négociables) (durées + longues mais toujours < 2 ans)

= reconnaissances de dettes

- Intervenants : Banque centrale, banques, grandes entreprises, institutions financières, assureurs.
- Produits principaux :
 - TCN (= titres de créances négociables) à CT émis par b (certificats de dépôts) et les entreprises (billets de trésorerie)
→ Depuis 2016, unification des certificats de dépôts et des billets de trésorerie = **NEU CP** (Negotiable Euro Union Commercial Paper)
 - Les Bons à Taux Fixe du Trésor
- Montant minimal unitaire : 150 000 €

→ pas accessible à n'importe quelle entreprise

Les marchés financiers :

Marché des titres à long terme (> 2 ans)

- Titres émis par des personnes publiques ou privées sur marché primaire. Grandes quantités et valeurs unitaires faibles afin qu'ils soient accessibles aux épargnants.
 - Si valeur trop élevée : modif structure K, échange d'une action qui vaut 50 contre deux qui valent 25 (pour remettre + liquidités)
 - **Si valeur trop faible**, une petite variation = variation d'un % important (de 1€ à 90 centimes, 10% : c'est énorme comme % et ça effraie) et donc perte de confiance et vente massive, alors recherche par l'E de **compactage d'actions**
- **"Valeurs mobilières"** = négociables sur marché secondaire.
- Permet de répondre aux besoins à LT (OAT, actions, empreints à LT d'E)



- Captent l'épargne à LT des ménages ; de plus en plus gérée par des organismes de gestion en valeurs collectives (qui diversifient les risques et transforment les échéances)

Titres des marchés financiers

- Obligation : droits de créance ; revenu fixe (somme prêtée)
- Actions : droits de propriété ; revenu variable (dividendes)
- Titres hybrides (répond à un besoin d'augmenter fonds propres sans donner + de droits aux investisseurs sur la gestion de l'entreprise, sans leur donner les mêmes droits qu'aux actionnaires) :
 - **ORA : Obligations Remboursables en Actions** (volume et valeur de l'action décidées initialement) (mais coupons/intérêt en numéraire).
On les considère comme des **quasi-fonds propres**.
Produit spéculatif pour l'investisseur qui a intérêt à l'acheter s'il pense que l'action va grimper et qu'il fera une P-V lors de la vente ou alors qui va vendre en jouant sur la spéculation d'acheteurs potentiels qui pensent que l'action va continuer à augmenter.
 - OBSA (Obligation à bons de souscription d'actions). Obligation avec option d'achat d'actions de l'entreprise émettrice, pendant une période donnée à un prix fixé à l'avance.
 - OBSO (Obligations avec Bons de Souscription d'Obligations).
Donne droit à souscrire à d'autres obligations de l'E à un prix et une échéance fixée à l'avance et qui au moment venu soit l'investisseur soit l'E y trouve un avantage (exclusif : l'un à un avantage et l'autre un désavantage) par rapport aux conditions du marché à l'instant t.
Bons de souscription qui peuvent être exercé ou revendu à d'autres investisseurs.
 - Certificats d'investissement : droit à dividende bonifié (10 % max), mais pas de droit de vote.
 - OAT (Obligations assimilables du trésor) : échéance de 2 à 50 ans. Vente par adjudication selon un calendrier. Achats sur marché primaire ; dénouement (revente) sur marché secondaire très rapidement (qq jours).

Les acteurs des marchés financiers

L'autorité des marchés financiers (régulent, contrôlent et sanctionnent marchés fi) AMF (fusion de plusieurs organismes en 2003)

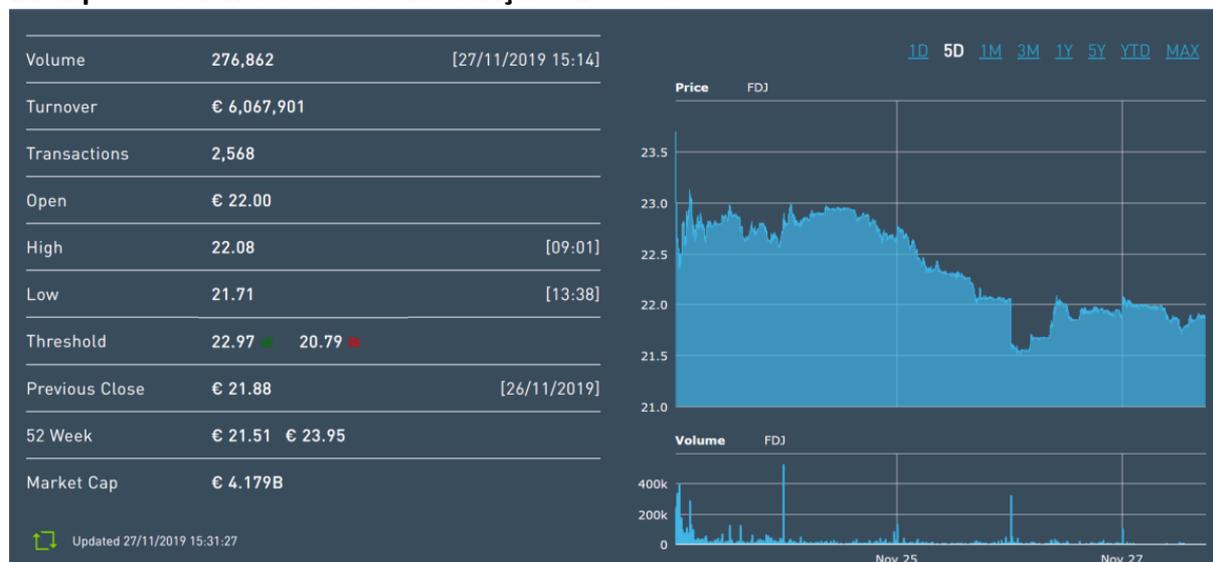
→ organisme publique, non soumis au droit public (emploi des agents ayant statut privés, employés de droit privé ≠ fonctionnaires)

Euronext (gère bourse de Paris mais pas seulement) différencie :

- Compartiment A : capitalisation supérieure à 1 milliard
- Compartiment B : entre 150 millions et 1 milliard €
- Compartiment C : Inférieur à 150 millions €

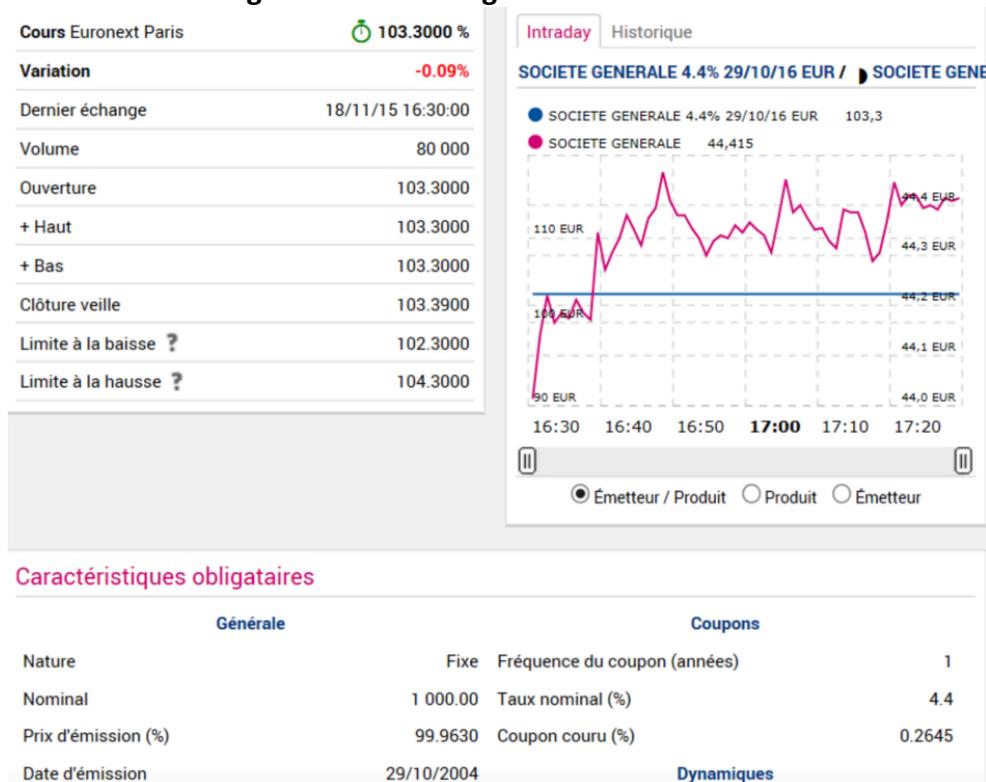
- Euronext Growth (PME à forte croissance), risque + important et besoins potentiellement très importants car forte croissance

Exemple cotation d'action de La Française Des Jeux



→ volume global en valeur échangée d'actions

Exemple de cotation d'obligation de société générale



→ tout est exprimé en % de la valeur faciale/nominale (ici 1000), ne correspondant pas toujours à la valeur que l'obligation avait sur le marché primaire



Lorsqu'on achète une obligation on va payer également les coupons déjà courus jusqu'à la date d'aujourd'hui (ici 0,2645%) en plus de la valeur actuelle de l'obligation (ici 103,3% de la valeur faciale, ici 1000).

Efficiences opérationnelle et l'efficience allocative

L'efficience opérationnelle :

"L'efficience opérationnelle permet de mesurer ce qu'il en coûte pour transférer des fonds des épargnants aux emprunteurs. Dans un marché de concurrence parfaite, les coûts de transaction devraient refléter les coûts marginaux de prestation des services aux acteurs du marché"

L'efficience allocative :

"Un marché fait preuve d'efficience allocative lorsque le taux de rendement marginal (corrige en fonction du risque, qui rend le gain + élevé) est le même pour tous les épargnants et emprunteurs. Dans un tel contexte, les investisseurs financent les projets dont la valeur actualisée nette est la plus élevée et aucun projet « rentable » n'est écarté par manque de capitaux"

→ s'il y a de bonnes évaluations des intermédiaires financiers, ...

Pour qu'il y ait concurrence, il faut qu'il y ait une bonne information, circulation parfaite de l'info entre tous les intervenants fi dans un monde où il y a manifestation de l'asymétrie d'informations.

Limites de partage de manière égale de l'information ? Quel type d'info peut être partagée ?
Quelle csq peut-on en tirer ?

L'efficacité de la finance directe

Thèse d'Efficiences informationnelles des marchés financiers (Eugene Fama, 1965-1970)

→ d'hypothèse d'efficience des marchés, c'est une théorie

→ comment les informations privées vont devenir publiques ? → comportements transmettant une info sous forme de variation de prix d'actifs

Rôle dévolu aux marchés financiers, mis en avant pour justifier leur développement : une **allocation efficace des ressources** (grâce à la bonne circulation de l'info sur la rentabilité, etc.), i.e. permettre au plus grand nombre de projets d'investissement d'entreprises de se réaliser, en **sélectionnant ceux qui produiront la plus grande richesse** par unité d'euro investi (hypothèse d'efficacité allocative), et en trouvant pour chaque projet les investisseurs (apporteurs de K) qui sont **prêts à prendre le risque** (préférence pour le risque, capacité de diversification offerte par le système).

= non seulement **les bons projets sont financés** mais ceci est fait avec une **bonne répartition du risque entre les investisseurs** (I risqués pour ceux qui préfèrent le risque et vice versa)

→ **limite de la diversification** du risque à celle permise par le système fi, organisation des acteurs, etc.



A tout instant, il **ne devrait pas y avoir de possibilité d'améliorer la situation pour une entreprise sans la détériorer pour une autre** (dans la limite des produits existants, des réglementations, et aussi dans la limite des connaissances des agents sur tout ce qui concernent les entreprises qui émettent des titres, sur leurs activités).

→ l'allocation efficace (au sens de PARETO) des ressources est celle qui crée le maximum de richesses, il n'y a pas de raisons qu'en modifiant la répartition des investissements on augmente la qté globale de richesse distribuable

Dans une économie réelle, l'information pertinente est réduite au prix et à la connaissance d'un excès d'offre ou de demande.

→ l'information va être intégralement synthétisée dans la confrontation de l'O&D : ajustement des prix jusqu'à p^* (O&D jouant à sens contraire sur cet ajustement)

L'efficience informationnelle des marchés

Sur les marchés financiers, les produits font l'objet d'une demande spéculative

→ pas d'incitation à livrer toute l'information (intérêt à cacher de l'information), loi O&D ne peut pas fonctionner

Donc il faut compléter ou renforcer la notion d'équilibre en ajoutant le fait que le marché financier utilise bien toute l'information disponible pour les intervenants sur les marchés (même si je veux cacher de l'information, je ne peux pas le faire car je vais être trahit par mon comportement).

= enjeu de la thèse d'efficience des marchés

3 propositions de la thèse d'efficience :

- **Efficience informationnelle faible** : toute l'info est partagée, publique même si elle peut avoir un coût d'acquisition
→ le marché incorpore à chaque instant uniquement le résultat des actions liées à l'historique des prix passés.
→ **Analyser les prix passés ne permet de tirer aucun avantage pour faire un profit anormal** (par des analyses techniques) car déjà toutes les combinaisons potentielles de portefeuille ont été analysées et testées.
- **Efficience informationnelle semi-forte** : les prix intègrent à tout instant la chronique des prix passés + **toutes les informations publiques nouvelles** (bénéfiques, projets d'investissement publiés, événement ayant des conséquences sur les profits futurs anticipés). Donc **on ne peut utiliser une information publique nouvelle pour faire un profit anormal** (car immédiatement digérée/intégrée par les intervenants sur les marchés).
En quoi l'information nouvelle vient modifier mon modèle d'interprétation des informations passées ?
→ Question de compatibilité des modèles de gestion de l'info passée et nouvelle qu'utilisent les acteurs financiers, révision du modèle, modification du comportement et de la manière de raisonner.
Subtilité : la manière de traiter l'information est de l'information



- **Efficiences informationnelles fortes** a lieu quand on suppose que **les prix incorporent instantanément toute information publique comme privée. Profits d'initiés pratiquement inexistantes.**

Mon propre comportement attire l'attention sur le fait que je détiens une info privée et donc rend l'info publique à travers une variation de p à la suite de mon comportement spéculatif.

→ Même si une personne ne constate pas que je détiens une info privée elle va constater qu'il y a une variation de p et va modifier son comportement.

= intégration de l'info nouvelle transmise par la variation de p

Et puis qu'est ce qui me dit que je suis le seul à détenir cette information privée ? j'ai donc moi-même intérêt à ne pas garder l'info et à en tirer profit le + vite possible avant que ça ne soit trop tard : que quelqu'un en profite avant moi et que l'info soit alors publique (donc moins rentable).

→ dans tous les cas info privée devient publique par variation de p

Rq : informations directement intégrées aux marchés impactent mes anticipations et donc les prix (la valeur future du K des E).

Limites :

Pourquoi aller chercher de l'info coûteuse si d'autres peuvent le faire à ma place ? étant donné que l'info est forcément transmise.

Si tout le monde fait ça, qté trop faible d'info traitée par le système.

Les limites du marché financier

→ notion d'économie de l'information développée à partir des années 1970

En quoi l'intermédiation financière permet d'améliorer la répartition de l'information et l'évaluation des risques sur les marchés financiers ?

Sanford J. Grossman et Joseph Stiglitz (directeur scientifique de la banque mondiale), **1980** : *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets* American Economic Review, Vol. 70(3) : 393-408

→ vise à expliquer pourquoi il ne peut pas y avoir d'efficiences informationnelles fortes sur les marchés

Hypothèse : Marchés informationnellement efficaces & **information coûteuse** → aucun intérêt de payer pour acquérir de l'information si les prix la reflètent entièrement.

= passager clandestin : bénéficie d'une externalité globale (partagée publiquement) et évite les coûts liés à la recherche d'information

= rationnel selon Grossman et Stiglitz

En conséquence, **si aucun agent n'est incité à payer pour acquérir de l'information, le prix de l'actif n'intégrera plus toute l'information disponible** et le marché ne sera pas efficace au sens de Fama.

Le marché présente donc obligatoirement un certain caractère **d'inefficacité** (tendance à se reposer sur la qté d'information insuffisante pour avoir une bonne évaluation d'une



perspective d'évolution de la valeur des titres), puisque **l'écart avec l'efficience est nécessaire pour rendre rentable la recherche d'information** (sinon personne n'aurait intérêt à chercher l'information et il serait + rationnel d'adopter un comportement de passager clandestin).

Incertitudes et conventions

→ déviation plus radicale, intéressant mais difficilement intégré au mode de raisonnement des économistes du courant NC standard/Mainstream, travaillant sur l'économie de l'information car cette théorie est keynésienne

→ prône l'incertitude des anticipations et lorsque manque d'info : raccrochement à l'opinion commune, on ne peut pas aller contre l'opinion du marché car influence sur les prix/classements/confiance, « les autres agissent comme ça parce qu'ils ont peut-être des informations que je n'ai pas ».

= comportement mimétique

De toute façon même si j'ai raison, si je suis le seul à penser comme ça je vais perdre, je ne fais pas le poids face à tout un marché.

André Orléan, 1985 : Pour une approche cognitive des marchés financiers Revue économique, 40(2) : 241-272.

Toute économie dynamique qui innove induit de **l'incertitude** : les faits à venir ne peuvent pas être déterminés par les faits passés.

Les décisions se prennent en contexte **d'incertitude** et non de risque → **organisation** (autres que le marché) et **conventions** = deux modes de **gestion de l'incertitude**.

Les systèmes financiers sont soumis à un risque de défiance généralisée, qui peut entraîner des paniques bancaires en série. Une petite banque en illiquidité peut entraîner une défiance sur les banques qui possèdent des créances sur cette banque, entraînant des retraits de dépôts qui peuvent mettre en difficulté une deuxième banque, augmentant la défiance, etc. **Ce risque de défiance généralisée n'est pas assurable.**

Questionnement sur l'efficience des marchés, est ce que toute l'info est prise en compte ?

→ bulles rationnelles : même si croyances des autres agents prises en compte → n'explique pas tous les phénomènes sur les marchés financiers

Explication rationnelle à l'existence de bulles sur le marché fi (moment où valeur d'un titre (d'action notamment) augmente de manière déconnectée de sa valeur fondamentale) :

A une date t , la valeur d'un titre est liée à sa valeur fondamentale. On ajoute à cette valeur fondamentale un élément appelé « bulle », dont le montant est perçu par tous les intervenants sur le marché. Le montant de la bulle est indicé à chaque instant date (valeur évolue). Comment évolue-t-elle ? → loi d'évolution d'une bulle liée aux anticipations partagée par tous sur le marché.



→ **théorie des bulles rationnelles, Blanchard et Watson 1970s** : il est rationnel pour un investisseur d'intégrer que les autres agents ont des croyances sur le supplément ajouté à la valeur supplémentaire pour évaluer une action

Ainsi, si cette information est intégrée rationnellement, mouvement d'augmentation des prix modélisé comme un mouvement rationnel

→ justification d'un mouvement de croissance de valeur d'une action déconnectée de sa valeur fonda mais ne donne pas d'explication sur ce qui peut entraîner un dégonflement de la bulle/un crack, moment où la valeur de l'action revient subitement vers sa valeur fonda

Incertitude et conventions

Les conventions peuvent jouer un rôle de stabilisation. En situation d'**incertitude** sur qui détient de l'information privée (et coûteuse) et à quel rythme elle est diffusée, **les prix n'intègrent pas toute l'information disponible.** Il n'y a pas de raison de s'en remettre aux prix pour évaluer la valeur fondamentale d'un titre. Il faut **tenir compte des croyances des autres**, donc de leur **comportement** (seul indicateur de leurs croyances). Le meilleur moyen est d'adopter un **comportement mimétique**. La dynamique mimétique peut conduire à une situation stable, une convention, sans lien avec les fondamentaux (une bulle).

L'économie comportementale :

Après-guerre, théorie normative des comportements :

- Analyse du choix en situation certaine (satisfaction apportée par ce choix connue)
- Analyse du choix en situation risquée/incertaine : théorie de l'utilité espérée (Neumann et Morgenstern)
 - Différentes situations possibles qui vont être comparées/classées selon leur utilité espérée et leur probabilité

Une rationalité imparfaite

→ analyse d'erreur (≠ mimétique)

Werner De Bondt et Richard Thaler, 1985 : *Does the stock market overreact ?* Journal of finance, 40(3) : 793-805.

Robert Shiller, 1981 : *Do Stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends ?*, American Economic Review, 71 : 421-436.

Depuis **1980s**, développement de la **finance comportementale**. Les agents économiques, y compris les agents du secteur financier, commettent des **erreurs systématiques dans leurs évaluations/leurs anticipations de l'évolution du cours des actions par rapport à sa valeur fondamentale (=valeur actualisée)**. Cela induit des mouvements de **divergence** et des moments **d'ajustement**.

De Bondt et Thaler utilisent le fait que les agents ont tendance à **surréagir** à une information nouvelle concernant une entreprise, par rapport aux tendances constatées par le passé.



- Suite à une **augmentation courante d'un bénéfice**, tendance à anticiper des flux futurs de bénéfices et de dividendes plus élevés (**optimisme**) donc **le prix de ces actions augmentera**.
- Suite à un **bénéfice plus faible que prévu**, tendance à anticiper des bénéfices plus faibles dans le futur (**pessimisme**) donc tendance à moins demander ces titres, et **leur prix baisse**.

→ dimension aléatoire qui est surinterprétée par les agents : conséquences sur les flux futurs des entreprises

Comme il y a surréaction, on devrait constater un **ajustement dans le futur en sens contraire**. → **Constitution d'un portefeuille** de 50 actions ayant eu les moins bons et d'un **portefeuille** de 50 actions ayant eu meilleurs rendements au cours de 5 années, resp. "**losers**" et "**winners**".

Comparaison de leurs performances lors des 5 années suivantes. Le portefeuille "losers" obtient un rendement supérieur au portefeuille "winners" de + 31,9 %.

→ on observe que le classement fait en fonction des bons résultats passés (=traitement de l'information nouvelle en fonction des informations anciennes) ne veut rien dire et que la tendance s'est inversée : surestimation/sous-estimation.

Robert Shiller conteste également l'hypothèse de rationalité parfaite des agents. Il met en évidence une **volatilité excessive des prix des actifs par rapport à leur valeur fondamentale**.

→ trouver un facteur d'actualisation stable pour comprendre la volatilité des titres (valeur constatée par rapport au rendement futur)

La valeur d'une action devrait être déterminée par les flux actualisés de dividendes anticipés, avec un facteur actualisation annuel stable (décote du gain obtenu en t+1 par rapport au même gain obtenu en t). Shiller utilise les valeurs de dividendes versés chaque année depuis 1929 et reconstruit ex post les anticipations et facteur d'actualisation qui auraient permis de justifier les variations importantes constatées de prix des actions au cours du temps. **Il conclut que la volatilité du prix des titres est trop grande et ne peut pas s'expliquer par des anticipations rationnelles.**



FIGURE 1

Note: Real Standard and Poor's Composite Stock Price Index (solid line p) and *ex post* rational price (dotted line p^*), 1871–1979, both detrended by dividing by a long-run exponential growth factor. The variable p^* is the present value of actual subsequent real detrended dividends, subject to an assumption about the present value in 1979 of dividends thereafter. Data are from Data Set 1, Appendix.

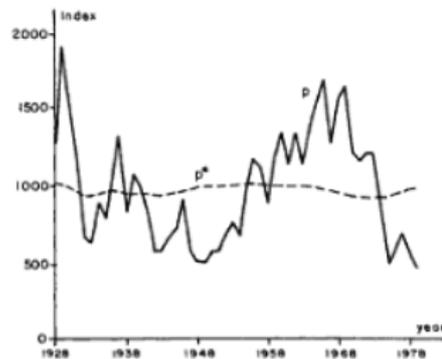


FIGURE 2

Note: Real modified Dow Jones Industrial Average (solid line p) and *ex post* rational price (dotted line p^*), 1928–1979, both detrended by dividing by a long-run exponential growth factor. The variable p^* is the present value of actual subsequent real detrended dividends, subject to an assumption about the present value in 1979 of dividends thereafter. Data are from Data Set 2, Appendix.

Modélisation **Robert Shiller, 1981**

Trait plein : valorisation instantanée des titres

Pointillés : rendements constatés *ex post*

→ on remarque bcp de divergence

3. Finance indirecte/intermédiée

Rôle de l'intermédiation : écran entre demandeurs et pourvoyeurs de capitaux. Les intermédiaires financiers achètent les titres émis par les entreprises et, pour se financer, émettent eux-mêmes des titres placés auprès des épargnants ou collectent des fonds sous forme de dépôts ou de livrets.

Taux d'intermédiation :

- **Au sens strict** : [Crédits distribués par les institutions financières résidentes] / [Total de financement reçu par les ANF]
- **Au sens large** : [Ensemble des financements accordés aux ANF par les institutions financières résidentes] / [Total des financements reçus par les ANF]

Qu'est-ce qu'on attend de cette intermédiation ? quel rôle peut-elle jouer ? qu'est-ce qu'elle peut apporter ? l'expertise ? l'assurance ?

Deux problèmes théoriques : antisélection et aléa moral

→ défaillances de marché



Pour être efficaces (conditions nécessaires) les marchés financiers doivent **régler deux problèmes** théoriques de toute relation contractuelle de prêt et d'emprunt et de délégation de gestion : **l'antisélection et l'aléa moral**.

L'antisélection/sélection adverse :

Akerlof 1970s : *The market for Lemons* (= voitures pourries)

Différence de prix conséquente entre l'achat d'un véhicule neuf et sa revente peu de temps après : asymétrie d'information, le potentiel acheteur ne sait pas ce qui est arrivé au véhicule pour qu'il soit remis à la vente.

→ porte sur une qualité fixe (\neq aléa moral)

Asymétrie d'information entre vendeur et acheteur : disparition du marché pour les voitures de bonne qualité

→ le prix que je suis prêt à payer pour une voiture de qualité incertaine ne sera jamais le prix d'un vendeur de voiture de bonne qualité

→ aucune raison qu'il y ait sur le marché des vendeurs de bonne qualité, il ne reste que des vendeurs de mauvaise qualité

→ le marché devient un marché de mauvaise qualité, mon prix baisse

= les biens de qualité supérieure évincés du marché car indissociables aux yeux des acheteurs

→ défaillance des biens : bien qu'il y ait des vendeurs de bonne qualité et des acheteurs de bonne qualité, il n'y a pas d'échanges car pas de garantie de qualité = **incertitude**

Réflexion : Comment prouver la qualité ? régulations ?

L'intermédiaire réduit l'asymétrie d'information

L'aléa moral :

→ Danger moral

→ porte sur une incertitude qui dépend d'un comportement, qualité variable (après signature d'un contrat)

Quel est l'intérêt à bien agir par rapport aux autres ? niveau d'effort fourni par l'employé,

→ asymétrie d'information mais pas seulement, le type de contrat (rémunération, ...) passé entre un principal et un agent, influence la qualité ex post de la prestation fournie par l'un des contractants et cette influence ne sera connue que ex post.

Modèle principal-agent :

- Justifie **coûts supplémentaires** pour la bonne réalisation du contrat : rémunération plus élevée que le niveau de base du marché concurrent pour garantir la **motivation et l'incitation à l'effort** et pour qu'il y ait un **coût en cas de rupture de contrat**
→ les contrats doivent être incitatifs

Problème :

En fonction du contrat d'assurance de véhicule par exemple, il y a un risque que l'assuré adopte un comportement imprudent. Comment identifier les caractéristiques des agents ?
 → problème de révélation de l'information

- Disposition à conduire prudemment en fonction du contrat choisi :
 - Couverture plus complète → + de risque de faire d'accident
 - Couverture faible : bons conducteurs/conducteurs prudents

Fonctions des intermédiaires financiers

Toutes les transactions économiques (contrats entre un employeur et un employé, deux entreprises, une entreprise et une administration publique, deux particuliers, etc..) impliquent **des coûts de transaction**

- traiter de l'information, de rédiger des contrats plus ou moins spécifiques à la transaction/complexes, s'assurer, faire des investissements spécifiques à la relation (non redéployables), etc.
 = ensemble d'activités nécessaires pour qu'il y ait transaction
 ex. un contrat entre un employeur et un employé prévoit la liste des tâches, non exhaustive.
 Les contrats sont rarement complets : ne peuvent prévoir toutes les tâches selon tous les états de la nature.
- **l'existence de coûts de transaction est ce qui explique l'existence d'entreprises** (d'organisations autres que le marché) qui **réduisent les coûts de transaction** en les remplaçant par une relation hiérarchique. (Ronald Coase, 1937, *The nature of the firm*)
Dans un environnement avec rationalité limitée et asymétries d'informations, les coûts sont plus élevés.
- Recherches de **solutions contractuelles** qui favorisent la **révélation d'information**, la **confiance**, des **relations contractuelles durables** (Oliver Williamson, *Markets and hierarchies*, 1975) → réduction des coûts de transaction

Réduction de l'asymétrie d'information

- **Hayne E. Leland & David H. Pyle. 1977** : *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, The journal of Finance, 32(2) : 371-387.

Comment révéler de l'information ?

- Pour départager les projets sérieux des moins sérieux (moindre qualité), les prêteurs peuvent accorder une préférence aux entreprises qui investissent dans leurs propres projets.
 → apport personnel ou autofinancement
- La disposition d'un entrepreneur ayant une information privée sur la valeur de son projet (asymétrie entre entrepreneur et prêteur) à y investir est un signe de qualité et réduit l'asymétrie d'information.

Partage du risque

- **Diamond, Douglas W. & Philip H. Dybvig 1983** : *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*. Journal of political economy, 91(3) : 401-419.
- **Les banques agrègent des dépôts** qui peuvent être retirés à tout moment. **Elles font des prêts avec ces dépôts**, sur le principe qu'une faible proportion, stable, sera retirée en continu (loi des grands nombres)
- **En cas de panique bancaire, flux de retrait des dépôts > aux flux de remboursements des emprunts des débiteurs.**
Si déposants doutent sur l'équilibre d'une banque en fonction de son besoin de liquidité (sur le marché interbancaire ou auprès de la BC, **perte de confiance, retrait des dépôts**)
- Si tous les épargnants doutent et craignent des retraits des autres épargnants, ils retirent tous leurs dépôts, et c'est la **faillite bancaire**.
→ prophétie autoréalisatrice
De plus sachant que les banques se prêtent entre elles, si les épargnants voient une banque faire faillite, ils vont craindre que leur banque fasse et vont également finir par retirer leurs dépôts pour obtenir de la MBC ou des billets.
- **Solution préconisée par Diamond & Dybvig : garantie (jusqu'à un certain niveau) des dépôts par les banques centrales** (plutôt qu'un plafond de retrait imposé aux épargnants : pas favorable à un climat de confiance).
→ limite les mouvements de panique
- Problème d'aléa moral si cela réduit la vigilance des banques dans leurs prêts (donc dans la confiance qu'on leur accorde), elles vont prendre + de risque car elles savent qu'elles sont « protégées »

Typologie des intermédiaire financiers

→ typologie légale mais qui n'empêche pas un groupe bancaire de faire plusieurs activités (cas des grands groupes bancaires dans tous les pays)

Le droit européen organise les activités d'intermédiation financière en distinguant des catégories et des sous-catégories d'activités financières qui peuvent être conduites ensemble ou séparément, à certaines conditions, et avec des règles d'agrément variable (déterminées par le droit européen).

On distingue **trois grandes catégories** :

- **Institutions de dépôts ou établissements de crédits (ou banques)**
- **Établissements d'épargne contractuelle (ou OPCVM : organisme de placement en capital et en valeur immobilière)**
- **Entreprises d'investissement**

Les institutions de dépôt



Une institution de dépôt (ou banque) est une institution financière qui **accepte des dépôts et accorde des prêts**.

Les banques collectent des fonds sous forme de :

- **dépôts à vue** (ou comptes chèques),
- **comptes d'épargne** (desquels on peut retirer des fonds mais sur lesquels on ne peut pas tirer de chèques),
- **comptes à terme** (qui sont bloqués pour une durée déterminée).

Elles utilisent ces fonds pour

- **distribuer des prêts commerciaux et des crédits hypothécaires** (= crédit garanti par un bien immobilier sous-jacent),
- **acquérir des obligations** du Trésor et d'autres titres publics
- **émettre de l'endettement** (chap suivant)

les établissements d'épargne contractuelle

Les institutions d'épargne contractuelle sont des institutions financières auxquelles **des fonds sont apportés régulièrement sur la base de contrats de long terme**.

Par rapport aux instits. de dépôt, les institutions d'épargne contractuelle :

- font face à un **risque de sorties de fonds plus faible**,
- **investissent dans des actifs à plus long terme**.

En Europe, elles se sont développées au cours des dernières décennies du fait :

- des risques pesant sur les systèmes de retraite (développement des retraites par capitalisation (\neq par répartition), réduction des pensions, moins d'indexation des pensions sur l'inflation)
- du vieillissement des populations.

Dans la zone euro, elles représentent aujourd'hui environ 12 % de la totalité des actifs des intermédiaires financiers.

Parmi les institutions d'épargne contractuelle, **on peut distinguer** :

- **les compagnies d'assurance-vie**, qui assurent les particuliers contre les conséquences financières d'un décès et garantissent le versement de pensions annuelles à partir d'une date prédéterminée (en général la date de retraite) aux adhérents ayant payé régulièrement des primes pendant leur vie active ;
- **les compagnies d'assurance dommages**, qui assurent leurs clients contre les sinistres (vols, incendies, dégâts des eaux, etc.) en échange du paiement régulier d'une prime ;
- **les fonds de pension**, qui versent des pensions de retraite en échange de cotisations (des salariés et / ou des employeurs) durant la vie active – davantage développés aux Etats-Unis qu'en Europe du fait que le système de retraite par répartition y est moins important.



Les entreprises d'investissement

Les entreprises d'investissement, qui forment **l'essentiel du système bancaire parallèle** (shadow banking system), incluent

- les sociétés financières
- les fonds collectifs d'investissement,
- les fonds de placement monétaire,
- les banques d'affaires.

Les sociétés financières (finance companies) **distribuent, à partir de fonds issus de l'émission de titres de dette, des prêts aux particuliers :**

- aux Etats-Unis, surtout des prêts immobiliers (notamment des prêts subprimes dans les années 2000),
- en France, surtout du crédit à la consommation, du crédit automobile, et des prêts aux petites entreprises.

Les fonds collectifs d'investissement (mutual funds), davantage développés aux Etats-Unis qu'en Europe, utilisent les fonds de leurs clients pour

- acheter des obligations et des actions cotées en bourse,
- prendre des participations dans des entreprises non cotées donc + risquées (capital-investissement, private equity).

Les fonds de placement monétaire (money market mutual funds), aux Etats-Unis, sont des fonds collectifs d'investissement achetant des instruments du marché monétaire et notamment, dans les années 2000, des commercial papers adossés à des actifs (asset-backed commercial papers) → emprunts à CT du secteur bancaire ou des entreprises

Les banques d'affaires (ou banques d'investissement, investment banks), qui ne reçoivent pas de dépôts, aident les entreprises à

- émettre et placer des titres,
- préparer les fusions et les acquisitions.