

# Du financement intermédié au financement de marché

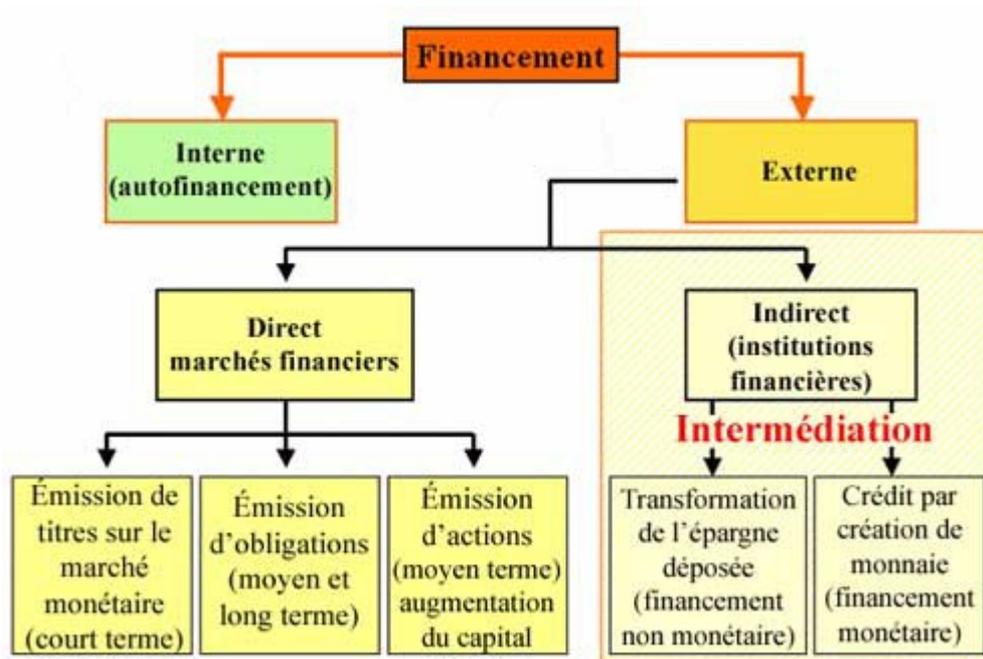
samedi 26 août 2006.

## A. Les formes du financement

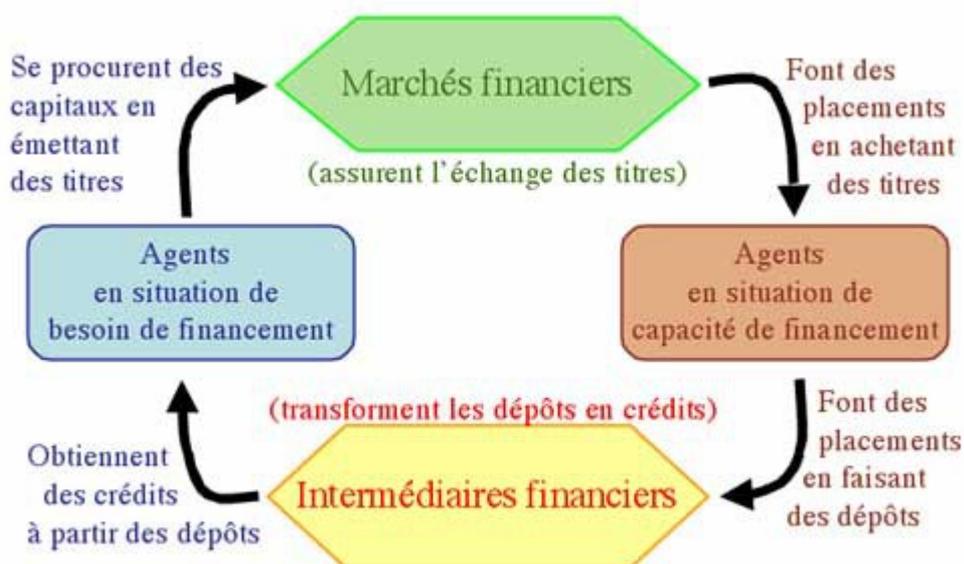
### 1. Les modalités du financement d'une économie

On distingue :

- ▶ Le **financement interne** = **autofinancement**
  - ▶ Le **financement externe** = **recours à des apports de capitaux extérieurs**
    - **Financement externe direct** = **marchés financiers** = émissions de titres financiers négociables (ceux qui les achètent peuvent les vendre à tout moment et leur prix est fixé sur les marchés financiers en fonction de l'offre et de la demande de ces titres)
      - émissions d'actions [1] (augmentation du capital de l'entreprise)
      - émissions d'obligations [2] (emprunt à moyen et long terme)
      - émissions de titres à court terme : billets de trésorerie [3]
- \* **Financement externe indirect** = **intermédiation** = des institutions financières [4] accordent des crédits
- **Financement indirect monétaire** : les banques en créant de la monnaie accordent des crédits aux emprunteurs
  - **Financement indirect non monétaire** : des institutions monétaires (dont les banques) accordent des crédits à partir des dépôts qu'elles ont préalablement recueillis.



L'opposition la plus utilisée par les économistes est celle qui distingue le financement de marché du financement intermédié :



## 2. Le choix d'un mode de financement

Bien entendu chaque type de financement présente des avantages et aucun ne peut correspondre à tous les besoins.

L'**autofinancement** semble être le moins coûteux des financements, cependant il comporte quand même un coût ou plutôt il fait courir le risque d'un "manque à gagner" que les économistes appellent le **coût d'opportunité**. En achetant un équipement à partir de son épargne, un agent renonce à une autre utilisation possible de cette épargne, par exemple un placement financier : si les placements financiers rapportent davantage que l'investissement

prévu, il y a un manque à gagner entraîné par la dépense d'équipement (différence entre les deux taux de rendement).

Le **financement par émission d'actions** a un coût réduit mais il fait courir le risque d'une perte de contrôle de l'entreprise pour les actionnaires majoritaires. Les nouveaux actionnaires peuvent prendre le pouvoir ou du moins affaiblir celui de l'ancienne direction.

Le **financement par émission d'obligations ou par endettement bancaire** implique des charges financières : il faudra payer des intérêts et rembourser le capital prêté à l'échéance.

Il ne faut pas perdre de vue que la grande majorité des entreprises n'ont pas une taille suffisante pour accéder aux marchés financiers, elles ne disposent donc que de l'autofinancement ou du crédit bancaire.

## **B. L'évolution du système de financement en France**

Les systèmes de financement diffèrent beaucoup d'un pays à un autre parce qu'ils se sont constitués progressivement et qu'ils ont de ce fait des histoires différentes. Pour un même État, le système se transforme en fonction des besoins de l'économie et des orientations données par les pouvoirs publics.

On a coutume de dire qu'en France depuis la seconde guerre mondiale le système de financement qui était celui d'**une économie d'endettement** est devenu celui d'**une économie de marchés financiers** [5]

- ▶ **Économie d'endettement** parce que le financement repose principalement sur des crédits accordés par des institutions financières, il s'agit donc d'un financement intermédié.
- ▶ **Économie de marchés financiers** parce que le financement repose de plus en plus sur des émissions de titres financiers, sur un financement direct.

La transformation date du début des années 1980 mais elle est loin d'être achevée car de nombreux agents sont encore dans un financement intermédié.

### **1. Le passage de l'économie d'endettement à l'économie de marchés financiers**

La notion d'**économie d'endettement** décrit une situation stable, intermédiaire entre celle d'un **financement administré** et celle d'un **financement de marché** (libre). Elle accorde une place prédominante aux banques comme agents privés assurant l'efficacité de l'allocation des capitaux, tandis que l'État les incite au dynamisme et assure leur stabilité macro-économique. L'histoire financière de l'après-guerre peut-être interprétée comme la construction progressive d'une économie d'endettement jusqu'à ce que les limites de ce choix et les changements des conditions de sa mise en œuvre impose sa réforme dans les années 1980.

#### **a) De la reconstruction aux années 1960**

Au lendemain de la guerre, la plupart des décideurs politiques voire économiques s'accordent à donner à l'État un rôle de premier plan dans la reconstruction. En premier lieu, l'"ardente obligation" prônée par le Plan consiste d'abord à obtenir un accord politique sur un taux d'investissement élevé. Cet objectif, qui sacrifie la croissance de la consommation à court terme, sera assuré par l'État chargé de trouver les moyens financiers compensant durablement

un taux d'autofinancement faible, puisque les profits sont contrôlés. Par ailleurs, la crise des années 1930, dont les effets économiques, mais aussi politiques, sont encore dans toutes les têtes, est attribuée à un libéralisme excessif, et pour le gouvernement provisoire puis les gouvernements de gauche des débuts de la quatrième république il faut compléter les orientations du Front populaire. C'est dans ces deux logiques que l'État se met à la tête de tous les secteurs considérés comme vitaux, par des nationalisations qui touchent le secteur financier (avec les principales banques, les compagnies d'assurances et la Banque de France qui était en partie nationalisée depuis 1936).

- Ces nationalisations ajoutées à celles du secteur de l'énergie et de quelques entreprises font disparaître la plupart des valeurs phares du marché boursier et réduisent de moitié environ la capitalisation boursière des actions françaises.

- Elles donnent à l'État le contrôle des principales sociétés du secteur financier.

- Elles imposent la mise en œuvre des procédures de financement en faveur du secteur nationalisé.

Dans cette période, l'économie française manque de capitaux (économie ruinée) et les besoins sont énormes puisqu'il faut assurer la reconstruction de l'appareil productif. Les pouvoirs publics vont mettre en place un système bancaire et des institutions financières ayant pour fonction d'organiser le financement de l'économie en mettant l'accent sur des priorités : financement hiérarchisé, compartimenté et sous contrôle public.

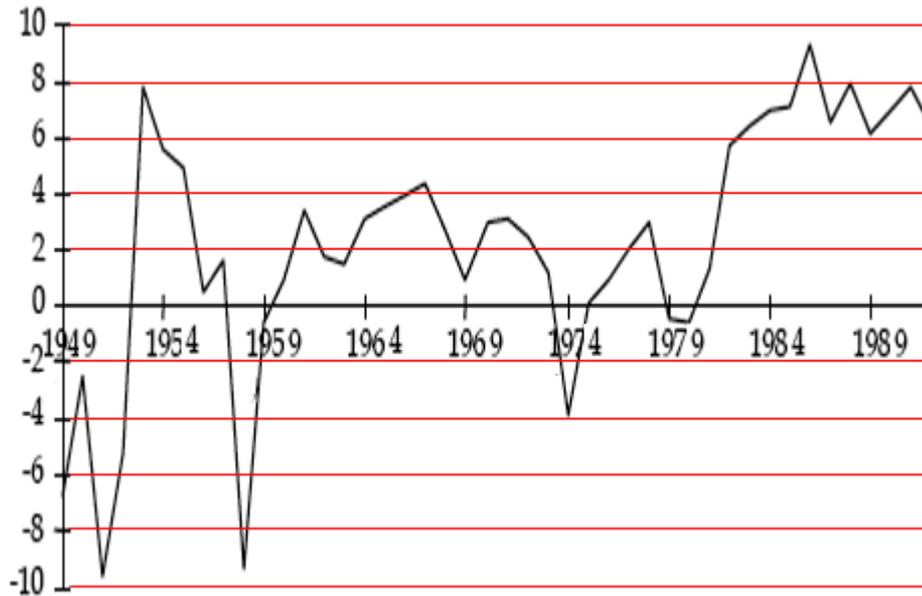
L'instrument principal de l'intervention de l'État dans le financement des secteurs clefs de l'économie est le **Fonds de modernisation et d'équipement** (qui deviendra plus tard le fonds de développement économique et social, F.D.E.S.), initialement créé pour distribuer l'aide Marshall. L'État finance son intervention par des ressources budgétaires et plusieurs grands emprunts. Il assure ainsi une grande partie du financement de l'économie [6].

Le financement de la reconstruction par des déficits publics considérables, conduit à une inflation très rapide entre 1945 et 1952. Il est remis en cause dès le début des années 1950 et à partir de 1958 l'équilibre budgétaire est rétabli [7].

Le financement direct par l'État diminue peu à peu, mais son influence indirecte grandit. Elle se manifeste à travers les grandes institutions financières publiques (Comptes chèques postaux, directement utilisés par le Trésor, Caisse des dépôts et son réseau, Crédit national, Crédit foncier, Crédit agricole), dont les ressources sont affectées sous le contrôle du Trésor et les crédits refinancés par une Banque de France sous la dépendance totale de l'État. La création du crédit à moyen terme mobilisable est l'instrument essentiel utilisé pour stimuler l'investissement. En instaurant des intermédiaires capables de refinancer en première instance ces crédits avant le recours à la Banque de France, on cherche ainsi à maintenir un crédit abondant tout en évitant une monétisation exagérée. L'État cherche ainsi à constituer un circuit monétaire et financier lui permettant de stimuler la croissance par la création monétaire ou par une transformation massive d'une épargne liquide en moyens de financement d'investissement à long terme [8].

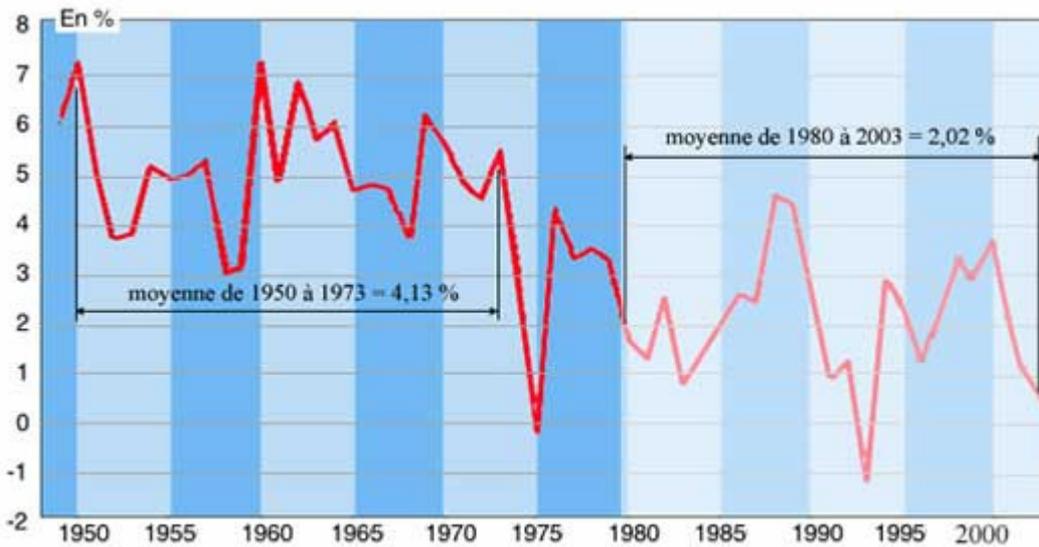
La poursuite d'une croissance forte de l'investissement repose sur l'endettement des entreprises dont le financement est facilité par des taux d'intérêt réels [9] peu élevés. Le niveau peu élevé des taux d'intérêt réels est la conséquence d'un choix de politique économique : les pouvoirs publics souhaitent soutenir l'activité économique et pour cela ils fixent, par l'intermédiaire des banques qui sont largement sous contrôle public jusqu'au

milieu des années 1980, des taux d'intérêt nominaux favorables aux emprunteurs. C'est aussi l'effet d'une augmentation régulière et assez soutenue du niveau général des prix.



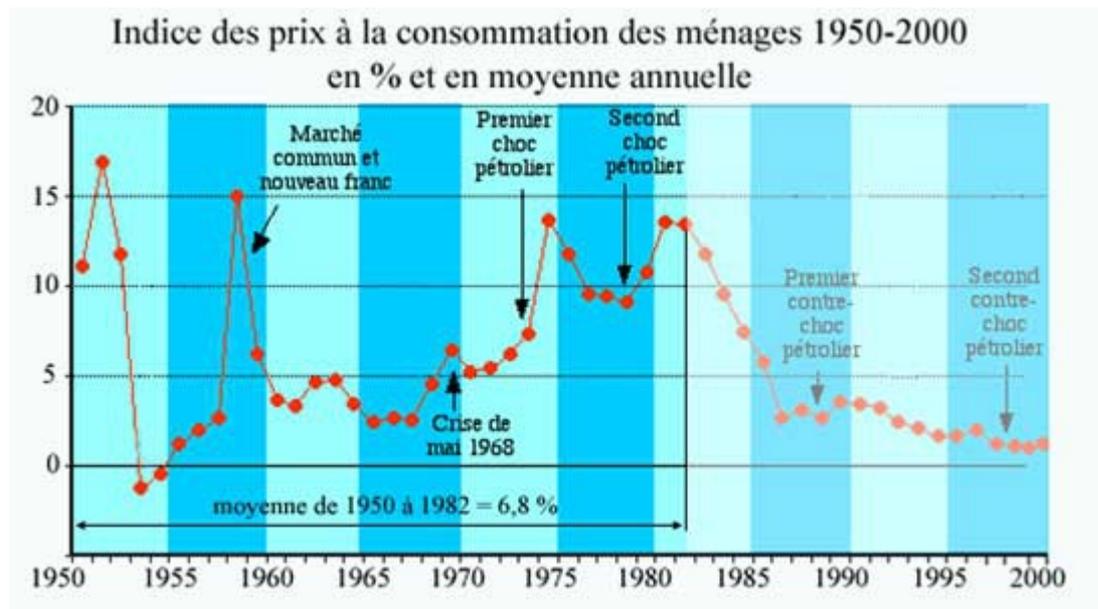
Ce mode de financement est efficace et l'économie française connaît une croissance rapide mais inflationniste.

### Taux de croissance du PIB en volume



source : INSEE

### Taux d'inflation en % par an



source : INSEE

## b) Les inconvénients d'une économie d'endettement.

### - L'économie d'endettement est inflationniste.

L'inflation avantage l'emprunteur et pénalise le prêteur parce que le remboursement se fait avec une monnaie qui a perdu de son pouvoir d'achat (on obtient moins de produit pour une même somme). L'inflation permet aussi de satisfaire les revendications sociales dans une sorte de fuite en avant : les employeurs évitent les grèves en accordant des augmentations de salaires puis ils augmentent leurs prix pour rétablir les profits. Les salariés revendiquent de nouvelles augmentations de salaires pour compenser la hausse des prix etc...

Deux mécanismes inflationnistes sont ici à l'œuvre :

- inflation par les coûts parce que la hausse des salaires (coût du travail) entraîne la hausse des prix
- inflation par la demande parce que la croissance des revenus monétaires (nominaux) entraîne une croissance de la demande souvent trop rapide pour que l'offre de produits puisse s'ajuster : les prix augmentent parce que l'offre est insuffisante.

Les deux mécanismes sont en fait étroitement associés et donnent naissance à une spirale inflationniste.

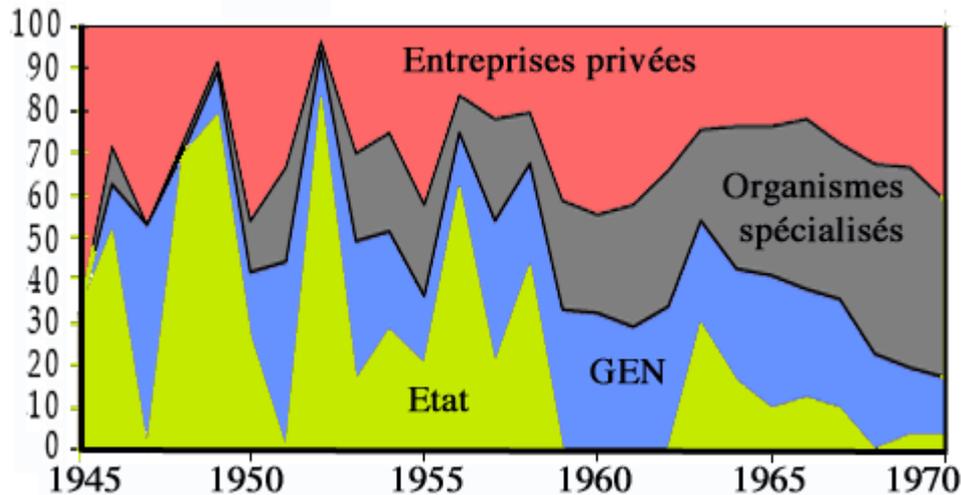
L'un des inconvénients de l'inflation c'est qu'elle "dissimule" les difficultés, elle retarde les transformations structurelles, l'adaptation de l'appareil productif, elle empêche la concurrence de jouer son rôle sélectif. C'est particulièrement préoccupant pour des économies ouvertes à la compétition internationale, ce qui est le cas pour la France après 1968, date de la disparition des droits de douanes entre pays membres du Marché commun..

La réforme monétaire de 1958 avait pour objectif la lutte contre l'inflation. Lorsque **Valéry Giscard d'Estaing** devient ministre de l'économie en 1963 il réaffirme cette orientation.

## - L'économie d'endettement ne permet pas une allocation optimale de l'épargne

En fixant le taux d'intérêt à un niveau inférieur à celui qui équilibrerait l'offre et la demande de capitaux, l'État provoque un effet d'éviction de la demande privée (les entreprises privées ne trouvent pas les financements nécessaires parce que les capitaux disponibles sont affectés aux administrations, aux entreprises publiques et aux secteurs prioritaires). Le marché financier est segmenté en secteurs auxquels des montants globaux de crédits sont alloués, sous la responsabilité des grandes institutions financières publiques qui se partagent à la fois l'essentiel des ressources d'épargne liquide et la mainmise sur les émissions obligataires.

Part des différents émetteurs d'obligations sur le marché de Paris de 1945 à 1970



Source : Conseil national du crédit

Si le marché boursier connaît une embellie dans les années 50, celle-ci est de courte durée et de faible ampleur relativement au déclin observé pendant les deux décennies suivantes. Le marché boursier fournit seulement 20 % du financement des entreprises et ne représente que 15 % des placements des ménages.

Pour corriger le caractère non optimal de l'allocation de l'épargne, les pouvoirs publics ont pourtant utilisé conjointement deux méthodes : rendre le marché boursier plus attractif et stimuler le rôle des banques.

Une série de mesures traduisent le premier objectif :

Les procédures d'émissions et l'information sur les sociétés cotées sont améliorées (création de la Commission des opérations de Bourse en 1967). Les SICAV sont créées en 1969. La fiscalité des valeurs mobilières est allégée sensiblement en trois étapes : création de l'avoir fiscal (1960) du prélèvement libératoire sur les revenus obligataires (1965), et avantages fiscaux de la loi Monory (1978).

Elles ont peu d'effet parce que le marché financier est très étroit (les grandes entreprises sont souvent des entreprises publiques, donc qui n'émettent pas d'actions), et parce qu'en raison de la faiblesse de la dette publique, il ne propose pas beaucoup de titres d'État susceptibles de

nourrir la partie sans risque des portefeuilles de titres. Mais la principale raison est la concurrence du financement intermédié bon marché [10].

Le second objectif est au centre de la réforme bancaire de 1966 poursuivi par les décrets Debré Haberer en 1967.

Les banques sont autorisées à ouvrir librement des guichets et à accorder des crédits mobilisables à moyen terme sans demander l'accord du Conseil National du Crédit.

Mais le rapidement développement de l'activité bancaire apporte une solution illusoire, car s'il permet un financement plus souple, il renforce les tendances inflationnistes. Le financement par le crédit bancaire est un financement monétaire : il est donc fatalement source d'inflation dès que les crédits offerts augmentent plus vite que la production. La politique monétaire s'appuie à cette époque sur trois modalités : l'encadrement du crédit utilisé à plusieurs reprises et de manière ininterrompue de 1963 à 1984 (à deux exceptions : 1967-1968 et 1971-1972), la politique d'open market et la politique du réescompte. L'encadrement du crédit manque de souplesse, la politique d'open market joue un rôle négligeable parce que le marché monétaire est liquide (les sociétés d'assurances sont acceptées sur ce marché et fournissent de la monnaie de refinancement sans difficulté). La seule politique efficace est la manipulation du taux d'escompte de la Banque centrale mais les banques peuvent toujours répercuter ce taux dans ceux qu'elles pratiquent puisque leurs clients peuvent à leur tour élever leurs prix...puisque les salariés peuvent réclamer des augmentations de salaires pour maintenir leur pouvoir d'achat. On reconnaît le caractère auto-entretenu du processus inflationniste.

### - L'économie d'endettement n'est pas adaptée aux économies ouvertes

En économie ouverte, le taux de change ne peut demeurer stable que dans la mesure où la politique monétaire aligne le taux d'intérêt national sur les taux pratiqués dans les pays partenaires ou à défaut en instaurant un contrôle des mouvements de capitaux et un contrôle des changes. Il y a donc une incohérence entre une politique d'ouverture et un système de financement reposant sur l'endettement à cause de son caractère inflationniste.

C'est pour toutes ces raisons que les pouvoirs publics ont souhaité dès le début des années 1980, changer de politique économique en réorganisant le système de financement.

### b) Les réformes des années 80.

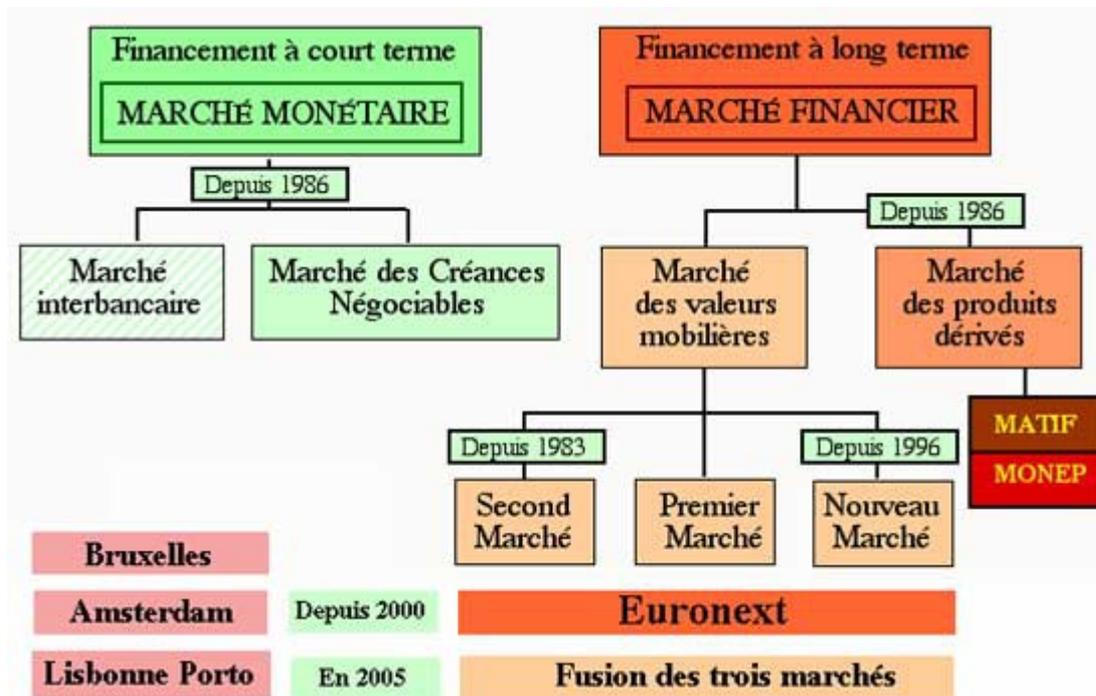
L'objectif était de réduire l'inflation en donnant une place beaucoup plus importante aux financements de marché et en limitant le rôle des intermédiaires financiers. Cette désintermédiation ne pouvait pas se faire sans une réforme du système bancaire et des marchés financiers.

► **La réforme du système bancaire** suit un principe simple : mettre toutes les banques dans des conditions normales de concurrence et les obliger à se financer elle mêmes aux conditions du marché. [11] Elle est largement entreprise par la loi de 1966 et les décrets de 1967 et elle sera prolongée par la loi bancaire de 1984 et la privatisation, à partir de 1986, des banques et des sociétés d'assurances nationalisées en 1945 et en 1981.

► **La réforme des marchés financiers** comporte de nombreuses mesures :

- création de nouveaux produits financiers pour mieux répondre aux besoins des entreprises
  - création de nouveaux marchés nouvelle organisation technique et surveillance renforcée développement d'une participation plus large des ménages par les privatisations qui attirent de nouveaux actionnaires.
- En 1983, création du **second marché** à côté de la traditionnelle bourse des valeurs qui devient le premier marché. Ce second marché est destiné aux sociétés qui souhaitent voir leurs titres cotés mais qui n'ont pas une taille suffisante ou qui ne remplissent pas les conditions très rigoureuses exigées pour entrer sur le premier marché. [12]
- En 1985 les certificats de dépôts sont créés et le marché monétaire est ouvert aux agents non financiers.
- En 1986 deux réformes essentielles interviennent :
- La création des **marchés dérivés**, le MATIF (marché à terme des instruments financiers rebaptisé l'année suivante marché à terme international de France) et le MONEP (marché des options négociables de Paris) destinés à offrir des produits financiers permettant par des achats et des ventes à terme de se couvrir contre les risques de variation des cours des titres, des taux d'intérêt, des indices boursiers. Avec cette réforme la Bourse de Paris adopte les mêmes instruments que Wall-Street (New-York Stock Exchange) ou la City (Londres, le London Stock Exchange).
  - Le **marché monétaire** qui était un marché du refinancement [13] réservé aux banques et à quelques établissements financiers, est scindé en deux compartiments :
    - le **marché interbancaire**, MIB qui est réservé aux seules banques (y compris la Banque centrale) qui permet le refinancement ;
    - le **marché des créances négociables à court terme** qui fonctionne comme le marché des actions ou celui des obligations mais qui traite des titres à court terme émis par les entreprises, les institutions financières et les administrations publiques.
- La loi du 22 janvier 1988 organise la fin progressive du monopole des agents de change, qui prendra effet début 1992 [14].
- En 1996 comme pour les marchés dérivés, Paris s'aligne sur New-York en ouvrant un marché pour les nouvelles entreprises spécialisées dans les produits de haute technologie ayant un fort potentiel de développement (informatique, télécommunication...). Le **nouveau marché** copie ainsi le Nasdaq de Wall Street.
- En 2000, les bourses d'actions et de produits dérivés d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris ont fusionné pour devenir **Euronext**, la première bourse paneuropéenne. C'est une réponse à la mondialisation des marchés et un moyen d'offrir aux investisseurs une liquidité accrue (plus d'échanges possibles) tout en réduisant les coûts de transaction (les transactions sont regroupées et traitées plus rapidement).
- En 2002, Euronext s'est élargie en fusionnant avec la Bolsa de Valores de Lisboa e Porto BVLP (la bourse portugaise pour les produits d'actions et de dérivés) et en acquérant le LIFFE (la bourse de produits dérivés basée à Londres).
- Depuis 2003, les marchés d'Euronext (Belgique, France et Pays-Bas et Portugal) utilisent un système unique de négociation (NSC) et un système unique de compensation.

► En janvier 2005 une réforme importante modifie complètement les indications précédentes en particulier en unifiant les trois segments du marché EURONEXT : le premier, le second et le nouveau marché ne font plus qu'un seul et unique marché. Les sociétés seront classées par ordre alphabétique avec un regroupement en grandes, moyennes et petites valeurs.



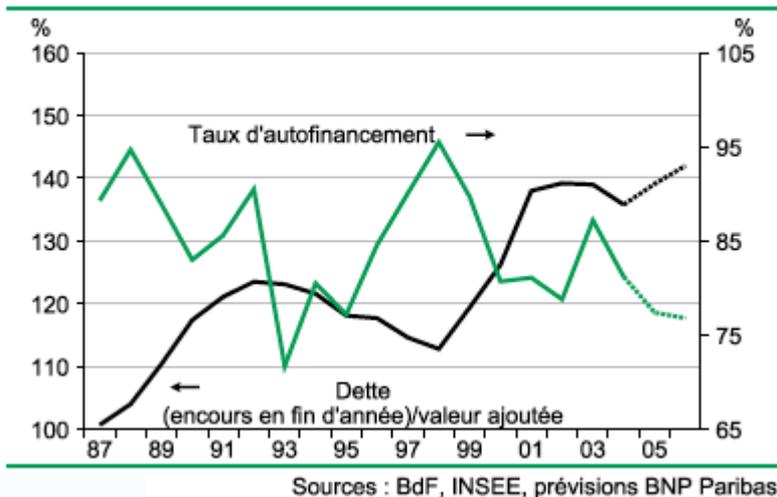
Ces réformes ont indéniablement bouleversé le mode de financement de l'économie française.

**Edouard Balladur** en engageant les privatisations en 1986 indiqua qu'il souhaitait voir naître un grand marché des capitaux permettant l'épanouissement d'un **capitalisme populaire**.

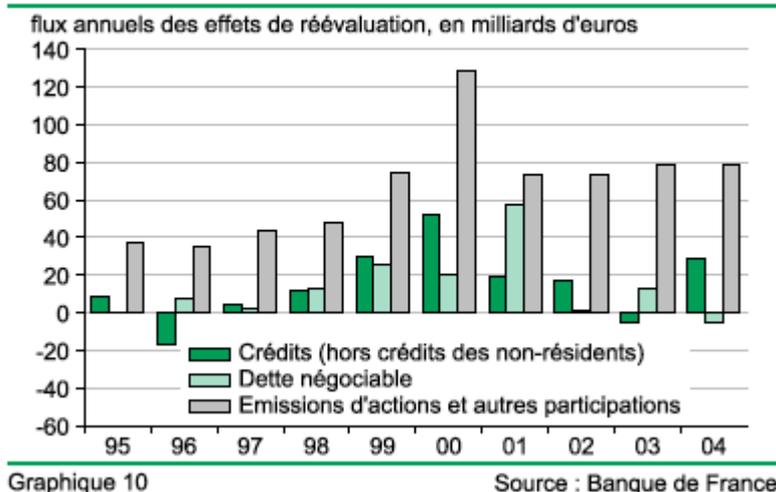
Il y a aujourd'hui 14 millions de porteurs de titres (dont 4 millions pour les titres de SICAV ou OPCVM) et la désintermédiation est en apparence largement engagée : les entreprises se financent de plus en plus par des instruments de marché et de moins en moins par des crédits bancaires (intermédiés).

Pour porter un jugement sur l'efficacité de ces réformes, pour apprécier la désintermédiation, les économistes mesurent le **taux d'intermédiation** qui est le rapport des financements accordés par les intermédiaires financiers au total des financements obtenus par les agents non financiers (financements intermédiés et financements de marché). Le jugement est relativement nuancé car s'il est évident que les grandes entreprises recourent de plus en plus aux émissions de titres (actions et obligations) et réduisent leurs dettes bancaires, en revanche pour l'ensemble des agents non financiers, le taux reste élevé : alors qu'au début des années 1990 il était voisin de 75 %, au début de la décennie suivante il atteint encore 66 %, et depuis cette date il s'est redressé parce que le niveau très bas des taux d'intérêt réels incite les entreprises à recourir à nouveau à l'endettement. [15].

## Taux d'autofinancement et d'endettement



## Financements : reprise du crédit mais prédominance des fonds propres



source : *Conjoncture, Paribas, Juin-Juillet 2005*

En additionnant les dettes de tous les agents non financiers on obtient une mesure de l'**endettement intérieur total (EIT)**.

- ▶ Cet endettement est d'abord constitué des crédits accordés par les institutions financières.
- ▶ Mais il est aussi le résultat des émissions de titres :
  - en émettant une nouvelle action la société émettrice reconnaît qu'elle a une dette envers l'actionnaire, le montant de la dette c'est la valeur du titre et l'échéance interviendra quand la société sera dissoute ; comme cette échéance est aléatoire cette dette n'est pas comptée dans l'endettement intérieur total
  - en émettant une obligation la société reconnaît qu'elle a une dette envers le détenteur de l'obligation, le montant de la dette est le nominal de l'obligation (la valeur inscrite sur l'obligation au moment de son émission) et l'échéance est la date inscrite sur l'obligation.

L'endettement intérieur total est mesuré en encours (le stock de la dette) c'est-à-dire l'addition de toutes les dettes qui n'ont pas encore été remboursées (à l'exception de la dette envers les actionnaires).

**Endettement intérieur total, France 2003, en milliards d'euros pour les encours et en % pour la variation annuelle**

	Encours brut	taux de variation annuel en %
<b>Crédits obtenus auprès des Institutions financières résidentes</b>	<b>1209,9</b>	<b>4,1</b>
- par les ménages et les ISBLM	597,3	7,7
- par les sociétés non financières	549,9	- 1
- par les administrations publiques	143,6	10,8
<b>Crédits obtenus auprès des Institutions financières non-résidentes</b>	<b>244,1</b>	<b>3,9</b>
<b>Financements de marchés</b>	<b>1135,6</b>	<b>9,6</b>
- pour les sociétés non financières	306	5,1
<i>moins d'un an</i>	34,3	- 20,2
<i>plus d'un an</i>	271,8	9,4
- pour les administrations publiques	829,6	11,4
<i>moins d'un an</i>	108,7	23,3
<i>plus d'un an</i>	720,9	9,8
Financement monétaire du Trésor public et de la Poste	10,1	7
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>2680,6</b>	<b>6,3</b>
- des ménages	597,3	7,7
- des sociétés non financières	1100	1,7
- des administrations publiques	983,2	11,1

*source : Banque de France, rapport annuel pour 2003, mai 2004*

**Endettement intérieur total, France 2005, en milliards d'euros**

	Encours brut
<b>Crédits obtenus auprès des Institutions financières résidentes</b>	<b>1495,6</b>
- par les ménages et les ISBLM	732,9
- par les sociétés non financières	610,9
- par les administrations publiques	151,8
<b>Crédits obtenus auprès des Institutions financières non-résidentes</b>	<b>313,8</b>
<b>Financements de marchés hors actions</b>	<b>1253,6</b>
- pour les sociétés non financières	302,4

<i>moins d'un an</i>	39,7
<i>plus d'un an</i>	262,7
- pour les administrations publiques	951,2
<i>moins d'un an</i>	96,2
<i>plus d'un an</i>	855
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>3062,9</b>

source : INSEE, 2006

Les crédits accordés par des Institutions financières représentaient en 2005 :

- 50 % des dettes des sociétés non financières
- 12 % des dettes des administrations publiques
- et bien entendu 100 % des dettes des ménages (qui ne peuvent pas émettre de titres).  
Le constat très généralement repris d'une évolution nette vers la désintermédiation est très discutable.

Une étude récente de l'INSEE [16] portant sur les pays européens montre que le financement intermédié joue encore un rôle essentiel. « Pour parvenir à une mesure du taux d'intermédiation en volume, les encours de titres sont corrigés de la valorisation boursière. L'idée est de capter uniquement, dans l'augmentation de la capitalisation boursière, l'aspect "nouveau financement". L'écart obtenu entre l'évaluation en valeur et celle qu'on préconise en volume montre l'importance du biais induit par les effets de valorisation boursière. L'écart entre l'approche par l'offre et l'approche par la demande révèle qu'une large part des financements "demandés" par les agents non financiers sont "offerts" par les intermédiaires financiers. Quant aux écarts entre les différents pays, ils ne se situent guère au niveau des financements externes (financements de marché/financements intermédiés) mais bien plus à celui des modalités même de l'intermédiation, selon que l'activité des IF consiste davantage dans le crédit ou dans l'achat de titres. Ces évaluations montrent que le degré d'intermédiation financière des financements s'est maintenu en Europe entre 1994 et 2001, dans une phase d'activité soutenue des marchés de capitaux. Cette évolution conforte l'idée que le développement des marchés financiers ne saurait se faire au détriment de celui des intermédiaires financiers. »

## Notes

[1] *L'action est un titre de copropriété d'une société. L'ensemble des actions d'une société correspond à son capital social. La division de ce dernier en de nombreuses actions a pour but d'en faciliter l'achat et la revente. Les actions des sociétés les plus importantes sont cotées en Bourse, parce que, chaque jour, les opérations d'achat et de vente sur ces actions sont suffisamment nombreuses pour que le prix qui en résulte soit significatif.*

[2] *L'obligation est un titre émis par un emprunteur collectant des fonds pour une période d'au moins cinq ans et précisant les conditions de rémunération (taux d'intérêt, modalités de versement, existence éventuelle de primes tirées au sort,...) et de remboursement (échéance, modalités de remboursement...). Une obligation peut être émise par n'importe quel agent (société, banque, collectivité territoriale, l'Etat, association...)*

[3] *le billet de trésorerie est un titre d'emprunt à moyen ou court terme (un mois à trois ans) émis par une entreprise, et comportant le paiement d'un intérêt fixe*

[4] *Les intermédiaires financiers regroupent :*

- *les établissements de crédit collectent des ressources en gérant des dépôts faits par leurs clients et prêtent ces ressources en accordant des crédits. On distingue :*
  - *les banques qui peuvent en plus de cette activité créer de la monnaie*

- *les Caisses d'épargne, la Caisse des dépôts et consignation, les institutions financières spécialisées.*
- *Les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) n'accordent pas de crédits. Ils collectent des ressources d'épargne auprès des ménages en émettant des titres particuliers, des actions pour les SICAV (sociétés d'investissement à capital variable), des parts pour les FCP (fonds communs de placement). Avec ces ressources les OPCVM achètent des actions, des obligations ou des titres du marché monétaire. Ce faisant ils financent les agents à besoin de financement qui ont émis ces titres*
- *Les sociétés d'assurance procèdent de la même façon : à partir des primes qu'elles collectent, elles achètent des titres financiers.*

[5] *Cette distinction a été introduite par **John Richard Hicks**, *La crise de l'économie keynésienne*, 1974, mais elle est fortement suggérée chez **Jean Denizet**, *Monnaie et financement*, Dunod, 1967*

[6] *En 1949, l'État finance ainsi 41 % de l'investissement des entreprises (contre 20 % à l'autofinancement, 26 % au crédit bancaire à court terme, 6 % à moyen terme, et 7 % aux émissions de titres*

[7] *En accédant au pouvoir le Général de Gaule fait appel aux conseils de **Jacques Rueff** qui impose une réforme monétaire importante destinée à affirmer la volonté de l'État de maintenir la stabilité de la valeur de la monnaie. Les francs sont échangés contre des "nouveaux francs" (qualifiés de "francs lourds") sur la base de 100 contre 1.*

[8] *D'un point de vue macro-économique, il cherche à augmenter le volume de l'investissement en abaissant les taux d'intérêt à long terme par divers moyens (prêts directement octroyés à taux bas par des institutions financières publiques ou para-publiques, prêts bonifiés ou garantis octroyés par des institutions financières privées).*

[9] *Un taux d'intérêt réel c'est un taux d'intérêt exprimé en pouvoir d'achat c'est-à-dire qu'il faut pour le calculer déduire du taux d'intérêt nominal (celui qui est fixé dans le contrat d'endettement) le taux d'inflation ; si le taux nominal vaut 8 % alors que les prix augmentent de 6 %, le taux d'intérêt réel vaut 2 %.*

[10] *Ainsi une réforme des marchés financiers doit s'appuyer sur une réforme du financement intermédié.*

[11] *Voir l'article consacré à [la création de monnaie](#).*

[12] *En fait toutes les sociétés anonymes émettent des titres négociables, des actions, mais un petit nombre d'entre elles seulement, les plus grandes, choisissent d'être introduites en bourse, les autres ont des actions qui ne sont pas cotées. Jusqu'en 1998, il y avait aussi un marché hors-cote en plus des marchés organisés, il a depuis été remplacé par le marché libre.*

[13] *Le mécanisme du refinancement des banques est présenté dans l'article consacré à [la création de monnaie](#).*

[14] *C'est l'équivalent du big-bang intervenu plus tôt à Londres lorsque la City s'est ouverte aux sociétés de Bourse étrangères.*

[15] *Il semble que si on écarte les très grandes entreprises, celles qui sont cotées en bourse, le financement de marché n'a pas fait reculer le financement intermédié*

[16] *Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prépondérant, Gunther Capelle-Blancard et Jézabel Couppey-Soubeyran, *Economie et statistiques* N° 366, 2003*