

SES

CHAPITRE 4 – Comment les agents économiques se financent-ils ?

Dossier 1 p. 76 : Comment se rencontrent les agents à capacité et à besoin financement ?

Doc 3 p. 77 : Le taux d'intérêt : rémunération et coût du crédit

Quand vous empruntez de l'argent, le service qui vous est rendu par le prêteur est de vous faire profiter par anticipation de vos revenus futurs. Par exemple, vous pouvez décider d'emprunter sur deux ans de l'argent pour acheter aujourd'hui les meubles d'une chambre à coucher. Ou bien, vous pouvez choisir de mettre de côté petit à petit la somme nécessaire et acheter les meubles « cash » dans un an et demi. Si vous empruntez, vous allez payer, par le versement des intérêts, le gain d'un an et demi d'utilisation de ces meubles. S'il s'agit d'un emprunt pour « s'installer » professionnellement, le service rendu n'est pas un gain de temps de consommation mais une possibilité de gagner des revenus.

À l'inverse, quand vous prêtez de l'argent, le taux d'intérêt correspond à la rémunération d'une abstinence¹. Plus longue est l'abstinence et plus vous pourrez, en principe, obtenir un taux d'intérêt élevé. [...] Le taux d'intérêt rémunère aussi le risque pris par le prêteur : le risque de ne pas être remboursé (ce qu'on appelle le risque de défaillance ou de défaut). [...]

Le taux d'intérêt comprend donc une prime de risque variable en fonction de la confiance accordée à l'emprunteur [et] de la durée du placement.

« Le prix de l'argent... et du temps », www.lafinancepourtous.com, 30 janvier

2023

1. Abstinence : le fait de s'interdire volontairement d'utiliser quelque chose

Doc 4 p. 77 : La hausse des taux : un effet sur le financement des entreprises

Après des années de taux nuls, la Banque centrale européenne (BCE) a, dès juillet 2022, augmenté fortement son taux d'intérêt directeur, jusqu'à atteindre 4,5 % en septembre dernier. Un niveau jamais vu depuis l'introduction de l'euro.

Mécaniquement, les banques répercutent cette hausse de taux sur leurs clients, et notamment les entreprises. Les conséquences de cette nouvelle donne ne manquent pas. En novembre, le géant danois Ørsted, numéro un mondial de l'éolien en mer, a dû renoncer à deux projets de fermes éoliennes sur la côte est des États-Unis.

L'investissement était devenu trop difficile à rentabiliser en raison de l'inflation des composants et des taux d'intérêt.

Des grands noms de la distribution ont vu leur coût de financement grimper de manière inquiétante. « En novembre, le groupe Carrefour (noté BBB¹) a effectué une émission obligataire² sur 8 ans à un taux fixe de 4,75 %, alors que leur coût de financement était de moins de 2 % jusqu'en 2022. En septembre 2023, son concurrent Auchan, noté un cran plus bas à BBB⁻¹ et placé depuis en perspective négative, avait émis une obligation sur 6 ans avec un taux fixe de 6 %. »

Pour les entreprises surendettées, le refinancement peut tourner au casse-tête.

Atalian, un spécialiste des services aux entreprises (nettoyage, sécurité, accueil, etc.), traîne une dette de 1,2 milliard d'euros. Il va devoir refinancer la moitié de ce montant en juin 2024, quand plus de 600 millions d'euros arriveront à échéance. Cet endettement sera renouvelé à un taux bien supérieur, ce qui va dégrader encore plus les comptes de la société.

Thomas Lestavel, « La Hausse des taux, nouvelle épine dans le pied des PME », Alternatives économiques, 4 janvier 2024

1. Notation pour estimer la fiabilité financière des entreprises (voir Info ci-contre).
2. Émission obligataire : emprunter des fonds auprès d'investisseurs

Dossier 3 p. 79 : ...en fonds disponibles pour les entreprises

Doc 1 p. 79 : Réinvestir le profit : une option toujours gagnante ?

L'entrepreneur investit dès lors qu'il dispose de moyens financiers pour le faire. Nous retrouvons ici la logique selon laquelle « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain, qui sont les emplois d'après-demain ». Il est implicitement supposé que l'entrepreneur recourt au financement interne de l'investissement, c'est-à-dire utilise sa propre épargne pour acquérir des biens de production.

Mais l'existence d'un profit ne signifie pas nécessairement que l'entrepreneur va procéder à un investissement ; il va en effet comparer le profit espéré de l'investissement avec ce que lui rapporte un placement financier. L'entreprise peut également procéder à un financement externe de l'investissement, en empruntant une certaine somme. Dans ce cas, elle compare le prix d'un emprunt (le taux d'intérêt) avec ce que lui rapporte l'investissement, à savoir son taux de rendement. Si le taux de rendement est supérieur au taux d'intérêt, l'entreprise effectuera l'investissement. L'entrepreneur n'investit pas seulement parce qu'il dispose de moyens financiers (en propre ou empruntés) mais également parce qu'il anticipe une demande élevée.

Emmanuel Combe, *Précis d'économie*, 16^e édition, © Presses Universitaires de

France/Humensis, 2022

Zoom 2 p. 79 : Plusieurs modes de financement

| | Autofinancement | Financement externe | | |
|------------------------|---|--|--|--|
| | | Banques | Émission d'obligations | Émission d'actions |
| Caractéristique | Les fonds proviennent du résultat d'exploitation de l'entreprise (EBE). | Les fonds sont empruntés à un intermédiaire financier. | Les fonds sont empruntés directement à des agents en capacité de financement sur les marchés financiers. | Les fonds sont apportés par des agents en capacité de financement qui deviennent propriétaires de l'entreprise, proportionnellement à leur apport. |
| Coût | Coût d'opportunité : on renonce à la rémunération du placement de ces fonds sur les marchés financiers. | Intérêts versés à la banque. | Intérêts versés aux créanciers (titulaire d'un droit à exiger un paiement). | Dividendes versés aux actionnaires selon leur apport et les résultats de l'entreprise. |
| Avantage | Capitaux disponibles immédiatement. | Accessible à tous les agents. | Taux d'intérêt moins élevés. | Pas d'endettement. |

| | | | | |
|---------------------|---|--------------|--------------|-------------------------------------|
| Inconvénient | Absence de liquidité à disposition pour faire face à des dépenses imprévues. | Endettement. | Endettement. | Partage de la prise de décision. |
|---------------------|---|--------------|--------------|-------------------------------------|

Dossier 4 p. 80 : Quels sont les effets sur l'économie lorsque les dépenses de l'État sont supérieures aux recettes ?

Doc 1 p. 80 : Dépenses et recettes des administrations publiques (APU)

| Dépenses (en milliards d'euros) | | Recettes (en milliards d'euros) | |
|---|----------------|--|----------------|
| Dépenses de fonctionnement ¹ | 516,8 | Ventes et autres recettes | 120,6 |
| <i>dont conso. Intermédiaires</i> | 157,5 | Revenus de la propriété | 18,4 |
| <i>dont rémunérations</i> | 346,2 | Impôts | 822,1 |
| Intérêts | 50,1 | <i>dont impôts courants sur le revenu et le patrimoine</i> | 357,3 |
| Prestations sociales | 709,9 | <i>dont impôts sur les produits et la production</i> | 443,5 |
| Autres transferts et subventions | 208,5 | Cotisations sociales effectives | 413,3 |
| Acquisition nette d'actifs non financiers | 122,1 | Impôts et cotisations sociales susceptibles de ne pas être recouvrés | -4,4 |
| <i>dont investissement</i> | 119,7 | Autres recettes | 83,5 |
| Total des dépenses | 1 607,4 | Total des recettes | 1 435,5 |
| Capacité (+) / Besoin (-) de financement : - 153,9 | | | |

Sources : Insee, DGFIP, DGTrésor, notification de mars 2024

Note : Les cinq premiers postes de dépenses de fonctionnement du budget général sont : l'éducation et la recherche, la défense et la sécurité, les politiques sociales (cohésion des territoires, solidarité, insertion et égalité des chances, travail et emploi), le développement durable et la justice.

Zoom 2 p. 80 : Comment l'État finance-t-il le déficit budgétaire ?

| | Année N | Année N+1 | Année N+2 |
|----------------|---------|----------------|----------------|
| Déficit | -20 | -22 | -18 |
| Emprunt | 20 | 22 | 18 |
| Dette | 20 | $20 + 22 = 42$ | $42 + 18 = 60$ |
| Taux d'intérêt | 1,5 % | 1,8 % | 2 % |

Doc 3 p. 81 : L'objectif d'une politique de dépenses budgétaires

- Les politiques budgétaires face à la pandémie

La pandémie de Covid-19 a fortement sollicité les politiques budgétaires non seulement du fait de l'augmentation inhérente des dépenses de santé qu'elle a engendrée, de la baisse des recettes fiscales liées à la chute de l'activité, mais aussi et surtout en raison des mesures prises par les gouvernements pour amortir le choc de revenu des agents privés non financiers. Cette situation s'est traduite par un creusement des déficits budgétaires en 2020.

- Maintenir les revenus quoiqu'il en coûte

Pour atténuer les conséquences du confinement, de nombreux États ont largement soutenu les revenus des ménages, notamment en Europe, via la mise en place de dispositifs d'activité partielle. L'objectif de ces mesures était non seulement de pallier la baisse des revenus du travail mais également d'éviter une rupture du contrat de travail, permettant ainsi un redémarrage immédiat de l'activité dès lors que les restrictions auront été levées. [...] Si l'on tient compte des aides dont les entreprises ont également bénéficié (subventions, baisses d'impôts ou reports de charge), il ressort que, sur l'année 2020, l'essentiel du choc de revenu¹ a été absorbé par les gouvernements.

Éric Heyer et Xavier Timbeau, « Les Politiques budgétaires face à la pandémie », *Revue de l'OFCE (Sciences Po)*, 2021, 2 (172), pp.129-142.

1. Baisse des revenus

Doc 4 p. 81 : Une vision négative des dépenses publiques à relativiser

Les économistes classiques avaient un regard très critique sur la dette publique qui reflétait leur vision très négative des dépenses publiques - à l'époque essentiellement de nature militaire. C'est la raison pour laquelle David Ricardo [1820] considérait que les dépenses publiques ne bénéficiaient nullement à l'activité économique : la très forte augmentation de la dette publique au Royaume-Uni au XVIII^e siècle et au début du XIX^e venait essentiellement du financement des guerres, et l'argent mobilisé aurait pu être utilisé à des activités productives. La dette publique était associée à un fardeau en raison aussi des hausses d'impôts qui étaient nécessaires pour la rembourser. Les économistes néoclassiques vont poursuivre ce raisonnement en insistant sur un effet d'éviction de l'investissement privé qu'entraînerait selon eux la dette publique. En supposant l'offre d'épargne limitée, un déficit budgétaire implique, en effet, que l'État emprunte à des personnes et à des entreprises qui, autrement, financeraient un investissement privé dans du capital productif. Et puisque tous se disputent une offre limitée d'épargne disponible, les coûts de l'emprunt augmentent : cette hausse des taux d'intérêt a un effet négatif sur l'investissement et la production de long terme, appauvrissant de ce fait les générations futures. [...]

Alors que, pour les classiques, c'est l'épargne qui détermine l'investissement (d'où les effets d'éviction), pour Keynes, c'est au contraire l'investissement qui crée l'épargne : plus d'investissement permet plus d'activité et de revenus, et ainsi plus de consommation et d'épargne car la quantité d'épargne augmente avec les revenus.

Thomas Grjebine, « Comment (di)gérer les dettes publiques élevées »,

L'économie mondiale 2022, La Découverte, CEPII, 2022

Le chapitre autrement p. 82

Doc 2 p. 82 : Le déclenchement de la crise

La crise financière déclenchée en août 2007 est généralement considérée comme la plus importante depuis 1929. [...] Cette crise des *subprimes*¹, qui est la conséquence d'une crise des dettes privées, a entraîné ensuite cette crise financière. Cette crise bancaire a pris sa source sur le marché du crédit hypothécaire² aux États-Unis. Pendant le début des années 2000, dans un contexte de politique monétaire accommodante et de croissance soutenue de l'économie américaine, les banques ont accordé des crédits immobiliers à des ménages peu solvables³. Ces crédits étaient à taux variables (faibles au début, puis fortement croissants ensuite) et ils étaient garantis par la valeur des biens immobiliers acquis³.

Dans la première moitié de l'année 2007, la hausse des taux d'intérêts a conduit à des défauts de paiements de plus en plus nombreux, alimenté par le boom de l'immobilier américain [qui] s'est interrompu, des défauts de paiements de plus en plus nombreux sont intervenus et ces crédits à risque (crédits *subprimes*) sont devenus des pertes potentielles pour les banques. On a alors découvert qu'une bonne partie de ces crédits avaient été titrisés, c'est-à-dire transformés en actifs financiers négociables et revendus à d'autres banques [ou à des sociétés d'investissement] attirées par des rendements élevés. Si la titrisation permet en principe de répartir les risques (la banque qui a accordé les prêts en revend une partie à d'autres acteurs financiers) elle conduit aussi à disséminer le risque.

Alain Beitone et alii, Économie, Aide-mémoire, Sirey, 2012

1. Le terme de « subprimes » désigne des prêts immobiliers accordés à des Américains disposant de faibles revenus.
2. Hypothèque : la banque peut saisir le bien immobilier pour le revendre si le ménage ne rembourse pas son crédit.
3. Ménages dont les ressources risquent d'être insuffisantes pour faire face à leurs dettes.

Doc 3 p. 83 : Formation de la bulle immobilière sur le marché américain

Entre 2000 et 2006, les prix de l'immobilier américain ont augmenté de près de 60 % en termes nominaux avant de commencer à baisser à l'été 2007.

Cette hausse des prix a été le résultat d'une forte hausse de la demande de logement et d'une relative rareté de l'offre du fait du manque de terrains disponibles dans les États les plus urbanisés et peut être d'un manque de concurrence dans le secteur de la construction. Par ailleurs, la demande de logement avait fortement augmenté pour des raisons de nature non soutenable : un assouplissement des conditions d'accès au crédit hypothécaire, des anticipations excessives de hausses de prix de l'immobilier et une politique monétaire durablement accommodante.

Direction générale du Trésor, *Trésor-Éco* n° 40, 11 juillet 2008

Réviser le chapitre p. 84 : Comment les agents économiques se financent-ils ?

1. Comment se rencontrent les agents à capacité et à besoin de financement ?

Les agents économiques disposent de **ressources** pour réaliser des **dépenses**. Il arrive que leurs dépenses soient supérieures à leurs ressources. Ils sont alors en **besoin de financement**. Au même moment, d'autres agents économiques peuvent disposer de ressources supérieures à leurs dépenses, ils sont alors en **capacité de financement**.

Dans l'économie, la totalité des **revenus des ménages** dépasse la totalité des dépenses des ménages, c'est pour cela que ces derniers disposent, d'un point de vue macroéconomique, d'une **capacité de financement**. En revanche, la totalité des dépenses des **entreprises** et de l'**État** sont respectivement supérieures à la totalité des recettes de chacun de ces deux agents. Ils sont alors en **besoin de financement**.

Il semble opportun que les deux types d'agents se rencontrent afin que les fonds disponibles des uns financent les projets des autres.

C'est la raison d'être du **marché des fonds prêtables**. Sur ce marché se rencontrent des **offreurs de fonds**, prêts à les vendre, et des **demandeurs de fonds**, prêts à les acheter. Les vendeurs sont disposés à le faire à condition qu'ils soient rémunérés pour cela et les acheteurs, eux, sont prêts à payer pour cette avance sur leurs revenus futurs qu'on leur accorde. La rencontre entre les offreurs et les demandeurs sur le marché des fonds prêtables fait émerger un prix d'équilibre.

Ce prix est un **taux d'intérêt**. Ce taux correspond à une part du capital prêté (exprimée en pourcentage) qu'il faudra verser au prêteur en plus du remboursement du montant prêté. Plus ce taux est élevé, plus cela attire des offreurs mais plus cela décourage les demandeurs. Inversement, un taux trop faible implique un faible coût pour les emprunteurs mais une faible rémunération pour les prêteurs qui seront alors moins nombreux. Le **taux d'intérêt**, qui est donc le **prix de l'emprunt**, est à la fois la **rémunération du prêteur** et le **coût pour l'emprunteur**. La **variation du taux d'intérêt** fait **varier la quantité de financements** disponibles sur le marché.

Ainsi, la **hausse des taux d'intérêt** conduit des entreprises à renoncer à des investissements qui deviennent trop coûteux.

2. Que peuvent faire des ménages face à une capacité ou à un besoin de financement ?

Les ménages perçoivent des **revenus** de leur activité ou de leur patrimoine. De ces revenus, il faut soustraire les prélèvements obligatoires versés à l'État et ajouter éventuellement des prestations sociales. On obtient alors le **revenu disponible** dont disposent les ménages. Il est utilisé pour **consommer** et **épargner**. Toute la partie du revenu qui n'est pas consommée est épargnée. Cette épargne se partage entre les remboursements des **emprunts** et l'**épargne financière**. C'est cette dernière partie qui détermine la **capacité de financement des ménages**.

Cette épargne financière peut être placée sur des livrets d'épargne ou d'autres placements financiers. Elle est alors rémunérée.

En revanche, si leur revenu disponible ne permet pas de couvrir leurs dépenses courantes ou bien s'ils souhaitent acheter un bien immobilier et que leur épargne est

insuffisante, le besoin de financement peut être couvert par un **crédit**.

Traditionnellement, les ménages se tournent vers des banques qui leur octroient des crédits. Plus le montant à emprunter est élevé, plus le crédit risque de s'étaler dans le temps, ce qui accroît son coût. Aussi, les banques estiment la solvabilité des ménages et peuvent moduler les taux d'intérêt en fonction du **risque de crédit** : plus le risque estimé est élevé, plus le taux d'intérêt proposé est élevé.

3. Comment les entreprises peuvent-elles trouver des financements ?

Une entreprise, pour lancer son activité, acheter de nouveaux outils ou encore amorcer un nouveau projet, a besoin de fonds conséquents. Pour obtenir ces fonds, elle peut passer par différents canaux. D'abord, l'entreprise peut être capable de se financer à l'aide d'une **épargne accumulée** dans le passé grâce à un **Excédent brut d'exploitation (EBE)** positif. Cependant, cela peut être insuffisant pour financer totalement l'investissement. Ou encore, l'entreprise peut avoir intérêt à préserver son épargne et **profiter de taux d'intérêt faibles** pour **s'endetter à faible coût**. Par conséquent, l'entreprise peut se procurer, par d'autres moyens que sa propre épargne, les fonds nécessaires.

Il existe deux moyens d'emprunter. Soit l'entreprise emprunte de l'argent auprès d'une **banque**, soit elle émet des **obligations** sur les marchés financiers. Dans ce cas, en échange des fonds récoltés, elle s'engage à rembourser les sommes empruntées mais également à payer des intérêts sur ces sommes aux prêteurs. Si l'entreprise est financièrement solide, elle peut emprunter à des taux relativement faibles mais si elle se lance dans un projet risqué, les remboursements deviennent incertains et les offreurs réclameront des taux d'intérêt plus élevés. Dans ce cas, le financement pour l'entreprise devient plus coûteux.

Si elle veut éviter d'être endettée, elle peut également **ouvrir son capital** en émettant des **actions** sur les **marchés financiers**. En échange, les nouveaux propriétaires (les **actionnaires**) recevront, au même titre que les anciens, une partie des profits futurs, au prorata des sommes apportées. Ils pourront aussi, en tant que propriétaires de l'entreprise, participer aux décisions stratégiques qui orientent les résultats futurs de l'entreprise. En effet, leurs rémunérations en dépendent puisque, pour recevoir des **dividendes**, il faut que l'entreprise fasse des profits.

Dans tous les cas, l'investissement est financé soit par l'**épargne de l'entreprise**, soit par l'**épargne d'autres agents économiques**. Les risques ne sont pas les mêmes. Le financement par l'emprunt implique un remboursement à une échéance fixe avec des intérêts préétablis. Le financement par actions implique de partager la propriété de l'entreprise avec de nouveaux acteurs et donc de partager la prise de décision relative à l'activité.

4. Quels sont les effets sur l'économie lorsque les dépenses de l'État sont supérieures aux recettes perçues ?

Les députés et les sénateurs votent chaque année le **budget public**. Ils donnent leur accord quant aux niveaux des **recettes fiscales** qui seront prélevées et à la répartition des ressources parmi les différents postes de dépenses. Ces dépenses sont indispensables au fonctionnement des **services publics** : éducation, sécurité, soutien à l'emploi, développement durable, etc.

Mais il peut arriver que les **dépenses de l'État** soient **supérieures aux recettes**. Dans ce cas, l'État doit trouver des financements pour combler le **déficit** car il s'est engagé à réaliser ces dépenses (par exemple, rémunérer les fonctionnaires). Pour

ce faire, le Trésor public, pour le compte de l'État, émet des **obligations** du Trésor sur les marchés financiers. Tout comme les entreprises, celles et ceux qui achètent les obligations d'État recevront des intérêts tout au long de la durée de l'obligation puis, à échéance, seront remboursés à échéance du capital prêté. Ces intérêts, s'ils sont des revenus pour les prêteurs, constituent des dépenses supplémentaires pour l'État. Et ces dépenses viennent s'ajouter aux dépenses budgétaires pour l'année suivante. Cela accroît le risque d'être de nouveau confronté à un déficit et donc de devoir de nouveau emprunter des fonds sur les marchés financiers. Or plus l'État emprunte, plus sa dette augmente. Dans la mesure où les taux d'intérêt dépendent aussi du risque de défaut, un État dont la dette augmente risque donc de voir les prêteurs exiger des taux d'intérêt plus élevés pour accepter de lui prêter des fonds. Cela aggrave d'autant plus le risque de déficit et d'endettement public.

Pourtant, le **déficit** que peut entraîner une politique budgétaire est aussi la **contrepartie d'une intervention publique** parfois indispensable à l'activité économique. En effet, quand celle-ci subit un sévère ralentissement, comme cela s'est produit lors de l'épidémie de Covid-19, sans dépenses supplémentaires réalisées par l'État, l'activité risquait de subir des effets négatifs trop forts qui auraient entraîné l'économie dans une spirale négative : ralentissement de la production, baisse de la consommation, hausse du chômage, hausse de la pauvreté, etc.

Toutefois, si l'intervention de l'État demeure indispensable tant pour les services publics qu'elle finance que pour le soutien à l'activité économique, elle n'en demeure pas moins sujette à critique. D'abord, une politique de relance sans concertation avec les partenaires commerciaux revient à financer les importations et donc à soutenir l'activité économique des autres pays. Une relance ne peut donc être réussie que si les principaux partenaires commerciaux conduisent aussi une

politique de relance. Enfin, la politique de relance, par le biais d'une **politique de dépenses publiques**, peut entraîner des tensions inflationnistes si **l'appareil productif** n'est pas en capacité de répondre rapidement à l'augmentation de la demande. On parle d'un **effet d'éviction** lorsqu'on veut montrer qu'une politique budgétaire de relance risque d'avoir des effets négatifs sur la consommation et l'investissement des ménages et des entreprises. D'après cette théorie, l'investissement de l'État au lieu de s'ajouter à l'investissement privé se substituerait à celui-ci, ce qui n'aurait donc pas d'effet positif sur l'activité économique tout en aggravant le déficit public. Il faut noter que cette théorie trouve assez peu d'illustrations dans la réalité.