



FICHES

**D'INTRODUCTION
EN BOURSE**

2^e édition

Paul-Jacques Lehmann
Alfonso Lopez de Castro

ellipses

La Bourse, institution de financement parmi d'autres

À partir du moment où, les économies se développent, la monnaie se substitue au troc, des besoins de financement se manifestent en raison des délais que nécessitent les opérations de production. Mais, rapidement, le financement monétaire se révèle insuffisant dans la mesure où la thésaurisation (épargne non rémunérée) ne satisfait plus les agents économiques qui réclament un revenu pour leurs économies, à l'origine de la création des marchés financiers et de nouveaux circuits de financement.

I. Le financement monétaire de l'économie

A. La monnaie, condition du fonctionnement d'une économie développée

La monnaie est une partie intégrante de l'économie. Elle permet de faire le lien entre la perception des recettes et le paiement des dépenses en raison des décalages qui existent à court terme. En effet :

- les ménages reçoivent leurs revenus de façon discontinue tandis qu'ils effectuent leurs dépenses de façon continue. Ils disposent donc, en début de période, d'un excédent de monnaie qu'ils thésaurisent et qui diminue régulièrement jusqu'à devenir nul en fin de période. Plus leurs revenus sont importants, plus leur thésaurisation l'est aussi. Inversement, plus la distribution des revenus est fréquente, moins les individus thésaurisent sur la période : par exemple, des salariés payés une fois par mois thésaurisent en moyenne davantage que des salariés payés une fois par semaine ;
- les entreprises doivent faire face à « un besoin en fonds de roulement », c'est-à-dire à un besoin de liquidités à court terme car elles paient leurs fournisseurs avant d'être payées par leurs clients ;
- les administrations publiques supportent des décalages de nature différente selon les périodes. Ainsi, en début d'année, l'État doit honorer ses dépenses sans avoir perçu d'impôts. Puis, à chaque fois que ceux-ci sont versés, il dispose d'un excédent monétaire qui diminue à mesure que de nouvelles dépenses sont assumées et qui se reconstitue quand de nouveaux impôts sont appelés.

De plus, à long terme, la monnaie permet de faire face aux besoins d'investissements puisque ceux réalisés par les entreprises (pour renouveler ou accroître leur outil de production), par les administrations (pour développer les services collectifs rendus et faire face aux déficits budgétaires et des comptes sociaux) et par les ménages (pour devenir propriétaires de leur logement) doivent être financés. Or, les résultats à court terme et à long terme s'additionnent : le besoin de financement à long terme aggrave la situation des agents qui supportent déjà un besoin à court terme et détériore celle d'agents qui dégagent une capacité à court terme. Le circuit monétaire permet aux agents éprouvant un besoin global de financement de trouver les fonds nécessaires auprès des agents bénéficiant d'une capacité globale.

B. Le circuit monétaire et le financement de l'économie

La capacité de financement se met au service du besoin de financement

Les ménages, pris dans leur ensemble, dégagent toujours une capacité de financement. De leur côté, les administrations et les entreprises supportent le plus souvent un besoin de financement. En règle générale, la capacité de financement des ménages permet de financer les besoins des administrations et des entreprises. Si la thésaurisation dégagée au niveau national ne suffit pas, le reste du monde (l'extérieur) apporte le complément. Dans le cas contraire, la capacité de financement excédentaire qui ne trouve pas de débouchés dans le pays est proposée à l'étranger.

Au niveau individuel, cependant, certains agents ont un comportement différent de celui du groupe auquel ils appartiennent. Ainsi, des ménages éprouvent parfois un besoin de financement s'ils rencontrent des difficultés exceptionnelles de trésorerie dues à des dépenses inattendues ou lorsqu'ils financent l'acquisition de leur logement. Inversement, dans quelques secteurs, des entreprises disposent en permanence d'une capacité de financement :

- à court terme, en raison d'un excédent en fonds de roulement (par exemple les compagnies d'assurance qui reçoivent des primes avant de verser les indemnités et les rentes ou les entreprises de la grande distribution qui règlent leurs fournisseurs à crédit alors qu'elles sont payées au comptant par leurs clients) ;
- à long terme parce que leurs investissements sont inférieurs à leur thésaurisation.

Cependant, le financement monétaire connaît des limites

D'abord, la thésaurisation n'est pas rémunérée. Cette situation, acceptable quand la capacité de financement est faible, ne l'est plus dès que son montant atteint un niveau tel que son rôle économique devient prépondérant pour le

développement d'un pays. Les agents concernés exigent alors qu'un intérêt leur soit versé. Le financement par l'épargne, nécessitant l'existence de titres financiers, se substitue, alors, en grande partie, au financement par la seule thésaurisation.

De plus en plus, dans la plupart des pays, le financement par l'épargne a tendance à être effectué sur des marchés, même si des intermédiaires continuent à jouer un rôle essentiel dans le financement de l'économie. Ces organismes, créés dès qu'une épargne se manifeste afin d'assurer son développement et sa meilleure répartition possible, mettent à la disposition des agents économiques de nouveaux moyens de financement par les crédits qu'ils leur accordent.

II. De la thésaurisation à l'épargne

L'analyse de l'épargne est identique à celle de la thésaurisation à une différence fondamentale près : le surplus des ressources sur les emplois n'est pas conservé sous forme monétaire, mais donne lieu à un placement, rémunéré le plus souvent par un intérêt. En facilitant le transfert de l'excédent des agents à capacité de financement vers les agents à besoin de financement, l'épargne constitue l'une des sources essentielles de la croissance. En effet, elle permet le financement de l'un des deux facteurs de production (le capital). L'épargne est expliquée par des variables tant économiques que non économiques.

A. Les variables économiques explicatives de l'épargne

Si l'épargne constitue un concept facilement mesurable, les variables économiques qui l'expliquent ont toujours donné lieu à des controverses. D'une part, il est difficile de connaître l'influence de chaque variable prise isolément, d'autre part, il existe une opposition sur le sens de la causalité entre les différentes variables et l'épargne : par exemple, des variations du montant de l'épargne conduisent à des fluctuations du taux d'intérêt, mais des fluctuations du taux d'intérêt entraînent aussi des variations du montant de l'épargne.

Le taux d'intérêt

C'est uniquement par facilité de langage que l'on parle du taux d'intérêt car, dans la réalité, il en existe une multitude. Toutes les théories reconnaissent le rôle du taux d'intérêt sur l'épargne, mais ne lui accordent pas la même importance.

■ Le rôle empirique du taux d'intérêt

Le taux d'intérêt nominal, exprimé sous forme d'un pourcentage annuel, indique le rendement annuel d'un placement. Il correspond à la rémunération

d'un service rendu et d'un risque assumé en contrepartie de la mise à disposition d'une somme d'argent pendant un certain temps. Le taux représente aussi le coût d'opportunité de la monnaie : plus il est élevé, plus une encaisse conservée de manière oisive (par exemple dans un but de précaution) entraîne un manque à gagner par rapport à un placement réalisé pour un montant identique.

■ Le rôle théorique du taux d'intérêt

Pour certains économistes, le taux d'intérêt est le prix de la renonciation à la consommation. Il conduit à l'équilibre entre l'épargne et l'investissement. En effet, l'épargne est une fonction croissante du taux d'intérêt (une hausse du taux rend les placements plus attractifs) et l'investissement est une fonction décroissante du taux d'intérêt (une hausse du taux rend plus onéreux les emprunts pour investir). Il existe donc un taux d'intérêt pour lequel le montant de l'épargne est égal au montant de l'investissement. Pour d'autres économistes, le taux d'intérêt est le prix de la renonciation à la liquidité. Il permet l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie, mais joue un rôle secondaire sur le niveau de l'épargne. En revanche, il détermine la répartition de la capacité de financement entre la thésaurisation et l'épargne. Une troisième catégorie d'économistes fait la synthèse entre les deux théories précédentes en disposant que le taux d'intérêt est le prix de l'usage de toutes les liquidités disponibles : il permet de rendre égales l'offre de monnaie, d'épargne et de « déthésaurisation » d'une part et la demande de monnaie, d'investissement et de thésaurisation d'autre part.

La variation des prix

À côté du taux d'intérêt nominal, des agents économiques, non soumis à « l'illusion monétaire », se réfèrent au taux d'intérêt réel, égal à la différence entre le taux nominal et le pourcentage (effectif ou anticipé) de variation des prix. Celle-ci entraîne une variation de l'épargne à la fois de sens inverse (l'effet de revenu) et de même sens (effet de substitution). L'influence globale dépend de l'ampleur de chaque effet :

- l'effet de revenu. En cas de hausse attendue des prix, les ménages augmentent leur consommation afin de payer moins cher aujourd'hui que demain (attitude de « fuite devant la monnaie ») et réduisent donc leur épargne. C'est l'inverse qui se produit en cas de baisse attendue des prix.
- l'effet de substitution. En cas de hausse des prix, les agents constatent que tous les actifs de leur patrimoine perdent de la valeur en pouvoir d'achat. Souhaitant conserver intacts leur « richesse réelle » et leurs « encaisses réelles », ils épargnent davantage. C'est également l'inverse qui se produit en cas de baisse attendue des prix.

Le revenu et le patrimoine

Le revenu disponible correspond aux revenus primaires distribués (salaires, loyers, intérêts, dividendes) corrigés des transferts nets fiscaux et sociaux payés et reçus. L'épargne est souvent considérée comme une fonction croissante du revenu réel disponible, un résidu, la part non consommée du revenu : plus le revenu augmente, plus l'épargne augmente. Des économistes considèrent que les agents n'ont pas le même comportement vis-à-vis de l'épargne selon que le revenu perçu correspond à leur revenu moyen habituel anticipé (« permanent ») ou à un revenu exceptionnel (« transitoire »). Pour eux, c'est le revenu permanent qui explique le montant de l'épargne. Seules ses variations sont expliquées par le revenu transitoire : tout revenu exceptionnel est épargné.

Pour certains, le patrimoine constitué lors de la vie professionnelle est utilisé par les retraites lorsque leur revenu diminue.

B. Les variables non économiques explicatives de l'épargne

La fiscalité

Elle exerce une action sur le revenu disponible : les prélèvements obligatoires agissent sur l'épargne par l'intermédiaire du montant et de la répartition du revenu disponible entre les agents, puisque chaque catégorie a une propension à consommer, et, donc à épargner, particulière. De plus, en influençant le rendement net des biens de production, l'impôt détermine le montant des investissements des entreprises, donc le montant nécessaire d'épargne du pays.

Des variables environnementales

■ La structure par âge de la population

L'épargne est d'autant plus importante que la population est composée d'agents d'un âge auquel leur activité professionnelle les conduit à percevoir des revenus proches de leur apogée.

■ La structure de la production

Plus les entreprises ont une longue chaîne de production, plus elles ont besoin d'investissements, donc d'épargne pour les financer.

■ La constitution des retraites

Quand les retraites sont régies par un système de répartition (les actifs assurent les revenus des retraités), les individus éprouvent moins la nécessité d'épargner pour leurs vieux jours. En revanche, dans un système de retraite par capitalisation, chaque individu doit se constituer sa propre retraite en épargnant tout au long de sa vie professionnelle.

■ La stabilité politique et sociale, interne et externe

Plus les agents anticipent une longue période de stabilité, plus ils épargnent, mais moins ils thésaurisent dans un but de précaution.

III. Le financement par l'épargne

Dans les économies dans lesquelles les relations financières sont peu développées, les agents à capacité de financement offrent directement leur épargne aux agents à besoin de financement. Mais quand la capacité de financement s'accroît, cette procédure devient impraticable en raison de son coût et de sa lourdeur : apparaissent des organismes qui servent d'intermédiaires entre la collecte et l'utilisation de l'épargne. Le financement indirect remplace alors le financement direct de gré à gré. Puis, quand les besoins de financement de certaines entreprises et de l'État deviennent tellement importants que les intermédiaires ne peuvent seuls y répondre, le financement direct réapparaît sur des marchés.

A. Le financement direct de gré à gré

L'offreur d'épargne demande non seulement une rémunération, mais aussi un titre, à la fois comme preuve juridique de son placement et, plus tard, comme instrument de négociation en cas de besoin de liquidité.

Émission de titres primaires (ou directs)

On appelle « dette primaire » la dette des agents à besoin de financement. Les titres émis pour financer cette dette sont dénommés « titres primaires ». Ces titres (reconnaisances de dettes, comme les effets de commerce dans le cas du crédit interentreprises, parts sociales lors d'apports à des sociétés de personnes...) sont remis aux agents à capacité de financement en contrepartie de l'obtention de fonds.

Limites du financement direct de gré à gré

Le financement direct de gré à gré est comparable au troc. Il en présente donc les mêmes inconvénients : il nécessite la rencontre de deux personnes dont l'une accepte d'épargner, pour un montant et une durée identiques à ceux auxquels une autre souhaite se financer, il est à l'origine de coûts élevés dès que la population s'accroît puisque la recherche d'une contrepartie devient alors plus difficile.

Le portefeuille des agents à capacité de financement est peu diversifié car, dans une économie peu développée, les agents à besoin de financement

émettent tous les mêmes catégories de titres. Il est également composé d'un faible nombre de titres car chacun dispose d'un montant nominal élevé.

Les titres ne sont pas cessibles (négociables) avant leur échéance. Les agents à besoin de financement ne peuvent rembourser leurs dettes par anticipation et les agents à capacité de financement ne peuvent vendre leurs titres et récupérer des liquidités avant l'échéance.

B. Le financement indirect par intermédiation

Les limites du financement direct de gré à gré justifient l'intervention d'intermédiaires qui sont eux-mêmes des entreprises à besoin de financement, susceptibles d'émettre des titres primaires pour eux-mêmes. Mais leur activité d'intermédiation les conduit à émettre surtout des « titres secondaires ».

L'émission de titres secondaires (ou indirects)

On appelle « dette secondaire » la dette des intermédiaires financiers. Les titres émis pour financer cette dette sont dénommés « titres secondaires ». La vente de ces titres (dépôts à terme, comptes sur livrets, polices d'assurance...) permet aux intermédiaires de se procurer des ressources auprès des agents à capacité de financement. Ils peuvent alors utiliser les fonds obtenus, sous forme de crédits, en achetant des titres primaires aux agents à besoin de financement. Certains intermédiaires, les banques, ont même le pouvoir de créer de la monnaie, titre secondaire particulier, en anticipant sur la production et l'épargne futures.

Caractéristiques du financement indirect

■ La « transformation » de l'épargne

Les épargnants souhaitent souvent détenir leur épargne sous des formes « liquides », facilement récupérables, à court terme. En revanche, les investisseurs cherchent le plus souvent à couvrir des besoins à long terme. L'un des avantages de l'intermédiation est de faciliter la transformation, c'est-à-dire de rendre compatibles la volonté d'épargner à court terme des uns et celle d'investir à long terme des autres.

■ La diversification des titres indirects

Les agents à capacité de financement ont le choix d'acheter de nombreux titres indirects en fonction des échéances, de la fiscalité et de la rémunération qu'ils souhaitent. Ces titres sont également plus liquides (leur conversion en monnaie peut se faire à tout moment à leur valeur nominale) et plus sûrs (le risque qu'ils présentent est supporté par les intermédiaires).

■ La diversification de la dette primaire

Les intermédiaires apportent une réponse adaptée à la demande spécifique de chaque agent à besoin de financement.

C. Le financement direct sur des marchés

Le financement direct sur les marchés s'effectue aussi par émission de titres primaires. Mais ceux-ci (titres de créances négociables représentatifs de prêts à court terme, obligations représentatives de prêts à long terme, actions représentatives d'apports à des sociétés de capitaux) ne sont plus proposés de gré à gré, mais souscrits directement sur des marchés primaires.

■ Avantages du financement direct sur des marchés

Celui-ci permet un financement sur une grande échelle car un grand nombre d'épargnants peut acquérir des titres de faible valeur unitaire, un financement peu onéreux car, comme sur tout marché concurrentiel, le prix est inférieur à celui qui se forme si l'un des cocontractants (l'intermédiaire financier) est en position de force par rapport à l'autre (son client), la négociabilité des titres sur un marché secondaire. Ainsi, l'évaluation des titres est facilitée et les épargnants peuvent retrouver leur liquidité à tout moment en réalisant soit une moins-value, soit une plus-value. La Bourse, objet de cet ouvrage, est le marché le plus connu du financement direct.

■ Limites du financement direct sur des marchés

Il entraîne une standardisation des titres primaires car tous les titres émis sont identiques et ne sont pas nécessairement adaptés aux besoins particuliers de chaque offreur ou demandeur, une sophistication excessive des titres primaires, les épargnants ayant du mal à saisir toutes les caractéristiques des titres, un risque accru car les émetteurs ne sont pas directement connus des épargnants, d'autant plus que ces derniers ne disposent pas tous des mêmes informations.