

Finance et économie réelle

À quoi servent les marchés financiers ?

Dans le débat public, les critiques sévères nourries à l'égard des marchés financiers, en particulier depuis la crise, relèguent en général au second plan la réflexion sur leur rôle dans l'économie. La fonction première des marchés financiers est de contribuer au financement de l'économie par une mise en relation directe entre emprunteurs et prêteurs. Le marché primaire permet aux premiers de trouver des fonds pour la réalisation de leurs projets tandis que le marché secondaire assure aux seconds des placements liquides. Gilles Jacoud montre qu'au-delà de cette fonction de base, les marchés financiers en remplissent d'autres dont certaines ont connu une forte expansion sur la période récente : *via* le cours des titres, les marchés fournissent aux agents économiques de l'information ; ils leur permettent également de s'assurer et se couvrir contre les risques liés à leurs opérations grâce au développement des marchés dérivés.

C. F.

Marchés financiers et marchés de capitaux

Les turbulences boursières, les scandales financiers, le caractère irréaliste des sommes échangées quotidiennement sur les marchés financiers renvoient une image particulièrement négative de la finance. Il n'est pas inutile, dans ce contexte, de s'interroger sur le rôle économique des marchés financiers.

Il convient avant tout de bien s'entendre sur le sens des termes utilisés. Traditionnellement, les marchés de capitaux, sur lesquels se rencontrent les offres et les demandes d'agents qui apportent des fonds ou qui en recherchent, sont divisés en deux sous-ensembles. Le premier est le marché monétaire, défini comme le marché des capitaux à court terme. Bien que plusieurs définitions s'appliquent à l'expression « court terme », elle correspond généralement à une période d'emprunt des capitaux allant de 24 heures à un an. Une définition plus large du marché monétaire permet de considérer qu'il englobe le moyen terme, avec des emprunts dont l'échéance de remboursement peut aller jusqu'à sept ans.

Le deuxième sous-ensemble à l'intérieur des marchés de capitaux est le marché financier. C'est le marché des capitaux à long terme, généralement au-delà de sept ans. Faire référence aux marchés financiers (au pluriel) renvoie aux marchés financiers de différents pays ou, à l'intérieur même d'un pays, aux différents compartiments qu'englobe le marché financier.

Tout serait pour le mieux dans ces définitions si elles étaient universellement partagées. Or, dans la langue anglaise, c'est l'expression *capital markets* qui est utilisée pour désigner les marchés financiers. Quant au *money market*, il est une composante des *financial markets*, lesquels correspondent aux marchés de capitaux au sens large. Avec la généralisation des traductions mot à mot, il n'est désormais pas rare de trouver l'expression « marchés de capitaux » à propos des marchés financiers et, inversement, « marchés financiers » à propos des marchés de capitaux.

Pour éviter toute ambiguïté, c'est le sens traditionnel de l'expression française « marchés financiers » qui sera retenu ici : celui des marchés sur lesquels les capitaux sont empruntés et/ou prêtés à long terme. Cette approche exclut certes le marché monétaire, marché du court terme, mais aussi le marché des changes sur lequel la monnaie nationale n'est pas empruntée et/ou prêtée mais achetée et/ou vendue contre des devises.

Ces précisions apportées, nous montrerons comment les marchés financiers contribuent au financement de l'économie. La fixation du prix de différents actifs sur ces marchés est en outre source d'information pour les acteurs économiques. Loin d'être figé, leur rôle évolue et leur permet de remplir de nouvelles fonctions.

La contribution au financement de l'économie

Si le **marché primaire** permet aux demandeurs de capitaux d'en obtenir à long terme contre l'émission de titres, dans une logique de finance directe, le **marché secondaire**, sur lequel ces titres sont échangés, offre quotidiennement des possibilités d'accès à la liquidité pour leurs détenteurs ou des opportunités de placement pour leurs acquéreurs potentiels.

Des marchés qui permettent une finance directe

Autofinancement versus financement externe

Les agents économiques comme les ménages, les entreprises ou les administrations sont en permanence confrontés à des dépenses qu'il leur faut financer, c'est-à-dire pour lesquelles ils doivent trouver des ressources équivalentes à leur montant. S'ils possèdent eux-mêmes ces ressources, ils procèdent à un **autofinancement**. Mais cette modalité de financement n'est pas la plus courante, surtout lorsque les dépenses envisagées sont importantes. Si les ressources disponibles d'un agent ne suffisent pas à financer ses dépenses prévues, on dit qu'il est un agent à besoin de financement. Ne pouvant pas se suffire à lui-même, il doit compter sur un **financement externe**.

Financement externe indirect

Ce cas de figure correspond à la situation du ménage qui, pour financer l'acquisition de son logement ou d'un véhicule, se tourne vers sa banque ou vers une autre institution financière pour obtenir un crédit. Il s'agit là d'un **financement externe indirect**. L'établissement financier accorde le crédit après avoir préalablement collecté les fonds auprès d'un agent à capacité de financement, c'est-à-dire auprès d'un agent dont les ressources excèdent les emplois. Si l'établissement financier est une banque, il peut aussi octroyer le crédit sans utilisation d'un dépôt initial mais par création monétaire, en portant simplement sous une forme scripturale sur le compte courant de l'emprunteur la somme demandée par celui-ci.

Financement externe direct

Mais cette forme de financement externe n'est pas la seule. La grande entreprise qui a besoin de financer un investissement choisira plutôt de se tourner vers un **financement direct**. Pourquoi, en effet, passer par l'intermédiaire de la banque s'il est possible d'obtenir directement – et donc *a priori* à moindre coût – les capitaux d'agents à capacité de financement ? C'est là que les marchés financiers jouent un rôle. L'entreprise n'aura pas besoin de se lancer elle-même à la recherche des personnes susceptibles de lui apporter des capitaux, ni à discuter avec chacune pour savoir à quelle condition ces capitaux lui sont cédés, puisque les offres de capitaux se concentreront sur le marché et que les capitaux seront échangés contre des titres standardisés. L'entreprise va en effet émettre des titres dont les caractéristiques sont liées au projet à financer. Si le financement est à long terme, ces titres sont des valeurs mobilières. En cas d'augmentation du capital, l'entreprise à la recherche de nouveaux fonds émet des titres de propriété, qui sont des actions si l'entreprise est une société anonyme. En

cas de recours à l'emprunt, elle émet des obligations. L'évolution des marchés financiers lui permet aussi de plus en plus de procéder à des émissions de titres hybrides qui ont en partie les caractéristiques des actions et en partie celle des obligations.

Par rapport au financement intermédié, le financement *via* les marchés présente en principe deux types d'avantages : il permet une diminution des coûts liée à la suppression des marges d'intermédiation et à l'accroissement de la concurrence et il favorise également l'innovation.

Cette émission de titres s'effectue sur le marché primaire, marché du neuf, mais une fois émis, ils peuvent être revendus sur le marché secondaire, marché de l'occasion.

L'utilité du marché secondaire

Le marché secondaire est le marché sur lequel des titres déjà émis changent de main. S'il est organisé, comme c'est le cas pour les titres émis par les administrations publiques ou par les grandes entreprises, il s'agit du marché boursier. Ce dernier n'est d'ailleurs plus ouvert aux seuls acteurs de grande taille puisque les petites et moyennes entreprises y ont maintenant accès.

Pourquoi intervenir sur le marché secondaire ? Prenons le cas d'un agent à capacité de financement, par exemple un épargnant, qui souhaite rentabiliser son avoir. La recherche d'une rémunération plus avantageuse que celle que lui propose sa banque auprès de qui il pourrait immobiliser ses capitaux peut le conduire à acheter des titres sur le marché secondaire. En achetant des obligations émises par une entreprise ou par l'État, il percevra des intérêts. En achetant des actions, il pourra compter sur des dividendes. De plus, l'épargnant ne sera pas contraint de garder les titres acquis jusqu'à leur échéance. Il pourra les vendre quotidiennement sur le marché s'il vient à avoir besoin de liquidités.

Le marché secondaire offre ainsi des opportunités de placement pour les agents à capacité de financement. Ces opportunités sont d'autant plus fortes que l'acquéreur de titres peut non seulement prétendre à la perception d'un intérêt ou d'un dividende, mais qu'il peut aussi espérer réaliser des plus-values si le cours des titres s'apprécie.

La fixation du cours des titres ne représente pas uniquement un enjeu pour son détenteur. C'est aussi une source d'information pour les acteurs économiques.

Le cours des titres : une source d'information

Indicateur de la valeur des entreprises, le cours des titres sur les marchés financiers est aussi un réducteur d'incertitude, grâce notamment à l'existence de marchés à terme.

Un indicateur de la valeur des entreprises

La détermination du cours d'un titre sur les marchés financiers semble relativement simple. La fixation des cours à la criée, qui a prévalu pendant longtemps, montre que celle-ci résulte d'une confrontation entre une offre et une demande. Le crieur propose un cours. À l'annonce de celui-ci, tous les agents qui interviennent pour le compte de ceux qui souhaitent se dessaisir de leurs titres ou en acquérir réagissent. Si le crieur constate qu'au cours proposé, offres et demandes sont équilibrées, le prix est fixé au cours annoncé. Si la demande est supérieure à l'offre, il propose un cours plus élevé, ce qui réduit la première et accroît la seconde. Il procède ainsi jusqu'à ce qu'il parvienne à un équilibre et que le prix soit fixé. Inversement, si au cours proposé l'offre l'emporte sur la demande, il propose un cours inférieur pour arriver à un équilibre.

L'informatisation des cotations et la mise en place d'un système de cotation assistée en continu permettent certes d'automatiser le processus et de garantir une cotation sur l'ensemble de la journée et non plus à un moment fixe, mais fondamentalement, la logique reste la même : le cours d'un titre reflète l'état des offres et des demandes pour ce titre.

Il reste néanmoins à déterminer pourquoi un titre est demandé ou offert. Compte tenu du montant considérable des sommes qui transitent quotidiennement sur les marchés financiers, les décisions ne sauraient être prises à la légère. Pourquoi acheter l'action de telle entreprise plutôt qu'une autre et à quel prix acheter ? La théorie financière nous apprend à ce sujet que si les marchés jouent pleinement leur rôle, le cours d'un titre correspond à la valeur actualisée de l'ensemble des flux de revenus qu'il procurera pendant sa durée de vie. Si le cours est inférieur à cette valeur actualisée, il y a un gain à réaliser en achetant le titre, ce qui le poussera à la hausse. Le mécanisme se poursuivra jusqu'à ce que le cours ait atteint cette valeur actualisée.

La cotation des titres peut ainsi être assimilée à l'utilisation d'un thermomètre qui renseigne sur l'état de santé des entreprises qui les ont émis. Encore faut-il que les prévisions de cette valeur future soient correctement réalisées. Les informations que doit régulièrement publier une entreprise pour être cotée en Bourse ou l'évaluation qu'en font des agences de notation jouent ici un rôle déterminant. Une mauvaise information des marchés risque de conduire à fixer des cours déconnectés de la valeur réelle des entreprises.

La théorie des marchés efficients nous laisse supposer que l'on devrait pouvoir se fier au cours des titres pour apprécier la situation des entreprises qui les ont émis : les marchés financiers sont dits efficients lorsque le cours des titres reflète en permanence toute l'information disponible. La fréquence des bulles spéculatives amène toutefois à remettre en cause l'hypothèse des marchés efficients.

L'information contenue dans les cours fixés sur les marchés financiers ne se limite pas à la détermination de valeur présente d'une entreprise, comme le montre le cas des marchés à terme.

Une réduction de l'incertitude : le cas des marchés à terme

La situation la plus simple sur les marchés financiers est celle des marchés au comptant : il y a simultanéité entre la transaction, le paiement et la fourniture du titre. Mais les marchés au comptant cèdent de plus en plus la place à des marchés à terme. Dans ceux-ci, il y a dissociation entre le moment de la transaction et celui de la livraison et du paiement du titre. La transaction peut être passée aujourd'hui mais le titre ne sera par exemple échangé et payé que dans trois mois.

L'existence des marchés à terme n'est ni nouvelle ni spécifique aux titres émis par les entreprises. Depuis longtemps déjà, dans le domaine agricole, des récoltes sont vendues avant même d'être effectuées. Le producteur qui vend sa récolte sur pied s'entend aujourd'hui avec un acheteur sur un prix, mais cette récolte n'est pas encore disponible et ne sera payée que lorsqu'elle aura été effectuée. Il en va de même de nos jours pour bon nombre de titres sur les marchés financiers.

Le vendeur à terme a la garantie qu'il écoulera son titre à l'échéance prévue. En outre, il sait d'avance quel prix il en retirera. Certes, l'opération pourrait se révéler plus avantageuse si le titre connaissait une progression de son cours entre le moment de la transaction à terme et l'échéance, puisqu'en le cédant au comptant à cette échéance, le vendeur retirerait alors un meilleur prix ; mais en choisissant de vendre à terme, l'offreur met fin à une double incertitude : celle sur la possibilité de trouver effectivement un acquéreur pour son titre et celle sur son prix. De même, l'acheteur aurait pu éventuellement profiter d'une baisse des cours en acquérant son titre au comptant ; mais en le faisant à terme, il sait qu'il disposera du titre à la date prévue et en connaît le prix. Le prix du marché à terme, différent de celui du marché au comptant, intègre les anticipations des agents sur l'évolution attendue du cours. Le prix des titres à terme est donc lui aussi porteur d'information.

Le fonctionnement des marchés à terme nous conduit à entrevoir de nouvelles fonctions des marchés financiers que remplissent plus particulièrement, aux côtés des marchés traditionnels, les marchés dérivés.

De nouvelles fonctions remplies par les marchés dérivés

Les marchés financiers contribuent au financement de l'économie et permettent aux acteurs de réduire les risques en leur fournissant, *via* le prix des titres, des informations de nature à faciliter leurs décisions. Le cas des marchés à terme montre qu'ils sont aussi à même de jouer un rôle d'assurance. Ce rôle peut être renforcé grâce aux systèmes d'options qui permettent aux intervenants, dans un environnement incertain, de conserver des possibilités de choix.

Assurance et couverture des risques

Les marchés dérivés portent sur des contrats financiers dont la valeur est dérivée, autrement dit déterminée à partir des prix de titres, taux d'intérêt, taux de change, indices ou autres références. Ils permettent de développer les possibilités d'assurance et de couverture des risques offertes par les marchés à terme.

Un détenteur d'obligations peut par exemple craindre une hausse des taux d'intérêt qui dévalorisera son portefeuille : les nouvelles obligations étant émises à un taux plus rémunérateur, les détenteurs d'obligations anciennes sont en effet incités à les vendre pour en acheter de nouvelles, ce qui fait baisser le cours des premières. Ce détenteur d'obligations pourra couvrir sa perte éventuelle par un gain sur les marchés dérivés en vendant des contrats dont le prix est déterminé par l'évolution des taux d'intérêt. Comme il s'agit de marchés à terme, le dénouement de l'opération n'aura lieu qu'à l'échéance. Si, pendant la période considérée, les taux d'intérêt augmentent comme prévu, la valeur des contrats diminue. En fin de période, le détenteur d'obligations n'a plus qu'à dénouer sa position en achetant des contrats. La logique du marché à terme le conduit ainsi à vendre dans un premier temps des contrats qu'il n'a pas, puis à acheter dans un deuxième temps les contrats qu'il doit livrer. À l'échéance, le dénouement de l'opération dans laquelle vente et achat se superposent le conduit seulement à encaisser la différence entre le prix de vente, fixé en début de la période, et le prix d'achat, en fin de période.

Si, contrairement à ce que cet opérateur prévoit, les taux d'intérêt diminuent, il réalise une perte sur les contrats puisqu'il doit les acheter à un prix supérieur à celui auquel il s'est engagé à les vendre. Il réalise en revanche une plus-value avec son portefeuille d'obligations qui compense cette perte.

L'existence d'options sur les marchés financiers élargit encore les possibilités de choix des intervenants.

Des options qui élargissent les possibilités de choix

Une option est un contrat qui donne à son acheteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre un nombre déterminé d'actifs à un prix fixé. Ce droit s'exerce pendant une période déterminée. On peut acheter ou vendre des options d'achat, de même qu'on peut acheter ou vendre des options de vente. Cette catégorie de titre est utilisée par les grandes entreprises pour rémunérer leurs cadres dirigeants : ceux-ci reçoivent en effet fréquemment des *stock-options*, qui sont des options d'achat sur les actions de leur société. Leur rémunération est ainsi reliée à la performance de l'entreprise, censée se refléter dans le cours de l'action.

Un agent qui prévoit par exemple une augmentation du cours de l'action d'une entreprise peut souhaiter en profiter pour réaliser un gain tout en limitant son risque. Il achète alors une option d'achat sur l'action. Si le cours s'élève comme prévu, il fait jouer son option d'achat,

c'est-à-dire qu'il acquiert l'action au prix initialement fixé avant la hausse tout en ayant la possibilité de la revendre immédiatement au cours plus élevé qu'elle a atteint, concrétisant ainsi son gain. En revanche, si le cours de l'action baisse, reste stable ou n'augmente pas suffisamment pour couvrir les frais inhérents à l'opération, l'agent renonce à acheter le titre.

L'achat d'une option de vente offre des possibilités comparables en permettant à l'agent qui anticipe une baisse du cours de l'action de vendre à bon prix en début de période cette action qu'il n'a pas et de l'acheter à bas prix en fin de période pour pouvoir la livrer comme convenu.

*
**

Cette complexification des marchés financiers, avec des titres qui s'éloignent de plus en plus de ce qui est communément appelé l'économie réelle, offre une gamme étendue d'opérations aux intervenants. Elle favorise toutefois l'évolution des opérations de financement ou de couverture des risques vers des opérations de spéculation, c'est-à-dire des opérations qui n'ont d'autre but que de réaliser des gains à partir des anticipations sur l'évolution des marchés. Or, la spéculation est de nature à contribuer à ce qui est dénoncé comme étant des fluctuations erratiques des marchés ou des bulles spéculatives, situations dans lesquelles les cours des titres ne reflètent plus l'information qu'ils sont censés contenir. En se développant et en se complexifiant, les marchés financiers apportent certes de meilleures réponses aux attentes des acteurs économiques mais ils donnent aussi des arguments à ceux qui les décrient.

Gilles Jacoud,
Professeur de Sciences économiques
Université de Lyon,
Université Jean Monnet,
CNRS, GATE Lyon St-Étienne

Pour en savoir plus

Gitman L. J., Joehnk M. D., Smart S. B. (2010), *Fundamentals of investing*, Londres, Pearson, 11^e éd.

Mishkin F. (2010), *Monnaie, banques et marchés financiers*, Paris, Pearson, 9^e éd.

Vernimmen P. (2010), *Finance d'entreprise*, Paris, Dalloz, 9^e éd.

Une typologie des risques financiers

Les risques financiers auxquels font face les individus peuvent être classés en différentes catégories : risque de marché, risque de contrepartie, risque de liquidité et « autres » risques.

Le **risque de marché** naît dès qu'une position acheteuse ou vendeuse est prise sur un marché et que l'intervenant se trouve en position de subir une évolution défavorable des cours. Tous les actifs monétaires ou financiers sont sujets au risque de marché ; dans le cas des devises, on parle de **risque de change**, dans le cas des titres de dettes, de **risque de taux**. La gestion des risques de marché a connu un essor important depuis le milieu des années 1970 avec l'abandon des changes fixes et la modification de la politique monétaire qui se sont accompagnés d'une plus forte volatilité des taux de change, des taux d'intérêt et, *in fine*, du prix des actifs cotés sur les marchés boursiers.

Le **risque de contrepartie** (1) tient à l'éventualité que la partie co-contractante (particulier, entreprise, établissement financier ou pays) ne puisse remplir ses obligations. Pour les opérations de bilan (prêts classiques par exemple), le risque peut se traduire par une perte partielle ou totale en capital, à laquelle il faut ajouter la perte liée au non-versement des intérêts. Pour les opérations de hors-bilan qui offrent une couverture contre les risques de marché sans pour autant engager le capital couvert (c'est le cas notamment des opérations sur les produits dérivés), ce risque se traduit par un coût lié au remplacement de la garantie précédemment obtenue. Notons que la défaillance de la contrepartie peut avoir des origines très diverses ; elle est souvent difficile à prévoir. Parmi les causes possibles d'insolvabilité,

des causes internes, mais aussi des causes externes comme des bouleversements politiques, des catastrophes naturelles, etc. Le risque de contrepartie diffère selon les marchés qui ne prévoient pas tous les mêmes mécanismes de protection.

Le **risque de liquidité** est le risque de ne pouvoir liquider ou dénouer sa position. Ce risque se réalise lorsque le manque de profondeur du marché ne permet pas de trouver une contrepartie. C'est le cas par exemple, en période de crise, lorsque le marché est submergé par les ordres de vente. Ce risque est particulièrement important lorsque les contrats ne sont pas standardisés, donc moins liquides. En ce qui concerne le secteur bancaire, dont l'une des activités principales est la transformation des échéances, le risque de liquidité se manifeste lorsqu'un nombre élevé de clients retire en même temps leurs avoirs, plaçant les banques – même celles qui sont solvables – dans une situation de faillite (phénomène de panique bancaire et de ruée au guichet).

Enfin, parmi les autres risques, on peut citer : les **risques techniques** (une panne informatique peut, par exemple, paralyser entièrement une salle de marché), les **risques juridiques** (certaines clauses ambiguës peuvent avoir des effets importants sur le respect d'un contrat, d'autant que les montages financiers sont de plus en plus complexes), ainsi que les **risques de malversation** (cf. les pertes – révélées en janvier 2008 – subies par la Société générale du fait des manipulations frauduleuses d'un de ses *traders*, Jérôme Kerviel »).

Bien sûr, ces risques ne sont pas indépendants. Par exemple, à mesure que les variations de prix des actifs s'amplifient, le risque de marché et le risque de liquidité

s'élèvent, ce qui peut entraîner la défaillance d'un certain nombre de contreparties et inciter les agents à adopter des comportements frauduleux.

À ces risques individuels, il convient d'ajouter le **risque de système** qui concerne simultanément l'ensemble des intervenants entraînés dans un « effet de domino » ; le risque de système n'est pas une simple juxtaposition de risques individuels et sa gestion justifie l'intervention des pouvoirs publics.

Gunther Capelle-Blancard
et Nicolas Couderc

Comprendre les
marchés financiers
Cahiers français
n° 361

Finance
et
économie réelle

7

(1) Appelé aussi parfois risque de signature ou risque de défaut et risque de crédit lorsque la créance concernée est un crédit.