ATTAC – Paris 15ème

Formation aux bases de l'économie
La Bourse : définition ; rôle et mécanismes ; dérives.
ATTAC - Paris 15ème

Le 27 novembre 2001

La Bourse, moyen toujours plus important de financement de l'économie, est d'autant plus intéressante à étudier qu'elle se situe au c˚ur du système économique actuel, cristallisant un certain nombre de discours idéologiques, normatifs et politiques, mais aussi de pratiques parfois déstabilisantes, voire dévastatrices.

Après avoir tenté de donner une définition de la Bourse, puis d'en expliquer certains mécanismes, nous verrons quelles sont ses dérives ou, plus exactement, les déséquilibres que son existence même induit.

I- Définition et rôle
(*Frédéric Viale)*

Généralement, quand on parle de "la bourse", on désigne celle des valeurs mobilières, même s'il en est d'autres (bourse du commerce ou des marchandises par exemple). Il s'agit de *marchés financiers* permettant *la rencontre* entre détenteurs et demandeurs de *titres financiers* et assurant leur cotation (i.e., leur valeur marchande). La Bourse assure la *liquidité* de ces titres.

Cette définition appelle d'ors et déjà trois précisions concernant les notions de *rencontre,* de *titres* et de *liquidité.*

1- La Bourse permet une *rencontre*

Rien de romantique là-dedans, il s'agit de la rencontre de deux agents économiques, les ménages d'une part, et les entreprises, d'autre part. Les *ménages* sont en situation structurelle d'excédant d'épargne alors que les *entreprises,* au contraire, en situation de besoin structurel d'épargne.

Les ménages ont des revenus (salaires, revenus issus de la redistribution sociale, etc.). Quant ils le peuvent, ils arbitrent généralement entre deux possibilités : consommer ou épargner. L'épargne traduit une volonté des ménages qui le peuvent de se prémunirent des risques et des aléas de la vie. Il se trouve que les ménages (bien que cette situation générale masque des inégalités profondes) ont tendance à épargner.

Les entreprises, pour leur part, ont tendance, au contraire, à dépenser davantage qu'elles ne gagnent sur une certaine période. C'est le cas, particulièrement, quand elles décident de développer ou même de maintenir l'outil de production : cela se traduit par un besoin d'investir, c'est-à-dire de se procurer de l'argent. C'est alors que les entreprises sont demandeuses d'épargne.

Les marchés financiers vont mettre en relation les deux phénomènes, celui de demande et celui de besoin d'épargne.

Comment s'organise le financement de l'économie ? Il peut s'organiser de 2 façons et globalement, ces 2 façons se sont succédées dans le temps.

Avant la fin des années 1970, le système de financement de l'économie était *intermédié*, c'est-à-dire qu'il recourait à l'intermédiaire des banques : ce sont elles qui finançaient les demandes des entreprises. Leur métier consistait à transformer une épargne (courte) en emprunts (longs) et de supporter l'éventuel défaillance d'entreprises ayant effectué de mauvais investissements. Les banques commerciales se finançaient en retour en partie sur les marchés financiers, mais principalement auprès de la Banque centrale (la Banque de France) qui contrôlait de la sorte l'évolution de la masse monétaire.

Depuis le début des années 1980, les entreprises ont souhaité ne plus se financer par l'intermédiaire des banques, et ce pour plusieurs raisons : elles ne voulaient plus être dépendantes des banques (et c'était le cas particulièrement des grandes entreprises), et, de plus, le coût de l'argent (le taux d'intérêt) est en théorie moins onéreux quand on se passe d'un intermédiaire en se finançant directement sur les marchés financiers.

Peu à peu, les entreprises ont convaincu les pouvoirs publics de les laisser se financer auprès des marchés : le phénomène de libéralisation financière s'est traduit par une désintermédation toujours plus importante du financement[1], une déréglementation financière[2], une innovation financière accrue[3], mais aussi par une marchéisation[4] et, plus globalement, par une mobiliérisation de l'économie[5].

2- **<u>La Bourse est le lieu où se négocient des titres</u>**

Il est possible de distinguer *grosso modo* quatre types de titres : les actions, les obligations, les titres hybrides et les produits dérivés (*futures)*.

- *<u>Les actions</u>*

Les actions sont des titres de propriété sur une entreprise. En émettant des actions, l'entreprise collecte de l'argent. Les détenteurs de l'action sont donc propriétaires de l'entreprise et acquièrent ainsi le droit de voter en assemblée Générale de l'entreprise. Aussi, se distinguent les actionnaires, propriétaires de l'entreprise, de sa direction, des salariés et des fournisseurs.

- *<u>Les obligations</u>*

1- Phénomène par lequel les banques servent de moins en moins d'intermédiaire au financement des entreprises, mais davantage de conseil au courtage.
2- Disparition de règles imposées aux marchés et intermédiaires financiers pour permettre une concurrence plus grande.
3- Multiplication de produits financiers ayant permis d'instituer un vaste marché financier unifié, sans les cloisonnements existants auparavant.
4- Disparition des taux d'intérêts administrés par la Banque centrale, la rémunération de l'épargne dépendant des conditions du marché.
5- Phénomène constatant l'augmentation de la part des titres négociables dans le financement de l'économie.

Les obligations sont des titres de créances sur l'entreprise. Ainsi, celle-ci émettant des obligations emprunte de l'argent au marché en s'engageant à rendre le capital, ayant payé entre temps un intérêt.

- *Les titres hybrides*

Ces titres tiennent à la fois des actions et des obligations. Elles sont autrement appelées *valeurs mobilières composées* et tiennent à la fois des caractéristiques des titres de propriété, des titres de créance, et des options. Exemple, les titres participatifs[6], les titres subordonnés[7], les obligations convertibles[8].

- *Les produits dérivés ou* futures

Les *futures* sont des produits complexes ou dérivés utilisés dans le cadre d'opération à terme et/ou conditionnelles. Ces produits dérivés ont été créés notamment pour que les entreprises puissent se couvrir des risques de change à l'occasion de transactions en devises. Les marchés dérivés sont des marchés sur lesquels se négocient des contrats portant sur l'avenir, relatifs à des produits négociés au présent. Il s'agit soit de négociations de produits payés à terme ou de produits dans le cadre de marchés organisés faisant l'intermédiaire entre l'acheteur et l'autre cocontractant.

3- **La Bourse assure une liquidité des fonds investis**

Les titres représentent des engagements à long terme. Ils représentent un capital, non seulement financier, mais aussi technique, à savoir, par exemple, des machines. Créer un *titre négociable* permet de mobiliser une créance ou une dette, c'est-à-dire de la négocier librement.

Donc, la Bourse permet de réaliser cette liquidité souhaitée par les investissements. Pourquoi cette liquidité est-elle souhaitée ? Elle est souhaitée par les *investisseurs,* car ils veulent pouvoir se débarrasser de titres qui, pour des raisons qui leur sont propres, ne les intéressent plus, par exemple dans le cadre de réalisation de portefeuille ou de prise de bénéfice. Elle est souhaitée par les *entreprises,* car cela leur permet de rassurer l'éventuel investisseur et de l'attirer.

La question qui se pose, dès lors, c'est pourquoi les cours évoluent, à la hausse comme à la baisse.

4- **Les fluctuations des cours**

Le marché distingue entre le prix d'émission, qui est fixé au début, et le prix de l'action. Celui-ci fluctue sous deux effets : la *performance réelle de l'entreprise ;* les *phénomènes boursiers.*
S'agissant de la performance de l'entreprise, le prix évolue en fonction de l'espérance de bénéfices (les actionnaires recherchant celles des actions qui ont le meilleur rendement).

---

[6]- Genre d'obligation négociable comme une action.
[7]- Créances de dernier rang auxquelles s'attachent des rémunérations plus élevées que l'obligation classique et assimilées aux fonds propres de l'entreprise.
[8]- Obligations convertibles en actions, sous certaines conditions.

Ainsi, les éventuels acquéreurs d'actions considèrent avant d'acheter la politique de dividende suivie par l'entreprise : si celui-ci est élevé, les détenteurs d'actifs conserveront l'action, sinon, ils la vendent. Dès lors que des acheteurs se manifestent, le mécanisme de l'offre et de la demande fait augmenter le prix des actions, *phénomène boursier*.

Les facteurs qui agissent sur le cours des actions sont donc de plusieurs ordres.

- Les cours de la Bourse sont le résultes des *anticipations* des agents économiques. Celles-ci dépendent des *résultats futurs* des entreprises, ou plutôt des résultats espérés (l'effondrement récent des actions d'entreprises du secteur des nouvelles technologies montrent que peut se creuser un abîme entre cette espérance et la réalisation effective de ces bénéfices).
- Le *taux d'intérêt* attaché à la rémunération des capitaux qui n'est autre que la traduction reflétée par le marché des exigences des agents économiques pour qu'ils acceptent de différer dans le temps la consommation de leurs ressources.
- La *prime de risque* : plus un placement est risqué, mieux il est rémunéré.
- Les *prévisions économiques globales* et/ou les anticipations de l'activité économique et de la conjoncture.
- Les *comportements moutonniers des agents.* Les opérateurs boursiers ne réagissent pas en fonction de critères objectifs et toujours rationnels, mais en fonction de ce qu'ils imaginent ce que les autres vont imaginer de leurs propres réactions. Ainsi, les marchés opèrent-ils des anticipations auto-réalisatrices.

Ainsi, il ressort de tout cela que, *en théorie,* le marché boursier se trouve très proche de la définition abstraite d'un marché de concurrence pure et parfaite. En effet, il assure *atomicité, transparence, homogénéité,* et *fluidité.*

- *Atomicité* : aucun agent boursier ne peut être accepté d'être en position de *faire les prix*. S'assurer de la réalité de cette atomicité est le rôle des autorités boursières.
- *Transparence* : les entreprises cotées fournissent au public les informations sur leurs activités. Là encore les autorités boursières veillent à cette transparence.
- *Homogénéité* : les produits échangés sont tous exactement définis et sont exprimés par leur prix.
- *Fluidité* : outre les frais de courtage, il n'existe pas de frais à l'entrée et à la sortie.

Ces caractéristiques ne sont pas pour déplaire aux idéologues du marché qui voient dans ce mécanisme de bourse la réalisation de l'utopie du marché. La réalité est assez différente de cet idéal.

En fait, les Bourses voient se succéder des périodes de hausses et de baisse : dès que la croyance à la hausse s'installe, le prix des actions augmente sous l'effet de l'accroissement de la demande, car l'achat a lieu quel que soit le prix. Evidemment, à ces phases succèdent des retournements parfois brutaux, car les actions ne peuvent pas éternellement augmenter, soit pour une entreprise considérée isolement, soit pour toute l'économie. On voit à ce moment là se produire un phénomène auto-entretenu, à la hausse ou à la baisse, les opérateurs anticipant en fonction des anticipations supposées des autres.

II- <u>Les mécanismes de l'investissement : retour sur un texte de Keynes sur l'incitation à investir</u>

(Maxime Drouet)

L'investisseur est censé opérer ses choix d'investissement en fonction des anticipations qu'il fait. Comment sont réalisées les prévisions? D'après Keynes, ce que l'on connaît des faits actuels fonde l'analyse de la prévision. Par ailleurs, le développement du capitalisme nécessite celui de la liquidité. Le marché financier apporte cette liquidité : il a un *effet de levier,* tout en donnant à l'investisseur l'occasion fréquente de réviser ses engagements.

Toutefois, la Bourse repose sur une pure *"convention"* : il entre dans l'évaluation des marchés autre chose que le seul rendement des entreprises. Des phénomènes éphémères entrent en ligne de compte, hors rationalité ni signification, phénomènes exogènes à la réalité de l'entreprise. Ces phénomènes prennent une influence exagérée sur le marché. Se posent également des problèmes touchant à la psychologie collective, notamment celle des opérateurs, dont les comportements moutonniers sont inévitables, vu le fonctionnement global du système boursier.

La Bourse, par son organisation même, fait que l'opérateur ne va pas chercher ce qui lui semble le meilleur, mais ce qu'il anticipe de ce que les autres opérateurs vont faire. Elle ne peut qu'agir à court, voire très court terme. Sur le long terme, l'intervention de l'Etat seule permet ce que ne peut faire le marché.

Par ailleurs, pour Keynes, la *spéculation* n'a rien d'économique : elle consiste à prévoir l'évolution du marché, c'est-à-dire à prévoir l'évolution de la croyance commune. Elle peut évidemment aller à l'encontre de l'intérêt des entreprises et des économies. Au milieu des mouvements brutaux imposés par la spéculation financière, "*l'entreprise n'est qu'une bulle d'air dans un tourbillon"*.

A sa suite, Orléan a pu écrire d'une manière à peine ironique, que l'évolution de la Bourse dépendait de la météo : quand il fait beau, les cours ont tendance à monter. En réalité, toute l'activité financière suit une logique de miroir non rationnelle. D'ailleurs, les meilleurs modèles de prédiction financière sont ceux qui postulent que rien ne changera. La domination des mécanismes boursiers sur l'économie fait de celle-ci un sous produit de casino. Ces mécanismes ne sont ni optimaux, ni efficients.

III- <u>Les mécanismes de la Bourse</u>

(Bernard Giraud)

La Bourse, on l'a dit, a connu une formidable expansion dans les années 1980. Les marchés financiers voient s'échanger des actions, obligations, produits dérivés (*cf. ante)*, des devises, de la monnaie (particulièrement entre banques et à très court terme).

<u>Quels sont les acteurs principaux des marchés ?</u>

Sur le *marché des obligations*, l'Etat est très présent, particulièrement parce qu'il émet des obligations pour permettre un financement non monétaire de la dette publique, et ce en France, particulièrement depuis 1982-1983.

Sur le *marché monétaire*, les banques et les Banques centrales sont très présentes.

Sur l’ensemble des marchés, comme le *marché des actions,* les *investisseurs institutionnels* sont également très présents. Par exemple, en France la Caisse des dépôts et consignations est un investisseur institutionnel, mais, on peut prendre aussi l’exemple des fonds de pensions américains partout dans le monde.

Quelques caractéristiques de la Bourse

La Bourse est un *marché d’occasion*. Elle ne finance pas beaucoup la création d’entreprise : en effet, le montant des émissions est faible. En France, pour environ 110 milliards de francs d’actions, se sont accumulés 9 000 milliards de capitalisation boursière ; et pour 96 milliards de francs d’obligations neuves, 5 000 milliards de capitalisation boursière. Les marchés primaires sont donc assez faibles.

La Bourse est un *marché de professionnels*. Les particuliers ne détiennent que 8% du total des actions et obligations dont les 2/3 sont détenus par un très petit nombre.

Méthodes de gestion de portefeuille boursier

Les portefeuilles se gèrent selon 3 méthodes : gestion de père de famille, gestion spéculative ; gestion d’achats et de ventes plus ou moins hasardeuse.

La plupart des portefeuilles sont normalement gérés en mixant ces trois méthodes. Les fonds de pension, dont l’objectif est normalement d’assurer la stabilité des rémunérations dans le temps, auront plutôt tendance à choisir la gestion de père de famille, et les fonds plus spéculatifs iront davantage vers une gestion spéculative ou hasardeuse. Mais, dans l’ensemble, les professionnels opérant en Bourse disposent des fonds des portefeuilles selon trois compartiments de taille variable selon qu’est attendue plutôt une rémunération rapide mais aléatoire ou une rémunération pus faible mais moins risquée. Les fonds communs de placement (FCP) notamment, suivent cette règle de base de la gestion des portefeuilles.

La spéculation est-elle nocive ?

Deux réponses s’affrontent :

- NON. L’instabilité des marchés a rendu nécessaire la création d’outils volatiles. La spéculation est qu’un aspect du fonctionnement des marchés, inévitable et parmi d’autres.

- OUI. Les arbitrages sont mal faits ou ne peuvent se faire. La spéculation systématique aboutit à la création de bulles spéculatives. La domination des mécanismes boursiers sur tous les autres mécanismes économiques favorise la création d’une économie de rentiers, ce qui, du point de vue de création des richesses, est antiéconomique, et ce en préférence au développement d’une économie véritablement dynamique permettant une réelle répartition des richesses par une meilleure rémunération de la productivité du travail des salariés. De plus, ces phénomènes provoquent un raccourcissement de l’horizon économique. De surcroît, tout se trouve axé sur le seul rendement financier. Les phénomènes boursiers s’opérant au niveau de la planète, cela contribue à une impuissance inquiétante des Etats, et donc des citoyens de ces Etats, écartés de fait des mécanismes économiques qui pourtant ont des conséquences sociales parfois graves.

Conclusion

Le débat de la neutralité des marchés financiers est en réalité tranché. Non, les marchés financiers ne sont pas neutres, ils ont une influence certaine sur l'économie réelle. La théorie selon laquelle la Bourse est un monde de concurrence pure et parfaite, la finance n'étant que le simple reflet de la situation économique exacte des entreprises, cette théorie n'est pas tenable à l'observation des faits.

En réalité, les marchés financiers influencent les équilibres micro et macro-économiques. La Bourse n'est pas un monde d'information parfaite et transparente, mais surtout, les comportements y sont fondamentalement irrationnels, et, en tous les cas, certainement pas seulement guidés par un soucis d'allocation optimale des ressources financières comme la théorie néo-libérale voudrait le faire croire.