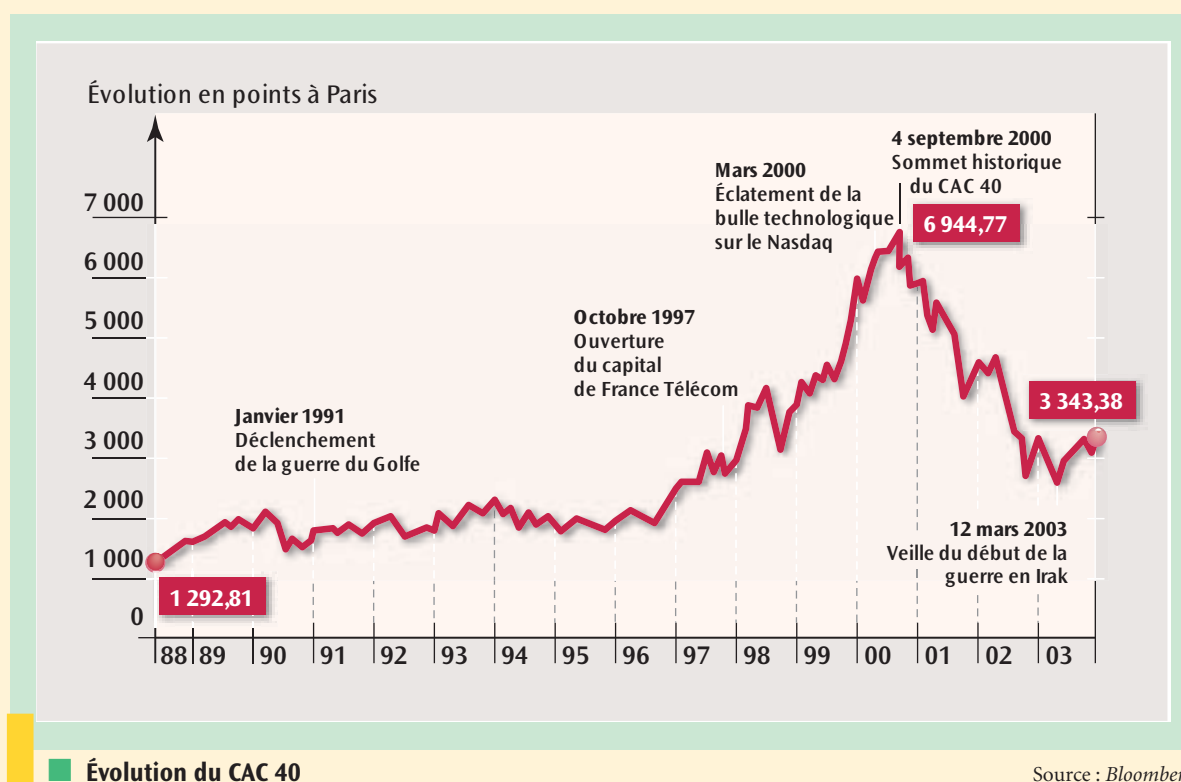


# Le financement de l'économie

## ► Comment analyser les transformations des modes de financement ?

- Quels agents ont des besoins de financement ? lesquels ont des capacités de financement ?
- Comment peuvent-ils se rencontrer ?
- Quel est le rôle des banques ? et celui des marchés financiers ?
- Comment les modes de financement ont-ils évolué depuis une vingtaine d'années ?
- Qu'est-ce que la globalisation financière ?





## Sommaire

### DOSSIER 1 : Les circuits de financement

A. Les rencontres entre besoins et capacités de financement

B. Comment se financer ?

#### Activités

### DOSSIER 2 : Le rôle croissant du financement par les marchés

A. Vers une économie de marchés financiers

B. Les conséquences du poids croissant des marchés financiers

#### Activités

### TRAVAUX DIRIGÉS

TD 1 : Le cours des valeurs mobilières

TD 2 : Financement public ou financement privé ?

### SYNTHÈSE

LE BAC : question de synthèse

## Les circuits de financement

Les agents économiques connaissent rarement un équilibre parfait entre leurs recettes et leurs dépenses : ils se trouvent en situation de capacité ou de besoin de financement. Le bon fonctionnement de l'activité économique suppose alors que les capacités de financement puissent être mises à la disposition des besoins de financement. La rencontre peut se faire directement sur des marchés de capitaux, ou indirectement, par le biais d'établissements de crédit dont c'est la fonction principale.

### ► Comment les agents ayant une capacité de financement financent-ils ceux qui ont des besoins de financement ?

## A. Les rencontres entre besoins et capacités de financement

### I Un exemple de besoin de financement

On peut être très riche et avoir besoin d'argent... C'est la raison de l'introduction en Bourse, hier à New York, de la filiale animation des studios de cinéma DreamWorks, DWA. Une arrivée aussi bruyante et réussie que l'ogre Shrek, poule aux œufs d'or de DreamWorks. Les 29 millions d'actions proposées au public entre 23 et 25 dollars étaient hier soir, à la clôture de Wall Street, à 38,75 dollars, soit une hausse de plus de 38 %.

Les boursiers comparent l'engouement pour la filiale de DreamWorks avec le phénoménal succès de l'introduction en Bourse de Google qui a gagné 119 % depuis son offre publique du 4 août. Les studios DreamWorks, fondés en 1994 par les trois golden boys d'Hollywood – le cinéaste Steven Spielberg, David Geffen (magnat de la musique) et Jeffrey Katzenberg (ex-numéro 2 de Disney) –, avaient des projets ambitieux dans la musique, la télévision, le multimédia, le cinéma, la distribution.

Au bout de dix ans, et malgré de grands succès cinématographiques (*American Beauty*, *A Perfect Mind*, etc.), c'est la seule filiale animation qui commence à dégager des bénéfices. Les studios DreamWorks ont continué de perdre de l'argent – 187,2 millions en 2003, selon les chiffres publiés par la société –, tandis que la filiale anima-

tion est, elle, bénéficiaire depuis 2004.

Ces superproductions fabriquées avec des images de synthèse, et utilisant les voix de stars, ont donné un coup de vieux aux dessins animés classiques et touché un public beaucoup plus large. *Shrek 1 et 2*, et maintenant *Gang de requins* ont dominé le box-office mondial, rebondissant ensuite en DVD.

Cette arrivée en Bourse doit servir à rembourser les dettes. [...] DreamWorks Animation devrait garder 175 millions de dollars pour se donner les moyens de se développer. [...] Le studio a l'intention de produire deux films par an. Avec au programme, en 2005, *Madagascar* et *Wallace et Gromit*, puis *Shrek 3* en 2006.

Si DWA poursuit sur la lancée de son démarrage à Wall Street, sa capitalisation – prévue pour atteindre les 2,64 milliards – pourrait se rapprocher de celle de son concurrent, les studios Pixar, évaluée aujourd'hui à 4,56 milliards. Dirigé par Steve Jobs, patron d'Apple, Pixar a lui aussi fait un carton avec *Toy Story* et *Le Monde de Nemo* (en collaboration avec Disney). Avec leurs trésors boursiers, la bataille entre les deux studios peut commencer. Elle s'annonce géante.

Annette LEVY-WILLARD, « DreamWorks Animation casse la baraque à New York », *Libération*, 29 octobre 2004.

### Questions

- 1. Lire :** expliquez la phrase soulignée.
- 2. Calculer :** à combien s'élevait la somme collectée par DreamWorks Animation lors de son introduction en Bourse ?
- 3. Décrire :** à quoi l'entreprise va-t-elle précisément utiliser ces capitaux ?

## Le cas d'un ménage

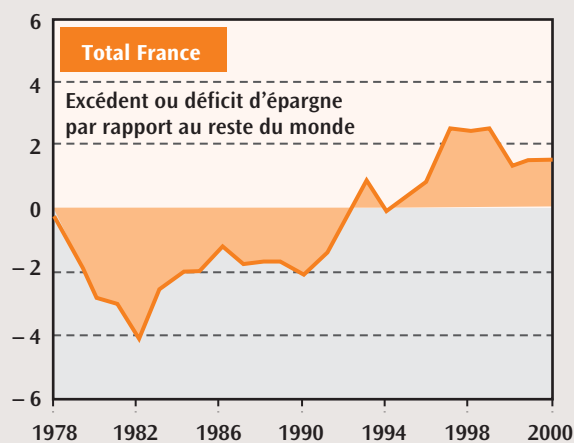
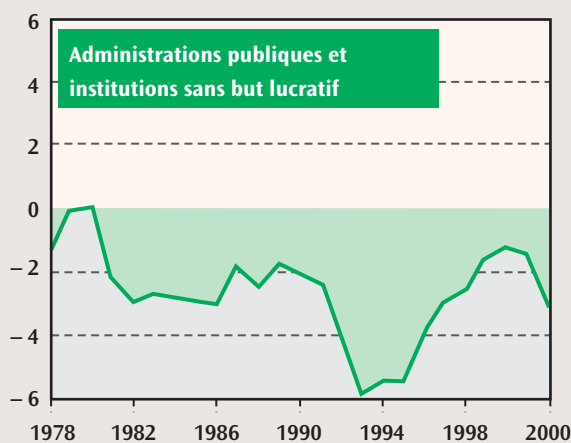
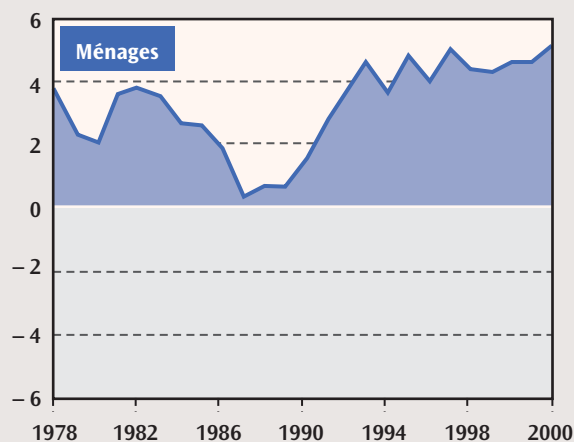
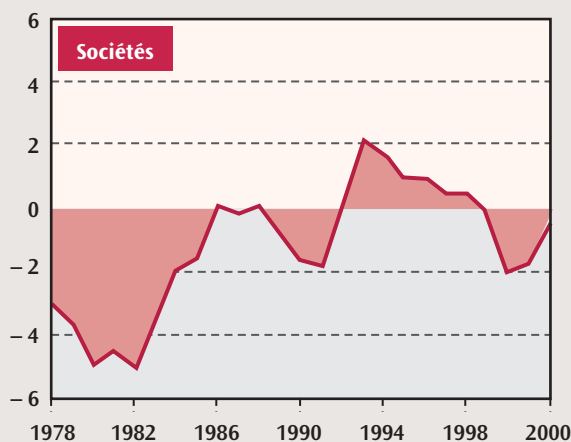
Recettes	Dépenses
2 salaires nets : 3 000	Ensemble des consommations : 1 500
Allocations familiales : 115	Remboursement emprunt logement : 600
	Impôts (sur le revenu, local, foncier) : 600
	Assurances : 200
	Excédent : 215
Total : 3 115	Total : 3 115

### Question

**Calculer :** Un ménage disposant des ressources indiquées doit changer de voiture à la suite d'une panne importante. Le véhicule coûte 20 000 euros et l'épargne liquide du ménage s'élève à 6 000 euros. Il décide donc d'emprunter 16 000 euros. Comment fera-t-il si ses remboursements s'élèvent à 300 euros par mois ?

## 2 Certains agents ont une capacité de financement, d'autres un besoin

Besoin (-) ou capacité (+) de financement des différents secteurs de l'économie française (en % du PIB)



Source : INSEE, calculs, *Alternatives économiques*, hors-série, n° 58, 4<sup>e</sup> trimestre 2003.

### Questions

- Lire :** que signifient les chiffres correspondant à l'année 2000 sur chacun des quatre graphiques ?
- Déduire :** quels sont les agents qui dégagent une capacité de financement ? Quels sont ceux qui ont des besoins de financement ?
- Comparer :** les évolutions ont-elles été dans le même sens pour les trois premiers cas ? Que peut-on en conclure ?

### 3 Les années 1990 : trop d'épargne !

Les entreprises [...] se sont mises, au début des années 1990, à dégager davantage de profits qu'elles ne dépensaient pour investir. Et cela a duré jusqu'en 1998<sup>1</sup>. Une situation inédite dans l'histoire économique : normalement, les entreprises s'endettent auprès du système financier pour investir significativement plus qu'elles ne dégagent de profits<sup>1</sup>. Ce déséquilibre tire la croissance économique en permettant d'accroître constamment la capacité du pays à produire des richesses. Il faut dire que les taux d'intérêt avaient atteint des niveaux très élevés. [...] Et la faible croissance ne permettait pas aux entreprises d'espérer dégager des taux de profit supérieurs aux taux d'intérêt. Il valait mieux pour elles placer leur argent plutôt qu'innover ou développer leurs capacités de production [en investissant].

Les effets de ce déséquilibre ont été aggravés par la hausse de l'épargne des ménages. Durant les années 1980, ceux-ci avaient tapé dans leur bas de laine pour maintenir leur niveau de consommation, malgré la montée du chômage de masse. L'épargne des ménages, qui

représentait 3,8 % du produit intérieur brut (PIB) en 1978, était tombée à 0,7 % en 1989.

Durant les années 1990, ce pourcentage est remonté de façon quasiment ininterrompue. Jusqu'à culminer à 5 % du PIB en 1997, un niveau lui aussi exceptionnellement élevé. L'inquiétude face à l'avenir a dissuadé les Français de consommer. [...] Même si le niveau de l'épargne a (heureusement) cessé de s'accroître depuis 1998, il stagne toujours à des niveaux élevés, autour de 4,5 % du PIB. [...] La France ne manque pas d'épargne : elle en dégage au contraire trop.

Guillaume DUVAL, « Trop d'épargne nuit », *Alternatives économiques*, hors-série, n° 54, 4<sup>e</sup> trimestre 2002.

#### LE SAVIEZ-VOUS ?

À partir de 1983 se met en place en France une politique de rigueur salariale, qui vise à augmenter la part des profits dans la valeur ajoutée. La restauration des marges bénéficiaires dès la fin des années 1980 ne s'est pas traduite pour autant par une reprise de l'investissement : face à la faiblesse de la demande et de la croissance, les entreprises, malgré leur rentabilité restaurée, ont préféré se désendetter ou placer leur épargne.

1. Voir document 2, 1<sup>er</sup> schéma, p. 73.

#### Questions

- 1. Lire :** expliquez la phrase soulignée.
- 2. Expliquer :** pourquoi les entreprises ont-elles adopté une attitude contraire au cours des années 1990 ?
- 3. Décirer :** comment le comportement d'épargne des ménages a-t-il évolué depuis les années 1980 ?
- 4. Expliquer :** pourquoi l'auteur affirme-t-il que la France dégage trop d'épargne ?

### 4 L'État en déficit, la France en excédent

Pour absorber ces excès d'épargne, il ne restait qu'un acteur économique : l'État. L'action de l'État consiste, pour partie, à accroître la capacité du pays à produire davantage de richesses dans le futur. Par de l'investissement matériel (routes, grands réseaux...) ou immatériel (recherche, éducation, santé...). Il est donc légitime qu'il dépense, comme les entreprises, plus qu'il ne touche et affiche généralement un déficit, c'est-à-dire un besoin de financement.

Mais, pour éviter que l'excès d'épargne des ménages et l'insuffisance d'investissement des entreprises n'étouffent l'activité économique, l'État a dû creuser fortement son déficit au cours des années 1990. En 1993, il atteint 5,9 % du PIB : un niveau très élevé qui, combiné à celui des taux d'intérêt, a considérablement accru son endettement. Depuis 1997, l'État a sensiblement limité son besoin de financement.

D'avantage que les ménages n'ont réduit leur excès d'épargne et les entreprises accru leurs investissements.

D'où le développement d'un nouveau déséquilibre, avec l'étranger cette fois. Jusqu'en 1994, la France avait quasiment toujours été « importatrice » d'épargne, depuis, elle en est devenue « exportatrice ». Et ce à des niveaux non négligeables : 2,5 % du PIB en 1997 et 1999. Cela pourrait sembler bon signe, mais ce n'est pas vraiment le cas. [...] Exporter de l'épargne revient à considérer que les perspectives d'avenir du pays sont mauvaises et qu'il vaut mieux investir ailleurs. C'est en partie grâce à l'excès d'épargne des Français et des autres Européens que les Américains ont pu financer leur expansion et renforcer leur domination dans le secteur des nouvelles technologies au cours des années 1990.

Guillaume DUVAL, « Trop d'épargne nuit », *Alternatives économiques*, hors-série, n° 54, 4<sup>e</sup> trimestre 2002.

#### Questions

- 1. Expliquer :** pourquoi est-il « légitime » que l'État dégage un besoin de financement ?
- 2. Lire :** expliquez la phrase soulignée.
- 3. Déduire :** pourquoi l'excédent vis-à-vis de l'étranger peut-il être considéré comme inquiétant pour l'économie française ?



## B. Comment se financer ?

### 5 Autofinancement et appel au marché financier

Dans le cas d'un financement interne, l'agent économique qui souhaite réaliser une opération nécessitant une dépense trouve « en lui-même » les ressources indispensables à cette opération. Il s'agit alors d'autofinancement. [...]

La comptabilité nationale nous montre toutefois que les agents économiques ont rarement des dépenses (que l'on désigne comme des emplois) correspondant exactement au montant de leurs ressources. [...] Certains secteurs institutionnels<sup>1</sup> [les sociétés non financières par exemple] [ont] des ressources inférieures aux emplois. Ces secteurs ont donc un besoin de financement. [...] Ils ont alors recours à un financement externe, c'est-à-dire qu'ils s'adressent à un autre agent pour se procurer des ressources, de manière directe ou indirecte. [...]

Concrètement, les agents à besoin de financement peuvent être des entreprises ou des administrations qui émettent des

actions, des obligations ou d'autres titres achetés par les ménages ou d'autres agents. [...] Le financement est ici direct. En effet, l'emprunteur émet un titre qui matérialise sa dette [...] et ce titre est directement acheté par le prêteur pour lequel il devient un titre de créance. [...] Le financement ne nécessite pas dans ce cas l'intervention d'un intermédiaire, même si, en pratique, la transmission du titre est souvent facilitée par une institution financière. [...]

Ce financement direct est généralement effectué sur les marchés financiers grâce à l'émission de titres qui sont des valeurs mobilières, comme les actions ou les obligations. Il est aussi possible sur le marché monétaire, par le biais notamment de l'émission de billets de trésorerie par les entreprises.

Gilles JACOUD, « Le financement de l'économie »,  
in « Comprendre l'économie »,  
*Cahiers français*, n° 315,  
La Documentation française, juillet-août 2003.

1. Voir chapitre 1.

#### DÉFINITION

■ **Marchés monétaires** : ce sont les marchés où les prêts de capitaux se réalisent à court et moyen termes. Certains sont réservés aux banques, pour leurs besoins de trésorerie au jour le jour par exemple, d'autres sont ouverts à tous les agents économiques qui souhaitent accorder des prêts de courte durée à des entreprises ou à des administrations.

#### Questions

1. **Résumer** : en quoi consiste le financement externe direct ?
2. **Définir** : qu'est-ce que le marché financier ? (Voir document 10 p. 78.)
3. **Rechercher** : quelle est la caractéristique du marché monétaire par rapport aux marchés financiers ? (Voir document 11 p. 79.)

### 6 Le recours à l'emprunt et l'intermédiation bancaire

[Dans le cas de] la finance indirecte ou « intermédiée », les intermédiaires financiers (IF) s'interposent entre les agents à besoin de financement et les agents à capacité de financement. Les banques constituent la principale catégorie d'IF ; leur spécificité est d'émettre une dette monétaire (les dépôts) en contrepartie de leur financement.

L'existence des IF et de la finance indirecte est expliquée par trois séries de facteurs :

1. la réalisation d'économies d'échelle : en travaillant sur des montants élevés et avec un grand nombre de clients, les IF peuvent obtenir des coûts unitaires plus bas que dans le cas où les opérations financières sont effectuées par des agents individuels ;

2. la réduction des asymétries d'information : la relation entre prêteur et emprunteur, qui est au centre de la finance, est souvent frappée d'asymétries d'information au sens où l'emprunteur a généralement plus d'information sur le projet à financer que le

prêteur. Les IF permettent de réduire ces asymétries d'information [...]. Par exemple, lorsqu'une entreprise demande un financement à sa banque, cette dernière est bien placée pour évaluer la solvabilité de son client car elle gère ses comptes et connaît l'état de sa situation financière ;

3. le rôle des IF est de rendre compatibles les demandes des agents prêteurs et emprunteurs qui n'ont pas en général les mêmes préférences. Ainsi, un épargnant cherche souvent des placements liquides et peu risqués tandis qu'une entreprise emprunteuse peut avoir besoin d'un financement à long terme pour un projet comportant des risques. Pour réaliser cette « interface » entre prêteurs et emprunteurs, les banques « transforment » les trois caractéristiques principales des dettes et des créances des agents non financiers (le terme, le taux d'intérêt et le risque).

Dominique PLIHON,  
*La Monnaie et ses mécanismes*, La Découverte,  
collection « Repères », 2004.

#### Questions

1. **Analyser** : pourquoi parle-t-on d'intermédiation lorsqu'une entreprise demande un crédit à une banque ?
2. **Justifier** : quels sont les différents avantages de l'intermédiation par les intermédiaires financiers pour les prêteurs et pour les emprunteurs ?

## 7 Un autre cas d'intermédiation bancaire

Du fait des risques qu'il comporte et de l'éloignement de son échéance de remboursement, il arrive que le titre émis par l'entreprise – action ou obligation – ne trouve pas preneur parmi les agents à capacité de financement. Il est alors acquis par un intermédiaire financier qui émet à son tour un actif financier que l'on qualifie de secondaire. [...] Considérons par exemple que l'agent à besoin de financement est une entreprise ; l'intermédiaire financier : un établissement de crédit ; et l'agent à capacité de financement : un ménage. On peut supposer que l'actif financier primaire est une obligation et l'actif financier secondaire un dépôt sur un livret d'épargne. L'établissement de crédit a alors acquis l'obligation émise par l'entreprise. Il a pu assurer le financement grâce au dépôt du ménage. [...]

L'intermédiaire financier permet de satisfaire à la fois les désirs de financement des emprunteurs et les désirs de placement des prêteurs. Il transforme les actifs financiers primaires peu liquides émis par les emprunteurs en actifs financiers secondaires liquides demandés par les prêteurs. Cette transforma-

tion est généralement appelée intermédiation. [...]

Dans cette vision de l'intermédiation, les établissements de crédit collectent des fonds à court terme pour les transformer en prêts à long terme. Il s'agit toutefois là d'une version appauvrie de l'intermédiation qui implique l'existence de trois agents et la nécessité d'une collecte de fonds avant la distribution du crédit. La prise en compte de la possibilité de création monétaire par les établissements de crédit permet d'envisager une nouvelle logique de financement.

Les établissements de crédit sont loin de tous prêter à partir des dépôts qu'ils ont reçus. Ils ont la particularité d'accorder des crédits en créant de la monnaie. Ce sont les crédits qui font les dépôts, c'est-à-dire que c'est l'opération de crédit qui aboutit à la création du dépôt correspondant au montant du prêt<sup>1</sup>.

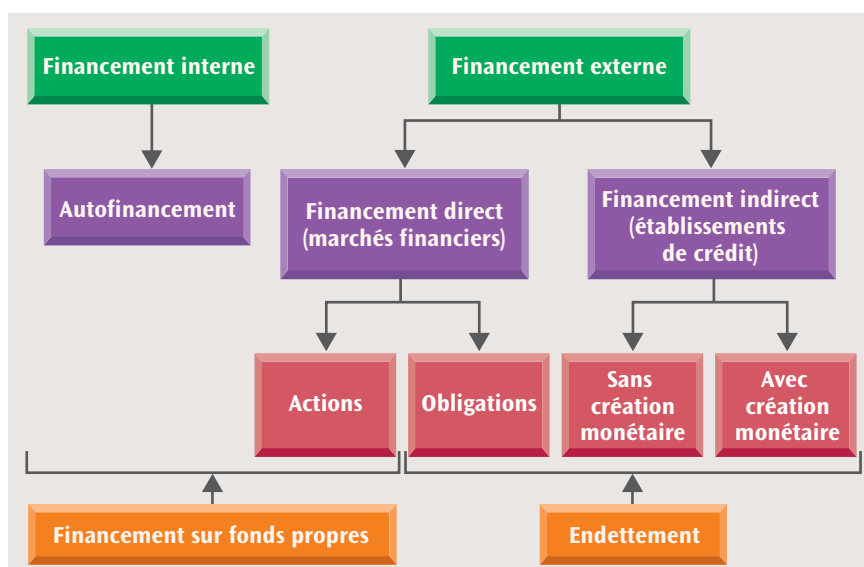
Gilles JACOUD, « Le financement de l'économie », in « Comprendre l'économie », Cahiers français, n° 315, La Documentation française, juillet-août 2003.

1. Voir chapitre 2.

### Questions

- Analyser :** pourquoi parle-t-on d'intermédiation lorsque, dans le cas cité en exemple, une entreprise émet une obligation ?
- Décrire :** un particulier dispose de 1 000 euros à placer, mais ne souhaite pas prendre de risques ; une entreprise émet des actions au prix de 10 euros chacune. En quoi peut consister précisément une opération d'intermédiation dans ce cas ?
- Lire :** expliquez la phrase soulignée.

## 8 Les différents modes de financement



### DÉFINITION

■ **Financement sur fonds propres :** c'est un financement que l'entreprise n'aura pas à rembourser ultérieurement ; il provient soit des bénéfices mis en réserve (autofinancement), soit des émissions successives d'actions qui constituent le capital propre de l'entreprise.

### Questions

- Résumer :** rappelez la différence entre un financement indirect sans création monétaire et un financement indirect avec création monétaire.
- Expliquer :** pourquoi l'émission d'actions est-elle décrite comme un « financement sur fonds propres » ?
- Expliquer :** pourquoi l'émission d'obligations est-elle décrite comme un « endettement » ?

## 9 Économie d'endettement et économie de marchés financiers

J. Hicks (prix Nobel de sciences économiques 1972) a introduit une distinction entre les systèmes que l'on peut qualifier d'économie de marché financier et ceux que l'on peut qualifier d'économie d'endettement. Dans une économie de marché financier, l'épargne est suffisante pour assurer le financement de l'investissement ; les intermédiaires financiers et les marchés financiers assurent l'adéquation des capacités et des besoins de financement. Dans une économie d'endettement au contraire, l'insuffisance de l'épargne conduit à un rôle décisif de la création monétaire dans le financement de l'économie. On dit souvent

par exemple que les États-Unis constituent durant les trente glorieuses un exemple d'économie de marché financier alors que sur la même période l'économie française est une économie d'endettement. Cette distinction et le vocabulaire sur lequel elle repose ne doivent pas conduire à une erreur d'interprétation. Toute économie capitaliste est une économie d'endettement, comme le soulignent des économistes éminents (J. Schumpeter et N. Kaldor par exemple).

Alain BEITONE et al., *Analyse économique et historique des sociétés contemporaines*, Armand Colin, 1995.

### Questions

- 1. Expliquer :** pourquoi les intermédiaires financiers jouent-ils un rôle essentiel dans une « économie d'endettement » ?
- 2. Lire :** expliquez la phrase soulignée.
- 3. Déduire :** sachant que les entreprises, en émettant des obligations, passent par des banques pour que celles-ci les placent auprès des épargnants et sachant que souvent les émissions d'actions sont couvertes par de grandes banques d'affaires, peut-on dire que l'économie de marché financier reste fondamentalement une économie d'endettement ?

## Activités

### Réviser

#### ① Capacités et besoins de financement

Répondez par vrai ou faux aux affirmations suivantes.

1. Les ménages dégagent généralement des capacités de financement.
2. Les administrations ont systématiquement des capacités de financement égales à leurs besoins de financement.
3. L'émission d'actions par une entreprise constitue pour elle un financement sur fonds propres.
4. Le recours au crédit bancaire est un financement externe direct.
5. L'économie d'endettement est une économie dans laquelle tous les agents sont systématiquement endettés.
6. La tendance est à l'augmentation des financements intermédiés depuis les années 1980.

### Appliquer

#### ② La situation financière des administrations publiques

En milliards d'euros	1995	1997	1999	2001	2003
Administrations publiques centrales	-56,3	-44,8	-30,0	-28,7	-55,1
Administrations publiques locales	-2,1	0,8	4,3	2,1	1,7
Administrations de sécurité sociale	-7,9	-6,3	3,7	4	-11,1
<b>Ensemble</b>	<b>-66,3</b>	<b>-50,3</b>	<b>-22,0</b>	<b>-22,5</b>	<b>-64,6</b>

Source : INSEE, TEF 1999-2005.

1. Que signifient les chiffres entourés ?
2. Comment ont évolué les situations financières des différentes administrations sur la période ?
3. Quelles sont les conséquences de ces situations ?

### Faire une synthèse

À partir des documents 5 à 8 p. 75-76, établissez un tableau recensant les différents moyens dont dispose une entreprise pour financer son activité, leurs avantages et leurs inconvénients respectifs.



# Le rôle croissant du financement par les marchés

Les années 1980 ont vu une transformation importante des modes de financement de l'activité. Les marchés de capitaux se sont développés et ont pris une place prépondérante dans un contexte d'internationalisation croissante. Cela a eu des effets sur l'attitude des épargnants, sur le rôle des États et des établissements de crédit, et surtout sur la stratégie des entreprises au sein desquelles les rapports de pouvoir entre actionnaires et dirigeants se sont trouvés sensiblement modifiés.

### ► Quelle logique est à l'œuvre dans le rôle croissant du financement par les marchés financiers ?

## A. Vers une économie de marchés financiers

### 10 Les principaux éléments du marché financier

Les actions constituent des fractions du capital des entreprises cotées en Bourse. Ceux qui les détiennent n'ont pas droit à un revenu fixe, mais ils peuvent éventuellement recevoir un dividende, c'est-à-dire une fraction des bénéfices de l'entreprise que l'assemblée générale des actionnaires décide de leur attribuer. Ils peuvent également bénéficier d'une plus-value s'ils réussissent à revendre leurs actions plus cher qu'ils ne les ont achetées. Mais, contrairement à ce que de nombreux actionnaires avaient fini par croire dans les années 1990, ces plus-values ne sont pas garanties elles non plus.

En échange du risque financier qu'ils prennent, les actionnaires se voient attribuer des droits politiques sur l'entreprise : ils élisent le conseil d'administration, qui lui-même désigne et contrôle (théoriquement du moins) le patron de l'entreprise. Les actionnaires d'Eurotunnel viennent ainsi, fait rarissime, de faire usage de ce pouvoir pour changer la direction. [...]

Mais les actions ne sont pas les seuls titres qu'on échange en Bourse. On y fait également commerce d'obligations. Ces titres représentent des fractions de crédits accordés aux entreprises ou aux États. Contrairement aux actions, les obligations donnent droit à une rémunération

garantie sous la forme d'un taux d'intérêt. Le risque financier est donc beaucoup moins grand. En contrepartie, ces titres ne donnent pas de droits politiques à leurs détenteurs. Les États n'ont pas d'actionnaires puisque ce sont (théoriquement du moins) leurs citoyens qui en sont « propriétaires ». En revanche, ils émettent en grandes quantités des titres de dette (les bons du Trésor) pour financer leurs déficits. [...]

Les marchés financiers servent enfin, *via* les marchés de produits dérivés, à la protection des entreprises contre les risques de changement des taux d'intérêt, les fluctuations du cours des monnaies des pays avec lesquels elles traitent, ou les envolées des prix des matières qu'elles achètent (ou vendent)... On achète et on vend en effet sur ces marchés des contrats à dénouer dans le futur, ce qui permet aux acteurs économiques d'être sûrs du prix qu'ils paieront à ce moment-là, dans un mois ou dans un an.

Pour tous ces produits, les marchés financiers ont une double fonction. Ce sont d'abord des marchés du « neuf » : les entreprises obtiennent des financements supplémentaires sous forme de capital en mettant en vente leurs actions à l'occasion d'une introduction en Bourse, d'une augmentation de capital ou sous forme de

#### Questions

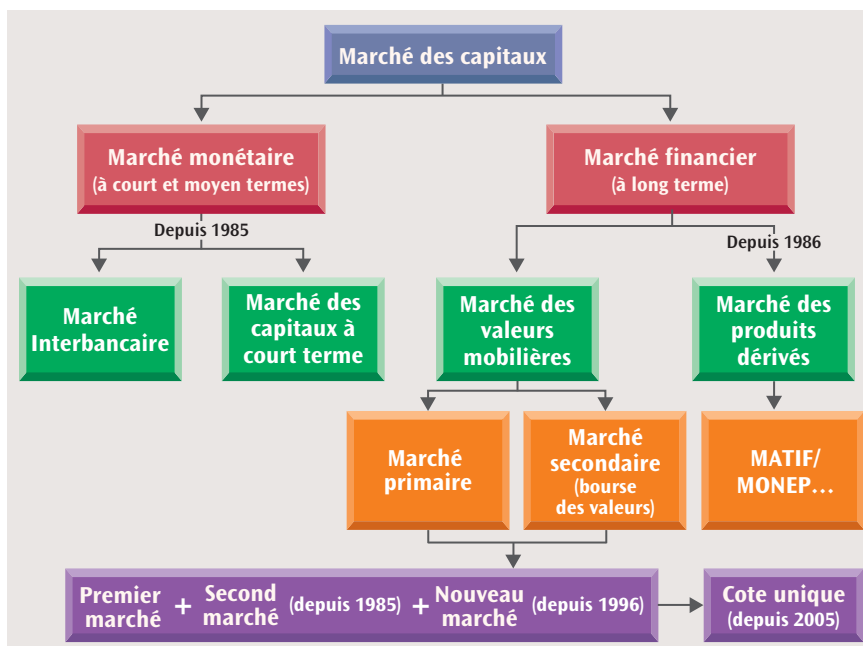
- 1. Résumer :** quelles sont les principales différences entre les actions et les obligations ?
- 2. Expliquer :** pourquoi la bonne santé du marché secondaire est-elle indispensable au bon fonctionnement du marché primaire ?
- 3. Décrire :** à quoi servent les marchés des produits dérivés ?

crédit en proposant des obligations. C'est ce qu'on appelle le marché primaire. Les marchés financiers sont dans le même temps des marchés de l'« occasion », où s'échangent les actions et les obligations précédemment émises par les entreprises. C'est le marché dit secondaire.

Ces deux aspects sont indissociables. [...] Si ce n'était pas le cas, les acheteurs auraient peur de rester coincés, de ne pas pouvoir revendre quand eux-mêmes auront besoin de liquidités.

Guillaume DUVAL, « La Bourse », *Alternatives économiques*, n° 226, juin 2004.

## 11 Les composantes du marché des capitaux



Note : toutes les sociétés cotées à Paris figurent désormais sur une liste unique et sont soumises à des règles identiques, uniquement distinguées par une lettre (A, B ou C) en fonction du montant de leur capitalisation. Créés respectivement pour accueillir les PME et les entreprises innovantes, le second et le nouveau marché semblaient en perte de vitesse.

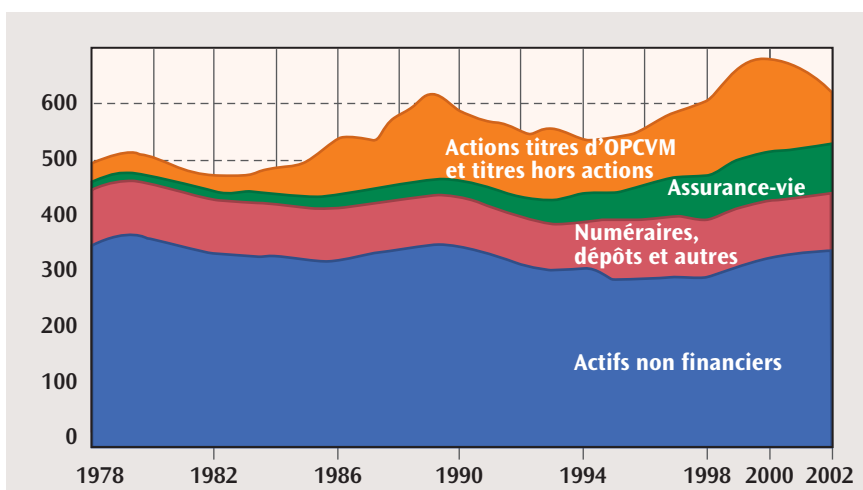
### Questions

**1. Définir :** précisez la différence entre marché primaire et marché secondaire d'une part, et premier marché et second marché d'autre part.

**2. Expliquer :** pourquoi le terme « Bourse des valeurs » s'applique-t-il ici au seul marché secondaire ?

## 12 Les transformations du patrimoine des ménages

### Composition du patrimoine (en % du revenu disponible brut des ménages)



Note : les titres d'OPCVM (organismes de placements collectifs en valeurs mobilières) sont principalement les titres de SICAV et les FCP dont la logique est expliquée dans le document 13 p. 80 ; ils peuvent être des titres à plus ou moins long terme.

Source : INSEE, calculs, *Alternatives économiques*, hors-série, n° 58, 4<sup>e</sup> trimestre 2003.

### Questions

**1. Lire :** quel pourcentage du revenu disponible des ménages représentent respectivement leurs actifs financiers et leurs actifs non financiers en France en 2002 ?

**2. Illustrer :** donnez un exemple d'actif non financier qui occupe une part importante du patrimoine des ménages.

### 13 La globalisation financière

Depuis les années 1970, le paysage financier s'est grandement transformé. Les pays anglo-saxons ont été les premiers à connaître la fameuse vague des « trois D ». Cette dénomination recouvre le processus de déréglementation (abolition des réglementations afin de faciliter la circulation internationale du capital), de désintermédiation (essor de la finance directe) et de décloisonnement des marchés (abolition des frontières entre les différents marchés d'un même pays et entre les marchés [monétaires et financiers] des différents pays). La vague, censée améliorer l'affectation des capitaux entre pays et entre secteurs d'activité, et réduire les coûts de financement, s'est étendue à la France et, plus globalement, à l'ensemble des pays occidentaux. Soucieux de se procurer des ressources pour financer leur déficit public au moindre coût dans un contexte de politique de désinflation et soumis aux pressions de la communauté financière, les gouvernements ont favorisé ce processus. Les innovations financières se sont multipliées. De nouveaux produits et marchés ont vu le jour. [...] En 1981, se sont développés les Sicav (sociétés d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds communs de pla-

cement) de court terme. Ce sont des instruments de gestion collective. Les épargnants confient leurs économies à un gérant qui se charge de les investir sur les marchés. Grâce à la création du « nouveau marché » en 1996, de nombreuses start-up à fort potentiel d'innovation vont trouver à se financer. Aujourd'hui, suite au démantèlement de nombreux cloisonnements géographiques et institutionnels, les emprunteurs et les investisseurs ont accès à une multitude de produits financiers sur toutes les places du monde.

Ce processus d'interconnexion des marchés de capitaux, au niveau national et international, conduit à l'émergence d'un « marché unifié de l'argent à l'échelle planétaire ». On parle aussi de « globalisation financière ».

Virginie DE LA VIGNE, « Les marchés financiers », *Sciences humaines*, n° 146, février 2004.

#### DÉFINITION

■ **Globalisation financière :** phénomène qui aboutit à la constitution au niveau mondial d'un marché unifié de l'argent dans le temps (il fonctionne vingt-quatre heures sur vingt-quatre) et dans l'espace (toutes les places financières sont reliées entre elles en temps réel grâce aux nouvelles technologies de l'information et de la communication).

#### Questions

1. **Résumer :** quelles sont les trois dimensions de la globalisation financière ?
2. **Lire :** expliquez la phrase soulignée.
3. **Expliquer :** pourquoi les SICAV et les FCP ont-ils contribué à développer l'activité des marchés financiers ?

### 14 Le recours croissant à la finance directe, au marché financier

Au cours des dernières décennies, le financement des investissements s'est profondément modifié. Dans le courant des années 1970, le partage de la valeur ajoutée avait été plus favorable aux salariés. La part des profits a alors diminué et les entreprises ont eu recours massivement à l'emprunt. Les années 1980 ont connu un phénomène inverse. La remontée de la part des profits dans la valeur ajoutée a permis aux entreprises d'autofinancer plus largement leurs investissements. Les années 1990 se sont par conséquent caractérisées par des taux d'autofinancement élevés, résultats de taux de marge importants et de taux d'investissement faibles. Les entreprises ont nettement modifié leurs sources de financement externe en ayant de plus en plus recours

à un financement direct, par les marchés financiers, au détriment du financement par emprunts bancaires. Cette mutation explique en partie le fort développement des marchés boursiers au cours des vingt dernières années.

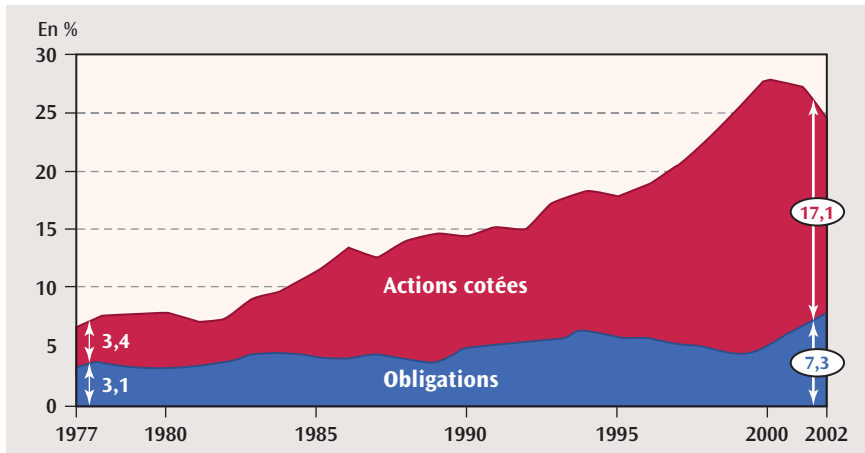
Pierre-André PORCRON, « L'investissement », in « Comprendre l'économie », *Cahiers français*, n° 315, La Documentation française, juillet-août 2003.

#### Questions

1. **Expliquer :** en quoi l'évolution du partage de la valeur ajoutée a-t-elle modifié le comportement financier des entreprises ?
2. **Justifier :** pourquoi les entreprises trouvent-elles avantage à utiliser le financement externe direct plutôt qu'indirect ?

## 15 La globalisation financière a-t-elle entraîné une désintermédiation en France ?

### Part des financements de marché dans le passif des entreprises non financières françaises (en %)



Source : INSEE, calculs, *Alternatives économiques*, hors-série, n° 62, 4<sup>e</sup> trimestre 2004.

#### Questions

- 1. Lire :** que signifient les deux chiffres entourés pour l'année 2002 ?
- 2. Déduire :** quels sont les deux enseignements que l'on peut retirer de l'évolution de ces deux courbes sur la période ?

## 16 Une désintermédiation à relativiser

Que peut-on dire sur la place des banques dans l'économie dans ce nouveau contexte de l'économie de marchés financiers ? Pour répondre à cette question, les autorités monétaires ont élaboré un indicateur, le taux d'intermédiation, qui mesure la part des financements réalisés par les intermédiaires financiers par rapport aux financements totaux. Il y a deux mesures possibles du taux d'intermédiation :

- le taux d'intermédiation étroit (T1) part des crédits bancaires dans le total des financements ;
- le taux d'intermédiation large (T2) part des financements effectués par l'ensemble des intermédiaires financiers.

On constate sur le tableau que la part des crédits bancaires dans les financements totaux (T1) a sensiblement baissé, passant de 71 % en 1978 à 39,1 % en 2003. D'après cet indicateur, l'importance des banques dans le financement de l'économie a diminué. On qualifie de désintermédiation bancaire cette diminution de la part des banques.

Mais il faut tenir compte de deux autres éléments pour mesurer l'intermédiation financière : d'une part, il y a le processus de « mobiliérisation », c'est-à-dire que les intermédiaires financent l'économie en achetant des titres ; d'autre part, l'intermédiation financière n'est pas uniquement le fait des banques, mais également des OPCVM et des sociétés d'assurance. En effet, ces intermédiaires participent au financement de l'écono-

mie, comme les banques, dans la mesure où ils collectent des ressources auprès du public avec lesquelles ils achètent des titres émis par les entreprises, les banques et le Trésor. On constate que le taux d'intermédiation large (T2) a connu une baisse deux fois moindre, de 79 % à 64 %, que le taux étroit (T1) depuis la fin des années 1970. Ces résultats montrent que, pris globalement, les intermédiaires financiers (banques, OPCVM et sociétés d'assurance) continuent de jouer un rôle important dans le financement de l'économie. [...] En fin de compte, la montée en puissance des marchés financiers n'entraîne pas de « désintermédiation » financière. En effet, pour fonctionner, les marchés financiers ont besoin de l'intervention d'intermédiaires. Il y a donc complémentarité entre la finance de marché et la finance « intermédiée ».

Le principal changement vient de ce que les banques sont de plus en plus concurrencées par les intermédiaires financiers non bancaires (IFNB). Encore faut-il relativiser cette conclusion car, en France, les OPCVM sont contrôlés à hauteur de 80 % par les grandes banques. De même, on assiste à une intégration croissante entre les activités de banque et d'assurance au sein des principaux groupes bancaires et financiers, tels que BNP-Paribas ou Société générale : c'est ce qu'on appelle la « bancassurance ».

Dominique PLIHON, *La Monnaie et ses mécanismes*, La Découverte, collection « Repères », 2004.

### Évolution du taux d'intermédiation

En % des financements totaux (en cours)	1978	1988	1992	2003
<b>Taux d'intermédiation étroit (T1) :</b> Crédits/financements totaux	71,0	61,5	58,9	39,1
<b>Taux d'intermédiation large (T2) :</b> Financements intermédiés/financements totaux	79,0	79,7	76,3	64,3
– par les établissements de crédit	76,0	69,3	63,5	44,2
– par les entreprises d'assurance	2,3	3,9	5,8	11,9
– par les OPCVM	0,7	6,5	6,9	8,3

Source : Banque de France.

#### Questions

- 1. Distinguer :** qu'est-ce qui différencie le taux d'intermédiation étroit du taux d'intermédiation large ?
- 2. Lire :** que signifient les chiffres entourés ?
- 3. Définir :** qu'est-ce que la bancassurance ?
- 4. Expliquer :** pourquoi faut-il relativiser la désintermédiation, selon l'auteur ?

## B. Les conséquences du poids croissant des marchés financiers

### 17 La fusion Air France-KLM

Deux jours après le succès de l'offre publique d'échange amicale d'Air France sur les actions de KLM, les présidents des deux compagnies aériennes ont officiellement lancé, mercredi 5 mai, à Roissy, la phase opérationnelle du nouvel ensemble. « Air France-KLM est devenue une réalité depuis le 3 mai », s'est félicité Jean-Cyril Spinetta, PDG d'Air France. [...]

Se félicitant d'avoir terminé le processus de rapprochement « avec à peine deux semaines de retard » sur le calendrier envisagé en septembre, Jean-Cyril Spinetta a présenté les premières mesures opérationnelles et commerciales du nouvel ensemble. M. Spinetta a également précisé les prochaines étapes qui mèneront à la structure définitive du premier transporteur aérien mondial, selon le critère du chiffre d'affaires (19,2 milliards d'euros réalisés en 2002-2003), le troisième en termes de trafic. [...]

Au cours du mois de septembre, l'assemblée générale des actionnaires devrait statuer sur la création de la filiale opérationnelle qui gardera le nom d'Air France, ainsi que sur le changement de dénomination sociale du groupe, qui deviendra Air France-KLM. Jean-Cyril Spinetta en sera PDG et Leo Van Wijk (PDG de KLM) vice-président du conseil d'administration.

La majorité des nouvelles mesures commerciales seront mises en place le 1<sup>er</sup> juin. La combinaison des deux hubs

– les plates-formes de correspondance – de Roissy-Charles-de-Gaulle (CDG) et de Schiphol (Amsterdam) va permettre d'offrir aux clients du nouveau groupe un réseau de 225 destinations dans le monde. [...]

KLM et ses alliés américains Northwest Airlines et Continental Airlines rejoindront l'alliance SkyTeam, qui deviendra le deuxième regroupement mondial, avec une part de marché de 21 %, derrière les 24 % de Star Alliance (United Airlines, Lufthansa...).

Les synergies résultant de la fusion devraient atteindre entre 65 et 75 millions d'euros pour l'exercice 2004-2005. « Nous avons la conviction [...] que c'est un chiffre minimal et que la réalisation pourrait être supérieure », a rappelé Jean-Cyril Spinetta. Pour l'exercice 2005-2006, ces synergies devraient se situer entre 110 et 135 millions d'euros. Quant au chiffre de 500 millions d'euros de synergies à l'horizon 2008-2009, évoqué au mois de septembre lors de l'annonce du projet de fusion, il paraît « plus que jamais atteignable », selon M. Spinetta.

Se voulant rassurants, les deux dirigeants ont enfin confirmé que le regroupement n'induirait « pas de licenciements pour les personnels d'Air France et de KLM ».

François BOSTANAVARON, « Air France-KLM lance sa nouvelle politique commerciale », *Le Monde*, 7 mai 2004.

#### LE SAVIEZ-VOUS ?

Une **offre publique d'échange (OPE)** est une forme d'**OPA (offre publique d'achat)** consistant à proposer publiquement aux actionnaires d'une société de la racheter en échangeant ses actions contre celles de la société acheteuse à un cours nettement supérieur à celui du marché, dans un délai donné pour en prendre le contrôle.

#### Questions

- Analyser** : pourquoi peut-on dire que la fusion Air-France-KLM est le résultat du poids croissant des marchés financiers ?
- Définir** : cherchez la signification du terme « synergie » ; en quoi consiste-t-elle dans cet exemple ?
- Expliquer** : quels sont, plus généralement, les avantages qu'espère retirer Air France de cette OPE ?

### 18 De moins en moins d'entreprises cotées en Bourse mais plus grandes

#### Nombre de sociétés françaises cotées au 31 décembre

	1999	2000	2001	2002	2003
Premier marché	329	310	297	275	278
Second marché	367	347	341	319	310
Nouveau marché	104	151	153	143	138
<b>Ensemble</b>	<b>800</b>	<b>808</b>	<b>791</b>	<b>737</b>	<b>726</b>

Source : INSEE, TEF 2003-2004-2005.

#### Questions

- Calculer** : quel a été le pourcentage de variation du nombre de sociétés françaises cotées entre 1999 et 2003 ?
- Justifier** : tous les marchés ont-ils été touchés de la même manière par cette évolution ?
- Déduire** : trouvez une raison à cette évolution dans le document précédent.



## 19 Les PME restent peu concernées

Cette faculté à rechercher des financements sur les marchés est en revanche beaucoup moins nette pour les PME : le taux d'intermédiation bancaire est resté pour leur part quasiment inchangé sur la période. [...] Plusieurs raisons expliquent cette situation.

### a) Les produits d'endettement de marchés

Les petites entreprises ne disposent pas des ressources humaines et financières pour y accéder : les contraintes de notation par des agences extérieures de leur dette ou de publication régulière de résultats se révèlent dissuasives pour ces émetteurs occasionnels.

### b) Les apports en fonds propres

Les petites entreprises ne disposent que de possibilités très restreintes pour en bénéficier. Parmi les différents marchés boursiers, seul celui du « hors-cote » s'adressait à des entreprises de taille réduite. Les autorités ont cherché

à diminuer ce handicap par la création du second marché, puis du « nouveau marché », mais leurs effets sont encore incertains. Au total, la dépendance des PME aux ressources bancaires les expose à un *credit crunch*, c'est-à-dire à une forte contraction de l'offre des crédits offerts par les établissements. Ces derniers ont en effet fortement renforcé leurs grilles d'analyse des risques, pour se prémunir contre les défaillances d'entreprises. [...] Faute d'accès suffisant aux ressources, les petites et moyennes entreprises voient donc leur capacité d'investir freinée.

C. BEAUX, E. KESLER, O. SICHEL, E. BAREL,  
*Économie politique contemporaine*,  
Armand Colin, 2000.

### Questions

- 1. Expliquer :** quelles sont les difficultés rencontrées par les PME pour accéder aux marchés financiers ?
- 2. Déduire :** quelles sont les conséquences de ces difficultés pour les PME ?

## 20 La France adopte le capitalisme anglo-saxon

On estime qu'en 1985 les investisseurs étrangers ne représentaient que 10 % de la capitalisation boursière de Paris. À l'époque, le capitalisme français est d'un type particulier. Vivant à l'abri de l'État, protégées par un système complexe de participations croisées, les grandes entreprises françaises constituent un étrange réseau, protégé, ou presque, de toute OPA. Ce système était à ce point verrouillé que même les premières privatisations, celles de 1986-1988, ne l'ont pas ébranlé. [...] Mais, finalement, le temps a fini par faire son œuvre. Sous l'effet des privatisations, qui ont massivement repris en 1993, du déboulement des participations croisées que cela a entraîné, le capitalisme français a alors engagé une véritable mue. Quasiment impensables en France (comme d'ailleurs en Allemagne), les OPA sont devenues possibles. Et l'on a vu en 1995 un premier grand raid boursier (en fait non victorieux), celui de l'Italien Generali sur les AGF. Et puis surtout, on a vu ce qui était autrefois inconcevable en France : une extraordinaire montée en puissance

des investisseurs étrangers, et notamment des grands fonds de pension anglo-saxons, dans le capital des entreprises françaises. En quelques années, la part des investisseurs étrangers dans le capital des firmes du CAC 40 grimpe donc du seuil de 10 % à près de 37 % en moyenne en 1997, et à 43,7 % aujourd'hui. [...]

Du même coup, toutes les règles du jeu ont été modifiées. C'est l'actionnaire aujourd'hui qui commande. Et le cap à suivre est clair, c'est celui de la « shareholder value » – le profit pour l'actionnaire – [...] contraignant finalement Lionel Jospin à admettre ce qui était à l'opposé de son ambition initiale : « L'État ne peut pas tout. » [...] Apparition des « working poors », les travailleurs pauvres, générés par les nouvelles formes d'emploi précaire, développement d'une nouvelle couche d'entrepreneurs ou de cadres dirigeants faisant rapidement fortune, grâce notamment à l'envolée des stock-options : la France découvre de nouvelles inégalités.

Laurent MAUDUIT, *Le Monde*,  
29 juillet 2003.

### DÉFINITIONS

■ **Fonds de pension :** ils font partie, entre autres avec les compagnies d'assurances, des investisseurs institutionnels ; en l'occurrence leur rôle est de gérer à moyen et long termes l'épargne des actifs dans une logique de retraite par capitalisation.

■ **Stock-options :** ce sont des options offertes principalement aux cadres dirigeants sur des actions de l'entreprise à un prix fixé à l'avance, qu'ils pourront transformer en achat définitif avec plus-value en cas de hausse des cours, d'où une motivation supplémentaire.

### Questions

- 1. Expliquer :** en quoi le marché français des capitaux était-il particulièrement protégé jusqu'au milieu des années 1980 ?
- 2. Lire :** expliquez la phrase soulignée.



## 21 Les bénéfiques profitent surtout aux actionnaires

Depuis le milieu des années 1990, quand les fonds de pension ont fait leur entrée à la Bourse de Paris, et sous la contrainte de réaliser le chiffre magique des 15 % de rentabilité, les groupes délaissent les activités jugées peu rentables, sous-traitent, externalisent, licencient... En 1997, le plus gros bénéficiaire des entreprises du CAC 40, réalisé par France Télécom, était de 2,7 milliards d'euros. Aujourd'hui, six entreprises sont au-dessus de ce chiffre. [...]

Mais au bout du compte, à quoi sert cette culture généralisée de la rentabilité ? Pas à relever les salaires, ni à investir, mais à enrichir les actionnaires. [...] En 2003, les sociétés du CAC 40

ont distribué 17 milliards d'euros à leurs actionnaires, contre 14,5 milliards l'année précédente. Même des groupes qui ont fait des pertes, comme Suez, n'ont pas voulu se mettre à dos leurs actionnaires. Mais le plus significatif est que, pour 29 entreprises du CAC 40, la part des bénéfices alloués aux dividendes a augmenté. Le ratio est passé de 42 à 52,7 %. Conclusion, les entreprises ont du cash, mais n'ont pas de projet de croissance. Et, plutôt que de le dépenser dans des projets peu rentables, elles préfèrent le rendre à leurs actionnaires.

Nicolas CORI, « Cash 40 », *Libération*, 22 mars 2004.

Société du CAC 40	Résultat net (en millions d'euros)	Chiffre d'affaires (en milliards d'euros)	Dividende (en euros)
Total	7 030	104,6	4,70
BNP	3 760	17,9	1,50
Vivendi Universal	-1 100	25,5	0
Suez	-2 160	39,6	0,70

### Questions

- Lire :** que signifient les chiffres entourés dans le tableau ?
- Lire :** expliquez la phrase soulignée.
- Expliquer :** quelles sont les raisons de ce comportement des entreprises ?
- Déduire :** quelles en sont les conséquences ?

## 22 L'affaire Enron et ses conséquences

Quelques semaines après les attentats du 11 septembre 2001, le 2 décembre, le courtier en énergie texan Enron faisait faillite. En quelques semaines, la septième société américaine par son chiffre d'affaires a laissé place à la plus grosse banque-route américaine, provoquant une onde de choc sur le capitalisme et les marchés financiers plus forte encore que celle des attaques terroristes. [...]

Bénéfices fictifs, chiffres d'affaires gonflés, bilans manipulés, détournements... Enron a révélé que le système comptable américain pouvait laisser passer les pires malversations, sans réaction des contre-pouvoirs censés protéger les investisseurs. L'imposture avait échappé à la Securities and Exchange Commission (SEC), le gendarme des marchés financiers, aux agences de notation, aux analystes, aux gestionnaires de fonds, aux journalistes. Pis encore, Enron n'a pu exister qu'avec l'aide des garants du système : les plus grandes banques (Merrill Lynch ou JP Morgan Chase), les meilleurs avocats, le cabinet d'audit le plus réputé (Andersen). Ce dernier paiera cher son rôle d'auditeur d'Enron : déclaré coupable d'obstruction à la justice le 15 juin, il a été contraint de cesser ses activités aux États-Unis et a dû se vendre par appartements à ses quatre concurrents [...]. Plus grave encore pour le public

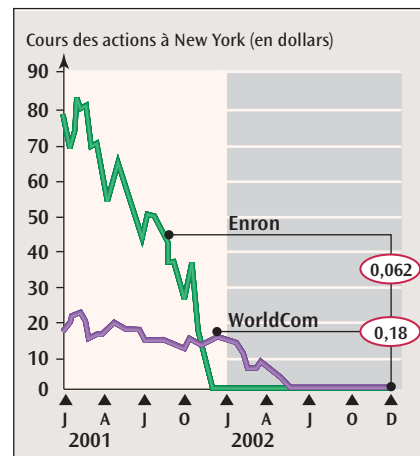
et les épargnants américains, le cas Enron n'était pas isolé. Plusieurs autres scandales ont rapidement éclaté : du conglomérat Tyco, qui a dissimulé plusieurs milliards de dollars d'acquisitions, à l'opérateur de télécommunications Global Crossing, autre faillite retentissante. [...]

Le record de taille de faillite établi par Enron a vite été battu. Le 21 juillet, l'opérateur de télécommunications WorldCom laissait une dette de 41 milliards de dollars. Fin septembre, il avait 9 milliards de malversations comptables.

Au total, plus de 250 sociétés américaines (contre 92 en 1997) ont dû réviser leurs comptes en 2002, dont Microsoft, General Electric, Xerox. « Si les employés et les actionnaires d'une société ne sont pas raisonnablement sûrs que les bénéfices annoncés sont réels et que les dirigeants ne profitent pas de leur position pour s'enrichir à leur détriment, il n'y a tout simplement plus de capitalisme possible », résume Robert Litan, responsable des études économiques de la Brookings Institution.

Sophie FAY et Éric LESER, « Un an après Enron, le capitalisme cherche à rebondir », *Bilan du monde 2003*, Le Monde Éditions/Milan, 2003.

### La chute de deux symboles



Source : Bloomberg.

### Questions

- Décrire :** quelles sont les origines de la faillite d'Enron ?
- Expliquer :** quel rôle respectif de la SEC, des agences de notation, des gestionnaires de fonds et des journalistes justifie-t-il que l'on parle de contre-pouvoirs du système financier ?
- Lire :** expliquez la phrase soulignée.

## 23 Peut-on échapper aux exigences des actionnaires ? L'exemple de Google

En annonçant qu'ils introduisaient une partie de leur capital en Bourse, en vue de tirer 2,7 milliards de dollars d'argent frais, Brin et Page, fondateurs du moteur de recherche sur l'Internet le plus utilisé au monde, Google, ont rédigé une lettre pour expliquer à Wall Street qu'il ne fallait pas trop compter sur eux pour suivre les règles du jeu habituelles. [...]

D'abord, parce que l'introduction en Bourse a été conçue pour n'engraisser aucune banque de Wall Street. C'est une mise aux enchères directe, du jamais vu pour une opération de cette ampleur. Habituellement, les groupes vendent une partie des actions aux banques avec une remise de 5 à 10 %, puis celles-ci placent les actions auprès du grand public. Par ailleurs, les actions sont souvent introduites à un cours assez bas, ce qui permet d'assurer le succès immédiat de l'opération (mais aussi de distribuer des plus-values à court terme). Google veut éviter ces fuites d'argent jugées inutiles. Grâce à des enchères ouvertes, les fondateurs entendent s'approcher,

dès la mise en Bourse, d'un cours stable.

Initiative encore plus mal appréciée : le verrouillage du contrôle. Un des principes capitalistes de bonne « gouvernance », c'est que toute action donne droit à une voix à l'assemblée générale des actionnaires. Le principe retenu par Google est tout autre : les actions des fondateurs (qui comptent garder 30 % du capital) devront peser, en termes de pouvoir, dix fois plus que les autres. Deux catégories d'actions ont donc été créées, les actions A et B, ces dernières donnant dix droits de vote. [...]

Troisième écart hétérodoxe : le refus de promettre des bénéfices tous les trimestres. « Pour une équipe de direction, les objectifs de court terme sont une distraction qui n'a pas plus de sens que le fait d'aller sur la balance toutes les demi-heures quand on fait un régime », écrit Page dans sa lettre. [...] Les actionnaires sont invités à renoncer au confort des bénéfices en hausse régulière, à fermer les yeux et à accepter les risques.

Pascal RICHÉ, « Google rebelle aux lois du marché », *Libération*, 3 mai 2004.

### Questions

**1. Décrire :** comment les banques sont-elles habituellement financièrement intéressées lors de l'introduction en Bourse des entreprises aux États-Unis ?

**2. Expliquer :** comment les fondateurs de Google comptent-ils échapper aux exigences habituelles des actionnaires ?

## Activités

### Réviser

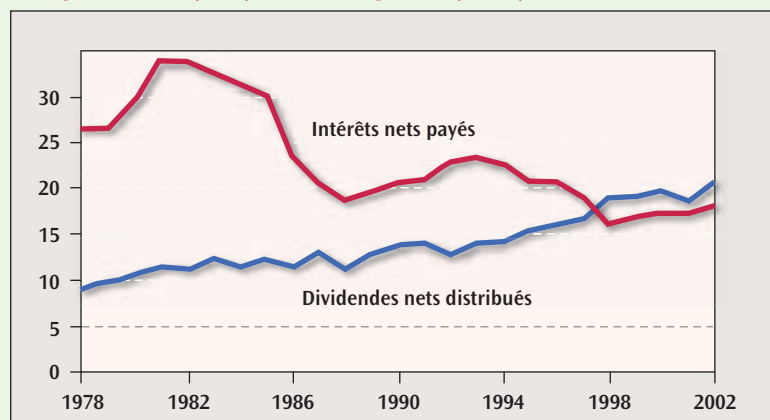
#### 1 Les marchés financiers

Répondez par vrai ou faux aux affirmations suivantes.

1. Une obligation est une part de propriété sur une entreprise.
2. Le marché secondaire est le lieu sur lequel sont cotées les PME.
3. L'achat d'une SICAV permet à l'épargnant de limiter les risques sur ses placements à la Bourse.
4. Les PME sont très peu concernées par les marchés financiers.
5. Les actionnaires exercent une influence croissante sur la stratégie des entreprises.
6. Les OPA sont de plus en plus rares en France.

### Appliquer

#### 2 Part des revenus du capital versés dans l'excédent brut d'exploitation (EBE) des entreprises (en %)



Source : INSEE, calculs, *Alternatives économiques*, hors-série, n° 58, 4<sup>e</sup> trimestre 2003.

1. Rappelez la signification de l'EBE et à qui sont destinés respectivement les intérêts à payer et les dividendes à verser.
2. Que montre l'évolution de ces deux courbes entre 1978 et 2002 ?
3. Quels sont les avantages et les inconvénients de ces évolutions ?

### Faire une synthèse

À partir des documents 11, 13, 14, 19 et 20 p. 79, 80 et 83, analysez les causes et les conséquences du pouvoir des actionnaires dans la stratégie des entreprises.

## TD1

# Le cours des valeurs mobilières

## ► Comment se fixent les cours des valeurs mobilières ?

### 1 La valeur des actions

Chaque jour, des millions d'actions sont offertes ou demandées sur le marché secondaire. Les donneurs d'ordres indiquent à la société de Bourse qui gère leurs actions le prix auquel ils souhaitent acheter ou vendre, soit en fixant un prix maximal à l'achat et un prix minimal à la vente, soit en ordonnant un achat ou une vente quel que soit le prix (« au mieux »). Voici donc un exemple fictif de cotation :

Nombre d'actions demandées à l'achat par l'ensemble des donneurs d'ordres		Limites de cours exprimés par les donneurs d'ordres	Nombre d'actions offertes à la vente par l'ensemble des donneurs d'ordres	
À chaque limite	Cumulé		Cumulé	À chaque limite
120		Demandés au mieux (en euros)		
65		38,00		250
80		37,50		190
80		37,00		165
100		36,50		185
110		36,00		140
150		35,50		125
120		35,00		100
140		34,50		75
190		34,00		60
175		33,50		40
210		33,00		45
		Offerts au mieux (en euros)		185

#### Exercice 1

- Complétez le tableau en cumulant le nombre total d'actions (de titres) offertes et demandées pour chaque cours proposé.
- Tracez les courbes d'offre et de demande cumulées sur un graphique comportant en ordonnée les cours proposés et en abscisse les quantités offertes et demandées correspondantes.
- Déterminez le cours d'équilibre sur le tableau et sur le graphique. Que signifie le résultat trouvé ?

### 2 La valeur des obligations

#### Exercice 2

Une obligation est un emprunt à long terme qui rapporte annuellement un montant fixe d'intérêts jusqu'au remboursement. Par exemple, supposons un emprunt obligataire sur dix ans émis en 2000 sous forme d'obligations de 150 euros, remboursables à échéance et donnant droit à la distribution de coupons annuels calculés au taux de 6 %.

① Si un souscripteur achète 20 obligations et les garde jusqu'à échéance, quel sera le montant total de son gain ?

② Ayant besoin de changer de voiture, il veut revendre ses obligations en 2004 alors que les taux pratiqués sur le marché obligataire sont passés à 5 %. On calcule alors la nouvelle valeur de l'obligation en cherchant à 5 % de quelle somme correspond le montant des intérêts annuels que lui rapporte chaque obligation.

À quel prix pourrait-il théoriquement négocier chaque obligation ? À quel prix pourrait-il négocier si le taux d'intérêt à long terme remontait à 8 % ?

### 3 Le mimétisme des comportements

Comment, en tant qu'opérateur boursier, chargé d'offrir et de demander, vais-je me décider pour offrir ou demander des valeurs, des actions particulières ? Keynes imagine un concours de beauté. Les concurrents doivent choisir une jolie femme parmi des photos. Le gagnant est celui qui est le plus proche du choix moyen de l'ensemble des concurrents. Le calcul devient dès lors très compliqué et stratégique. Je peux choisir en fonction de ma propre opinion (1) ; ou en fonction de ce que je crois être l'opinion des autres (2) ; ou en fonction de ce que je crois être l'opinion des autres sur ma propre opinion et celle des autres (3) ; ou faire le pari que certains feront preuve d'originalité et choisiront tel visage typé (4) ; etc. Conclusion, dit Keynes, « le problème du spéculateur est d'être dans la foule et de deviner ce que la foule va faire ». Si je sais que la foule va vendre demain, l'idéal est que je vende aujourd'hui, avant la chute des cours ; si je sais qu'elle va massivement acheter demain, l'idéal est que j'achète aujourd'hui, avant la hausse des cours. Mais comment prévoir les mouvements de foule, puisque je suis moi-même au milieu de la foule ?

C'est tout le paradoxe du concours de beauté. Le marché est véritablement un mouvement de foule, soumis au mimétisme, au panurgisme, à l'engouement et à la panique. [...] C'est pourquoi, toujours selon Keynes, « la seule hypothèse que je puisse faire est d'espérer que la tendance va continuer ». [...] L'idéal est donc d'anticiper ce que fait la foule pour faire le contraire.

Bernard MARIS, *Antimanuel d'économie*, Bréal, 2003.

#### Exercice 3

- Après avoir cherché la signification des différents termes employés, expliquez la phrase soulignée.
- Une position d'initié est une situation dont il est en principe interdit de tirer profit et susceptible de condamnations par l'Autorité des marchés financiers (AMF), gendarme de la Bourse ; pourquoi une telle situation est-elle malgré tout difficile à empêcher et à contrôler ?

### 1 Pourquoi transformer EDF en société anonyme ?

Aujourd'hui, EDF relève le défi de la concurrence du marché de l'électricité. Dès le 1<sup>er</sup> juillet, entreprises et professionnels, de la multinationale au boulanger, pourront choisir librement leur fournisseur d'électricité.

[...] Nous devons nous adapter pour avoir les moyens de nous battre à armes égales avec nos concurrents. Dès juillet, ils proposeront à nos clients des offres globales, associant plusieurs énergies. Aujourd'hui, le statut juridique d'établissement public nous limite à la production et à la distribution d'électricité. Il ne nous autorise donc pas à proposer les mêmes offres que les autres énergéticiens. Le passage en société anonyme nous permettra de servir nos clients au mieux de leurs attentes.

Demain, pour rester une entreprise différente, nous devons continuer à nous développer. [...] Le fait qu'EDF soit une des toutes dernières entreprises énergétiques détenues à 100 % par un État freine ce développement. Changer est la seule chance de faire vivre en Europe notre modèle de service public compétitif et intégré.

Dans un monde dont les besoins en énergie évoluent, nous devons aujourd'hui préparer les enjeux de production de demain : modernisation de nos barrages, renouvellement de notre parc nucléaire, maîtrise des énergies renouvelables comme l'éolien ou la géothermie. Cela nécessitera des investissements importants et les fonds propres d'EDF sont limités. Changer nous garantira de [...] disposer des moyens de conduire une stratégie adaptée aux nouveaux besoins énergétiques.

Ces changements se feront dans le respect des principes de service public qui fondent le pacte social d'EDF : l'égalité d'accès à l'électricité sur tout le territoire, la solidarité, notamment pour les plus démunis, le développement durable. Pour les faire vivre, nous nous appuyerons sur la mobilisation et sur l'implication de nos agents, que garantit le maintien intégral de leur statut, et tout particulièrement leur régime de retraite.

François ROUSSELY, président d'EDF, page publicitaire parue dans les principaux quotidiens nationaux le 21 mai 2004.

#### Exercice 1

- 1 Quelles sont les missions de service public qui sont confiées à EDF ?
- 2 Pourquoi l'ouverture à la concurrence oblige-t-elle EDF à se transformer en société anonyme ?
- 3 Quels avantages l'entreprise pense-t-elle pouvoir tirer de ce changement ?

### 2 Un financement public parfois indispensable

La morale de la construction du tunnel sous la Manche a été tirée depuis longtemps : ce type d'ouvrage relève des États et de l'Union européenne. Ces infrastructures très lourdes, amortissables sur des siècles, ne sont pas « rentables » au sens capitalistique du terme. Dès lors que fut décidé le contraire, c'est-à-dire un financement strictement privé et sans garantie des États, le 12 février 1986, jour de la signature du contrat de concession à Cantorbéry, Margaret Thatcher remportait une victoire idéologique à courte vue. Elle traçait l'avenir économique d'Eurotunnel en sombre.

Le tunnel ferroviaire reste un moyen indispensable pour arrimer la Grande-Bretagne au continent, pour mettre Londres à deux heures et demie de Paris, pour faciliter les échanges et la traversée des touristes. Mais, financièrement, le désastre inévitable a eu lieu. D'autant que les maîtres d'œuvre, enivrés par la perspective historique de leur chantier, ont très mal évalué les coûts qui ont doublé en cours de percement (50 milliards de francs prévus, plus de 100 à l'arrivée) et largement sur-évalué le trafic.

Coûts doublés, recettes divisées de moitié : la dette explose et il faut tout remettre à plat régulièrement, dans des plans de refinancement, en 1994, en 1997, en 2004. Autant de déconfitures pour le petit actionnaire à qui l'on avait promis la lune : ce « plus gigantesque péage du monde » devait laisser espérer un rendement moyen annuel de 17 %. Le titre, vendu 35 francs en 1987, monte par magie à 126 francs en 1989, avant la chute. [...]

Les débâcles sont l'occasion des affairistes. La majorité des petits porteurs d'origine a vendu ses actions, les institutionnels ont fait de même, laissant le titre Eurotunnel, qui oscille entre 0,5 et 2 euros depuis près de dix ans, aux spéculateurs.

Éditorial, *Le Monde*, 9 avril 2004.

#### Exercice 2

- 1 Expliquez la phrase soulignée.
- 2 Cherchez en quoi consiste la doctrine économique de Margaret Thatcher, Premier ministre britannique de 1979 à 1990 (le « thatchérisme »).
- 3 Quels sont les effets de cette doctrine sur le financement du tunnel sous la Manche ?

#### Synthèse

Comparez les effets d'un financement public et d'un financement privé des grandes infrastructures.

## Le financement de l'économie

La complexité du fonctionnement de nos économies modernes exige le recours à la finance pour permettre la réalisation effective des projets de tous ordres. Les projets de long terme en particulier exigent une mobilisation financière largement supérieure aux moyens de la plupart de ceux qui les élaborent. En France, les banques ont longtemps été les principaux destinataires de cet appel aux capitaux extérieurs. Mais, depuis les années 1980, la globalisation financière a placé les marchés financiers en position d'interlocuteurs privilégiés, avec des conséquences multiples.

### 1 Les circuits de financement

#### A. Les rencontres entre besoins et capacités de financement

■ Une économie nationale est confrontée en permanence au problème du financement de l'activité de tous les agents qui la composent. Tous ceux qui reçoivent davantage de ressources financières qu'ils n'en dépendent disposent d'une **capacité de financement** qu'ils peuvent mettre à la disposition de ceux qui ont au contraire un **besoin de financement**. Un tel besoin provient soit de la nécessité de combler un déficit antérieur des recettes par rapport aux dépenses, soit d'un projet d'avenir particulièrement coûteux. Au niveau national, si généralement les ménages dégagent structurellement une capacité de financement (ce qui n'empêche pas certains d'entre eux de connaître de douloureux problèmes financiers), les entreprises et les administrations sont le plus souvent en situation de besoin de financement.

■ Les évolutions récentes ont cependant montré des transformations dans la situation des différentes catégories d'agents. Si les ménages ont paru excessivement prudents ou inquiets face à l'avenir, au point d'accumuler une épargne record, les entreprises ont également montré leur scepticisme sur la croissance à venir en se montrant particulièrement prudentes dans leurs investissements, préférant utiliser leurs profits retrouvés à se désendetter ou à placer leurs capitaux. De leur côté, les administrations ont laissé leurs déficits se creuser pour financer le développement des infrastructures et des services publics indispensables, mais aussi pour soutenir l'activité économique. Le niveau d'endettement atteint les a obligées à limiter ces déficits depuis 1997. Au total, la France s'est donc mise à dégager depuis plusieurs années une capacité de financement vis-à-vis des autres pays, les États-Unis en particulier.

#### B. Comment se financer ?

■ Une entreprise qui envisage un investissement, ou un ménage qui veut réaliser un investissement immobilier, préférera le plus souvent avoir recours à l'**autofinancement** plutôt qu'à l'endettement, à moins

qu'une faiblesse particulière des **taux d'intérêt** ne rende ce dernier avantageux.

■ Mais pour tous les agents (entreprises ou autres) qui ne peuvent autofinancer leurs projets de développement, le financement externe s'impose. On y distingue traditionnellement le **financement direct** et le **financement indirect**. Longtemps privilégié en France, le **financement direct** ou **intermédié** suppose la présence d'intermédiaires financiers (banques et organismes de crédit) qui opèrent une déconnexion entre prêteurs et emprunteurs en acceptant d'assumer le risque de non-remboursement à la place du prêteur ; celui-ci, en contrepartie, ne reçoit qu'une faible rémunération pour son placement bancaire. Pourtant, nous savons que ce n'est pas l'intermédiation mais bien le **crédit** par création monétaire *ex nihilo* qui constitue la contribution essentielle des banques au financement de l'économie.

■ Pour leur part, les entreprises comme les administrations peuvent également recourir au **financement direct sur les marchés financiers**, où prêteurs et emprunteurs se rencontrent en principe sans intermédiaires. Pour y récolter des fonds, les entreprises peuvent émettre des **actions**, qui présentent l'avantage de ne pas avoir à être remboursées par la suite, ou, tout comme les administrations, des **obligations**, simples emprunts à long terme.

### 2 Le rôle croissant du financement par les marchés

#### A. Vers une économie de marchés financiers

■ La France a longtemps été considérée comme ayant une économie d'endettement, dans laquelle les banques assuraient l'essentiel des financements sous l'étroit contrôle de l'État et de la Banque centrale qui garantissaient contre les risques de crises de confiance.

■ Pourtant cette économie intermédiée a progressivement fait place à un financement de plus en plus direct sur les marchés financiers. Le renouveau libéral des années 1980 a remis en cause le contrôle des autorités monétaires pour favoriser le **décloisonnement** des



marchés et la **déréglementation** censée permettre une meilleure allocation des capitaux disponibles. On parle depuis lors de **désintermédiation**.

■ Les marchés de capitaux financent donc désormais l'essentiel de l'activité économique. Décloisonnés et complétés, dans les années 1980 et 1990, par de nombreuses innovations financières, ils permettent à l'ensemble des agents d'intervenir sur pratiquement tous les marchés, du très court au très long terme, les marchés des **produits dérivés** leur permettant même de se protéger contre les risques de variations de certaines données (taux d'intérêt, taux de change...), voire de spéculer sur les variations futures de ces données. Au niveau mondial, on parle de **globalisation financière** pour caractériser ce phénomène de libéralisation et d'unification favorisé par la transmission informatique des informations entre des places financières étroitement interconnectées.

■ Il faut toutefois nuancer ce phénomène de désintermédiation si l'on considère que les intermédiaires financiers continuent à jouer un rôle de premier plan dans les différentes modalités du financement par les marchés.

## B. Les conséquences du poids croissant des marchés financiers

■ Le rôle croissant des marchés financiers a des conséquences diverses sur les différents agents économiques. Si la plupart des PME ont constitué les laissées-

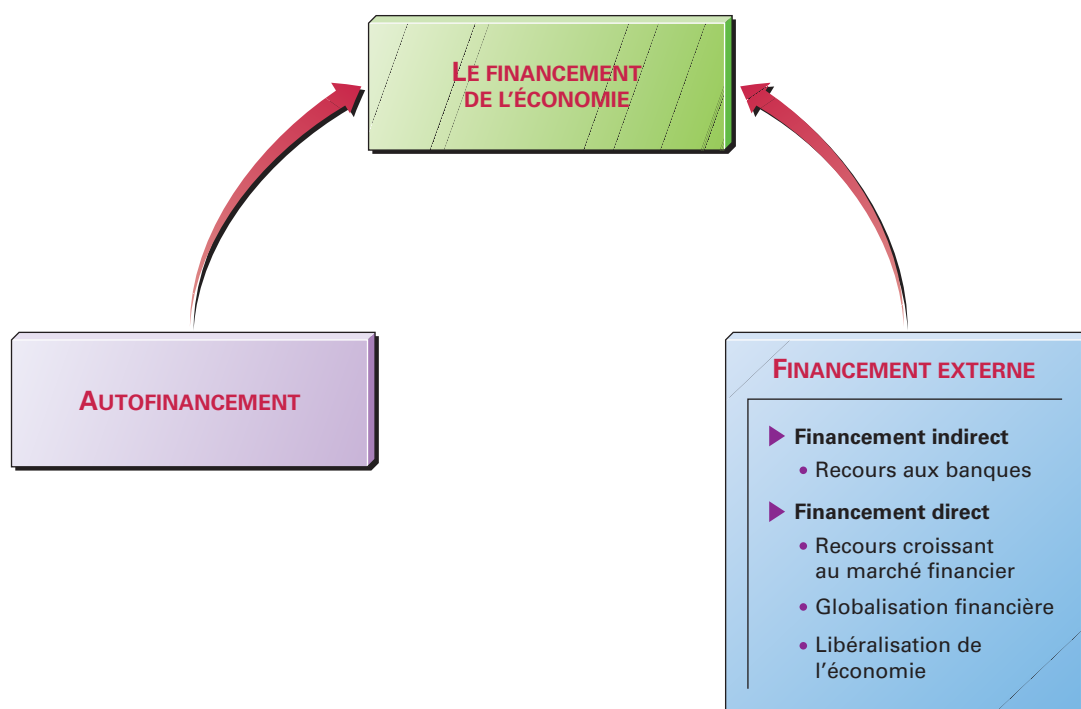
pour-compte de ces bouleversements, les grandes entreprises ont pu, par ce biais, opérer des restructurations ou élaborer des stratégies de croissance externe à travers les **OPA** ou les **OPE** ce qui leur a permis d'obtenir la taille critique et de réaliser des économies d'échelle pour s'insérer dans la concurrence internationale.

■ De leur côté, les administrations ont dû non seulement renoncer à contrôler l'activité financière et à organiser un réseau de participations croisées entre les principales entreprises nationales, mais aussi subir un contrôle de leur politique avec menace de fuite des capitaux.

■ Le poids des actionnaires est de plus en plus lourd sur la stratégie des entreprises, au point que certaines préfèrent se retirer du marché. Les **investisseurs institutionnels** (compagnies d'assurances **OPCVM**, **fonds de pension**) contrôlent une part croissante du capital des firmes et exigent désormais des rendements élevés et rapides de leurs placements. Les firmes sont alors souvent amenées à sacrifier leurs objectifs productifs de long terme au profit de stratégies de profits immédiats aux conséquences sociales douloureuses. Face aux scandales (Enron) de nouvelles modalités de contrôle des marchés se sont développées (AMF).

### Schéma de synthèse

#### Le financement de l'économie





**Travail préparatoire** (10 points)

1. À quoi correspond précisément chacun des chiffres entourés dans le tableau du document 1 ? (2 points)
2. Quels ont été les principaux changements depuis 1980 dans le document 1 ? (2 points)
3. Pour quelles raisons les entreprises cotées en Bourse cherchent-elles à racheter leurs actions en période de baisse des cours dans le document 2 ? (1 point)
4. Pourquoi, dans le document 2, cette stratégie est-elle contradictoire avec l'objectif poursuivi lors de l'introduction en Bourse ? (1 point)
5. Expliquez la signification des deux expressions soulignées dans le schéma du document 3. (2 points)
6. Précisez, dans le document 4, les différents cheminements par lesquels une hausse du chômage peut aboutir à une hausse du cours des actions cotées en Bourse. (2 points)

**Question de synthèse** (10 points)

Après avoir rappelé les principales transformations ayant affecté le financement de l'économie depuis les années 1980, montrez-en les différents effets.

**Document 1** Les transformations du financement des entreprises françaises

	1980	1990	2000
<b>Flux (en milliards d'euros)</b>			
A. Autofinancement	28,2	97,6	126,7
B. Émission d'actions	7,9	33,7	113,7
C. Endettement sur les marchés	2,6	15,1	42,7
D. Endettement auprès des banques	18,2	59	59,9
E. Total financement (A+B+C+D)	56,9	205,4	343
<b>Part des marchés financiers (en %)</b> (B+C/B+C+D)	37,0	45,0	72,0
<b>Part des fonds propres (en %)</b> (A+B/E)	64,0	64,0	70,0

Source : Dominique PLIHON, « La révolution du capitalisme français », in *L'État de la France 2004*, La Découverte, 2004.

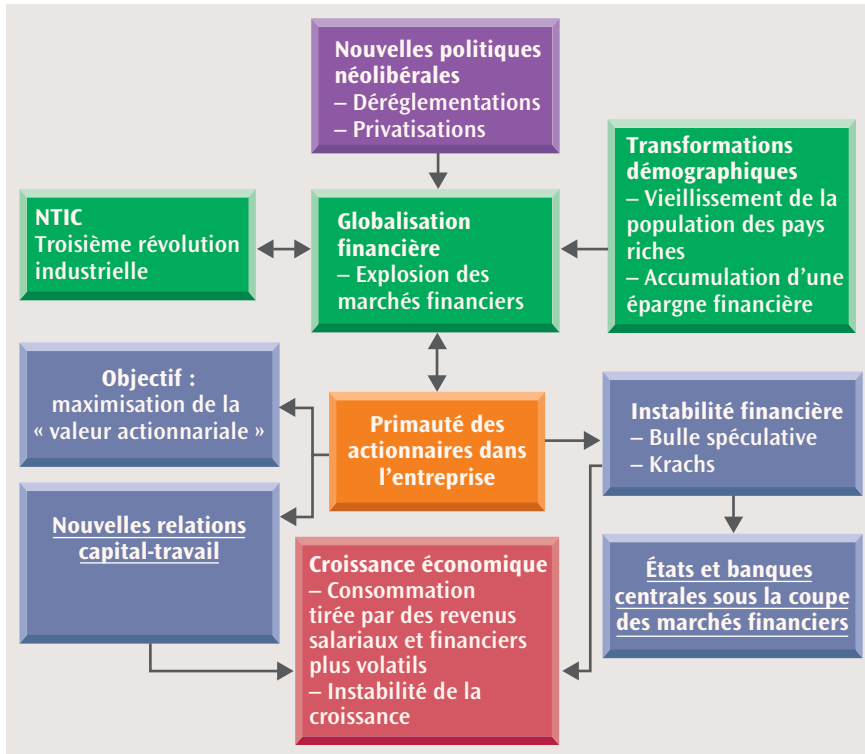
**Document 2**

Comment faire remonter son cours de Bourse dans le climat d'inquiétude actuel ? Le licenciement massif de ses employés, utilisé par les compagnies aériennes, peut y contribuer. Mais la méthode la plus utilisée par les entreprises cotées est le rachat de leurs propres actions. [...] La pratique financière est largement employée à Wall Street depuis la réouverture des marchés : plus de 80 entreprises y ont eu recours pour un total de 15 milliards de dollars. Elle se développe maintenant en France. [...] On justifie d'habi-

tude ces opérations comme devant « créer de la valeur pour l'actionnaire » puisqu'elles augmentent le bénéfice par action. À court terme c'est vrai. Une fois les titres annulés, la part des bénéfices redistribuée sous forme de dividendes est partagée en un nombre inférieur de parts. De plus, un surcroît d'achat d'actions entraîne une hausse de son cours et l'annonce elle-même rassure les investisseurs. Mais à plus long terme on ne peut pas éternellement soutenir ses cours quand ça va mal.

Nicolas CORI, *Libération*, 28 septembre 2001.

**Document 3 Du capitalisme « managérial » au capitalisme « actionnarial »**



Source : d'après Dominique PLIHON, *Le Nouveau Capitalisme*, La Découverte, collection « Repères », 2003.

**Document 4 Une relation entre chômage et cours de la Bourse**

