

Comment fonctionne le marché financier ?

Le volume des crédits octroyés par des banques helvétiques à des débiteurs domestiques sur le marché suisse des crédits représente presque le double du produit intérieur brut. Le marché des crédits joue, avec le marché des capitaux, un rôle important pour les levées de fonds des entreprises. *Philipp Lütolf, Thomas Birrer*

Abrégé Le marché financier suisse joue un rôle important au niveau macroéconomique pour l'allocation efficace des capitaux. Celle-ci s'effectue sur différents marchés partiels. Tandis que le volume net des nouvelles obligations émises sur le marché des capitaux était de 10 milliards de francs nets en 2019, le marché des crédits a progressé de 38 milliards de francs la même année, essentiellement par l'octroi accru de crédits hypothécaires.

L'offre et la demande convergent sur les marchés financiers. Du côté de l'offre, le capital est placé; du côté de la demande, le capital est emprunté.

Les marchés financiers assurent cinq fonctions primordiales pour l'économie dans son ensemble. Premièrement, ils rassemblent les volumes de l'offre et de la demande. On parle ici de transformation des montants. Les banques regroupent ainsi de nombreux avoirs d'épargne modestes et accordent des crédits plus importants. Deuxièmement, ils sont le lieu de « transformation des échéances » : les banques prêtent les fonds à court terme de la clientèle sous forme de crédits à plus longue durée.

Troisièmement, les marchés financiers induisent une transformation du risque. La banque garantit la sécurité des dépôts d'épargne et les prête aux emprunteurs moyennant une prime de risque. Le fait que les épargnants ne seraient pas prêts à assumer eux-mêmes le risque en question est déterminant. Quatrièmement, les marchés financiers remplissent une fonction informative en produisant de nombreuses informations comme les cours et les taux d'intérêt. Et enfin, ils favorisent une allocation efficace des moyens.

Le marché financier comprend notamment les marchés partiels des crédits, monétaire et des capitaux. Sur le *marché des crédits*, les

banques gèrent les opérations de crédit en tant que premiers intermédiaires financiers de Suisse. Lorsqu'une banque finance un crédit, elle accepte d'un côté des fonds passifs ou crée cet argent en quelque sorte elle-même, puis le prête du côté de l'actif de son bilan sous la forme voulue, notamment de crédits à des entreprises, à l'État ou aux ménages. L'intermédiation de capitaux sur le marché des crédits s'effectue sous forme de transactions individualisées. La banque se présente comme partie contractante en son propre nom et pour son propre compte vis-à-vis des déposants et des emprunteurs. Selon la Banque nationale suisse (BNS), les crédits accordés par les banques en Suisse à des débiteurs domestiques atteignaient 1200 milliards de francs fin 2019, ce qui représente près du double du produit intérieur brut (PIB).

Le volume des crédits accordés en Suisse par les banques à des débiteurs domestiques a augmenté d'environ 38 milliards de francs nets en 2019, en hausse de 3,3 % par rapport à fin 2018. Ce sont les crédits hypothécaires qui ont enregistré la plus forte hausse (+32 milliards de francs), alors que le volume des crédits a progressé de 367 milliards de francs de 2008 à 2019.

Marché monétaire ou marché des capitaux ?

Les acteurs du marché à la recherche de crédits ou de capitaux disposent d'autres options que le marché des crédits. Des transactions ont également lieu sur les marchés financiers publics. L'intermédiation s'y effectue cependant sous forme de grosses tranches conçues de façon uniforme, qui sont à leur tour fragmentées en titres



négociables à l'unité, comme les actions ou les obligations. Selon la durée d'un instrument financier, on parlera plutôt, sur le marché financier public, de marché monétaire ou de marché des capitaux.

Les instruments financiers à court terme d'une durée inférieure à un an sont négociés sur le *marché monétaire*. Celui-ci englobe le négoce de monnaie de banque centrale et celui des papiers monétaires à court terme. Ce marché interbancaire «classique» permet aux banques de lisser leurs pics du trafic des paiements et de se procurer des liquidités à court terme. Le marché interbancaire jouait un rôle clé jusqu'à la crise financière de 2008. Il a depuis été largement remplacé par le marché des pensions de titres («repo»), sur lequel les fonds sont accordés contre des garanties. Ce glissement s'est accompagné du passage du taux de référence Libor non garanti au taux de référence Saron garanti, qui repose sur les opérations «repo».

Le marché monétaire au sens large comprend non seulement les opérations interbancaires, mais aussi les transactions d'entreprises commerciales, de compagnies d'assurances, de caisses de pension, d'institutions publiques et

La Bourse suisse SIX est la quatrième plus importante d'Europe. Son siège principal, à Zurich.

d'investisseurs privés. D'ordinaire, il s'agit de transactions à court terme auprès de banques commerciales, de papiers monétaires et de créances comptables à partir d'un montant minimum de 100 000 francs¹.

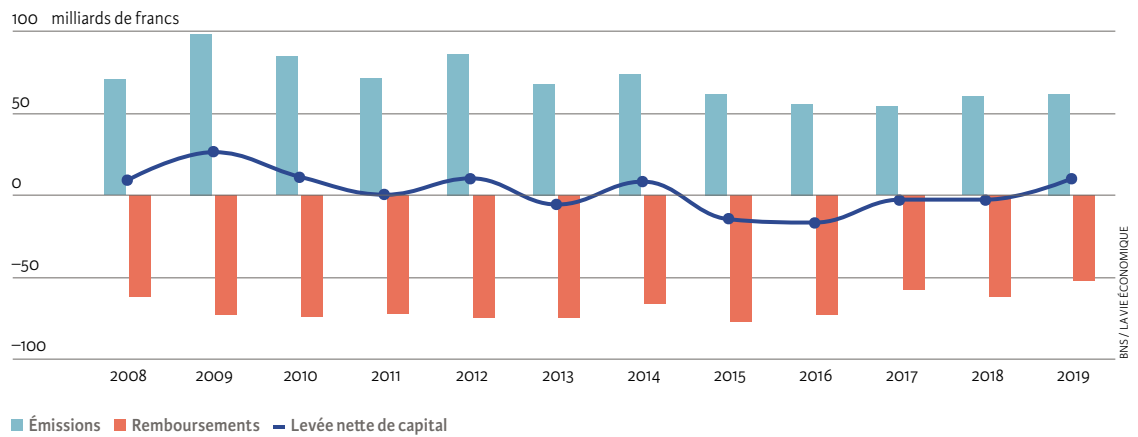
Négoce de titres

Pour leur part, les acteurs du *marché des capitaux* négocient des instruments financiers à moyen et long terme d'une durée supérieure à une année. Il s'agit surtout de transactions entre les entreprises et un vaste public d'investisseurs. Le marché des capitaux est le lieu de négoce de valeurs mobilières telles que les actions, les obligations et les fonds de placement qui revêtent un caractère à long terme. Il comporte un marché des droits de participation (par exemple les actions) et un marché des droits de créance (par exemple les obligations). Même si un investisseur négocie uniquement des actions, des obligations ou des parts de fonds dans une optique à court terme, il opère sur le marché des capitaux et non sur le marché monétaire.

Le bailleur de fonds attend généralement à être rémunéré par l'emprunteur sous forme

¹ Basé sur les indications de SIX : Marché interbancaire et marché des capitaux.

Ill. 1. marché secondaire suisse : émissions et remboursements de titres d'emprunt (2008–2019)



d'intérêts ou de dividendes pour la mise à disposition du capital. Les acteurs sont des investisseurs privés ou institutionnels (caisses de pension, fonds de placement, compagnies d'assurances, etc.).

L'État a pour tâche de garantir le bon fonctionnement du marché libre et des bourses par des lois et ordonnances, d'une part, et d'assurer la protection des investisseurs, d'autre part.

Marché primaire ou secondaire ?

Le marché des capitaux comporte un marché primaire et un marché secondaire. Pour les entreprises, le marché primaire sert avant tout à la levée de capitaux. Il est également appelé « marché des émissions » car c'est là que s'effectue la première émission de titres. En émettant des titres, les entreprises peuvent diviser un important besoin en capitaux en petites unités.

Lorsqu'une société décide d'émettre des titres pour couvrir un besoin en capital, elle se présente comme émettrice sur le marché monétaire ou des capitaux. Les entreprises peuvent émettre différents genres de titres, les plus fréquents restant les actions et les obligations. Celles-ci sont placées directement auprès d'investisseurs ou indirectement sur le marché, via des banques. Dans le cadre de cette opération, une procédure de diligence raisonnable (« due diligence ») permet d'examiner de manière approfondie l'exhaustivité et l'exactitude du prospectus d'émission.

En 2019, le volume d'obligations émises sur le marché primaire s'est élevé à 62 milliards de francs. En tenant compte des remboursements à hauteur de 52 milliards, la levée nette de capitaux a atteint 10 milliards (voir *illustration 1*). Cette dernière était encore négative une année auparavant (-3 milliards de francs). Entre 2008 et 2019, l'émission nette d'obligations d'emprunt a dans l'ensemble progressé de 31 milliards de francs.

Pour la levée de fonds propres, le volume varie fortement et dépend surtout des transactions effectuées sur le marché des capitaux par des sociétés à forte capitalisation.

Durant les années 2017 à 2019, les emprunts des entreprises sur le marché primaire se sont en moyenne élevés à quelque 4,5 milliards de francs, sous la forme de fonds propres ou d'actions². Les remboursements de fonds propres aux investisseurs ont chaque année largement dépassé la levée de fonds propres. Les sociétés suisses versent à leurs actionnaires environ 50 milliards de francs en dividendes, auxquels s'ajoutent pour certaines des rachats d'actions³. Les fonds distribués proviennent de leurs bénéfices opérationnels ou des produits de cession.

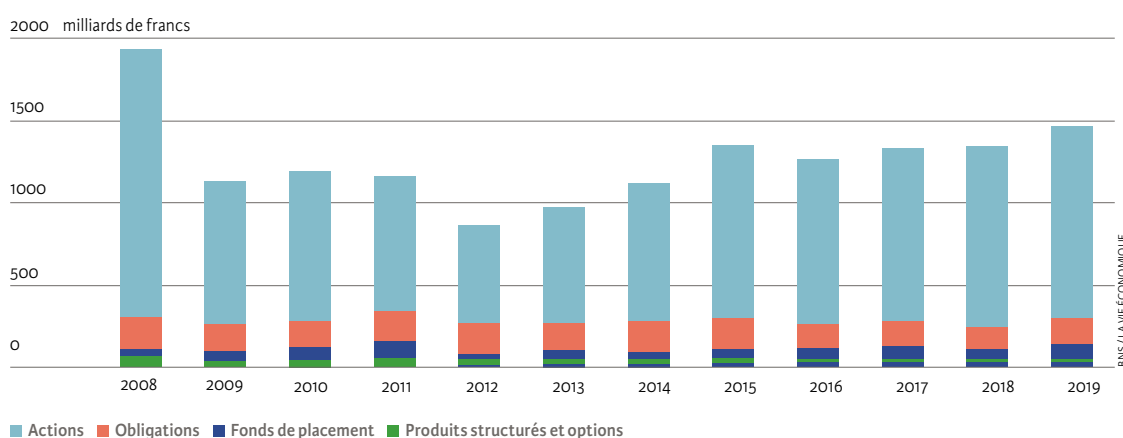
Négoce à la bourse

Le marché secondaire désigne pour sa part le marché sur lequel les titres se négocient à la bourse. À la différence du marché primaire, il n'est pas dédié à la levée de capital par des entreprises, mais aux transactions effectuées entre investisseurs. C'est ici que se déroule le négoce

² Estimations des auteurs reposant sur diverses sources (Vontobel, Banque cantonale zurichoise, « Finanz und Wirtschaft »). Hors émissions secondaires et obligations convertibles.

³ Helvetische Bank, citée dans la « NZZ » du 15 janvier 2020 : « Von den vielen Vorteilen der Dividendenzahlung ».

III. 2. Marché secondaire suisse : chiffres d'affaires des titres cotés à la Bourse SIX (2008–2019)



boursier à proprement parler, dans le cadre duquel seuls des titres publics et accessibles à tous sont négociés.

Pour qu'un titre soit admis au négoce boursier, l'émetteur doit répondre aux exigences du règlement de cotation applicable. Cela concerne par exemple la publication d'informations susceptibles d'influencer les cours, l'application des normes comptables spécifiées ou l'annonce de transactions en actions passées par la direction ou les administrateurs.

En 2019, les transactions en actions, obligations et fonds de placement ainsi que celles concernant les produits structurés et les options se sont élevées à 1500 milliards de francs (voir *illustration 2*). La capitalisation boursière totale des actions d'entreprises suisses et du liechtensteinoises cotées à la Bourse suisse atteignait 1800 milliards fin 2019.

En comparaison internationale, le marché des capitaux continue de jouer un rôle

secondaire par rapport au marché des crédits pour ce qui est de la levée de capital d'entreprise. La présence sur le marché des capitaux de petites et moyennes entreprises (PME) avec un volume d'émission de moins de 50 à 100 millions de francs reste notamment sporadique. Les conditions-cadres fiscales comme le droit de timbre ont également un effet de frein.



Philipp Lütolf

Professeur et chef de projet, Institut pour les services financiers de Zoug (IFZ), Rotkreuz (ZG)

Thomas Birrer

Professeur et chef de projet, Institut pour les services financiers de Zoug (IFZ), Rotkreuz (ZG)