

FINANCE DE MARCHE

2nd semestre 2015-2016

Isabelle Jouffroy

PARTIE 1

Terminologie et Principes de base

Historique récent des crises

Livres

Finance d'entreprise, Pierre Vernimmen, Dalloz

Economie des marchés financiers, Paul-Jacques Lehmann, De Boeck

Finance de marché, Concepts et pratiques, Claude Dufloux et Laurent Margulici, Ellipses

Marchés et instruments financiers, Jérémy Morvan, Dunod

L'essentiel des marchés financiers, Eric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, Eyrolles

Sites Internet

Autorité de Marchés Financiers : www.amf-france.org

Agence France Trésor : www.aft.gouv.fr

Banque Centrale Européenne : www.ecb.europa.eu

Banque de France : www.banque-france.fr

1.A. TERMINOLOGIE ET PRINCIPES DE BASE

INTRODUCTION

- 1.A.1) pourquoi un besoin de marché
- 1.A.2) qu'est-ce que la finance de marché
- 1.A.3) les types de relations entre acteurs économiques
- 1.A.4) le développement des marchés financiers
- 1.A.5) les grands principes de marché
- 1.A.6) la notion de titre financier
- 1.A.7) différentes classifications possibles
- 1.A.8) fonctions d'un marché financier
- 1.A.9) efficience des marchés
- 1.A.10) la surveillance des marchés financiers

1.B. HISTORIQUE RECENT DES CRISES

IMPACT DES CRISES FINANCIERES ET LEUR GESTION

1.B.1) LES CHOCS EXOGENES

1.B.2) LES CRISES BANCAIRES CLASSIQUES

1.B.3) LE GRAND KRACH DE 1929

1.B.4) L'ENORME KRACH DE 1987

1.B.5) LES CRISES DE CHANGES ET DE LIQUIDITES DES ANNEES 90

1.B.6) 1998 et LTCM

1.B.7) LA NOUVELLE ECONOMIE (1996-2000)

1.B.8) LA CRISE DES SUBPRIME (2007-2008)

1.B.9) LA CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE € (2008 - ?)

1.B.10) GENERALISATION SUR LA SUCCESSION ET LA GESTION DES CRISES

Finance de marché \neq Rêve

Finance de marché = Argent + Information

- ✓ Imbrication totale finance de marché et économie
- ✓ Finance de marché \Leftrightarrow
 - ✓ un besoin de financement du développement économique et social
 - ✓ un besoin de couverture contre les risques liés à la mondialisation des échanges, des transactions et à l'instabilité de la conjoncture.
- ✓ Evolution spectaculaire depuis la fin du XXIème siècle et notamment depuis les années 1980 (besoins + outils systèmes d'information).
- ✓ Mondialisation croissante avec
 - ✓ diffusion,
 - ✓ imitation et/ou adaptation des techniques et des pratiques
- ✓ Dérives possibles mais éclatement inéluctable de toute bulle financière.

- ✓ Dans une économie simple \Leftrightarrow satisfaction immédiate des besoins de consommations (biens et services), les transactions peuvent se réduire au troc.
- ✓ Très vite apparaissent :
 - ✓ Des décalages entre les besoins,
 - ✓ Des décalages dans le temps entre ressources et dépenses.

CONSEQUENCES

- ✓ Le besoin de financement,
- ✓ La création de la monnaie,
- ✓ L'apparition de circuits de financement.

1.A.1) POURQUOI UN BESOIN DE MARCHÉ

- ✓ Mise en relation des agents économiques excédentaires en ressources avec les agents économiques déficitaires
 - ✓ Agents économiques excédentaires :
disposent d'un excédent de monnaie dont ils n'ont pas immédiatement besoin
Exemple : ménages via l'épargne
 - ✓ Agents économiques déficitaires :
ont besoin de monnaie immédiatement ou dans le futur
Exemples : entreprises, collectivités locales, Etat, ménages



1.A.2) QU'EST-CE QUE LA FINANCE DE MARCHÉ ? généralités

- ✓ Finance de marché = organisation et fonctionnement des marchés financiers nationaux et internationaux.

- ✓ Objectifs de
 - ✓ financement,
 - ✓ placement,
 - ✓ couverture des risques,
 - ✓ « spéculation ».

- ✓ Intersection de
 - ✓ connaissances des techniques, de plus en plus complexes,
 - ✓ la conjoncture économique, politique, climatique, ...

1.A.2) QU'EST-CE QUE LA FINANCE DE MARCHÉ ?

finance de marché / finance d'entreprise

Simple distinction de point de vue

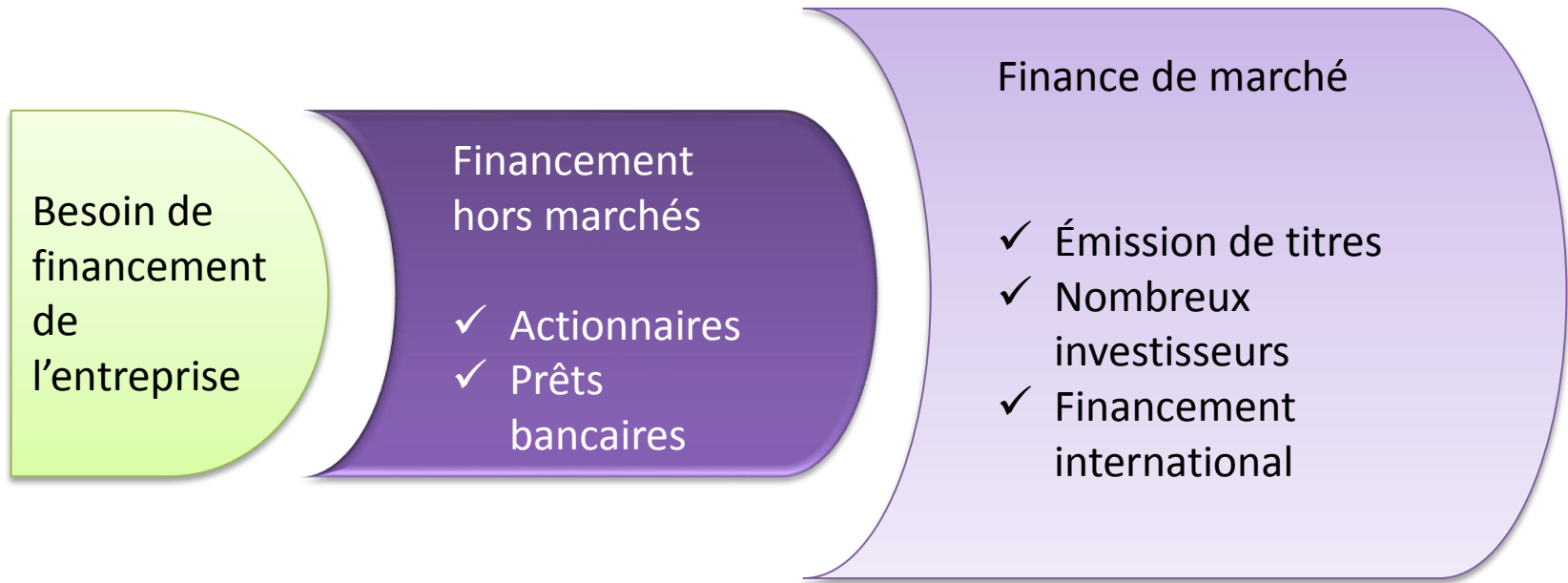
	Finance d'entreprise	Finance de marché
Point de vue principal	Émetteur	Investisseur
Position sur le marché	Recherche de financement	Offre de financement
Axe d'analyse	Coût de la ressource financière Contrôle du projet	Recherche d'un couple rentabilité/risque

Connexion du bilan d'une entreprise avec les marchés financiers

BILAN	ACTIF	PASSIF
Haut de bilan	<p>IMMOBILISATIONS FINANCIERES ET RESSOURCES FINANCIERES sous forme de TITRES DE CAPITAL ou TITRES DE DETTES</p> <p>En tant qu'investisseur : Détention d'actions et d'obligations Investissements à long terme ⇔ Politique industrielle, commerciale et financière : -> politique d'influence (droit de vote, administrateurs) -> Diversification d'activités -> Rachats de concurrents -> Rachats de fournisseurs -> Rachat de clients</p>	<p>EMISSION DE TITRES FINANCIERS A LONG TERME afin de FINANCER L'ACTIVITE</p> <p>Actions ordinaires Actions démembrées Dettes subordonnées Emprunts obligataires à long terme</p>
Bas de bilan	<p>GESTION D'UN PORTEFEUILLE DE PLACEMENT de valeurs mobilières afin de placer les excédents de trésorerie, en général très liquides et de maturité inférieure à 1 an. Spéculation. Aucune recherche d'influence.</p>	<p>EMISSION DE TITRES FINANCIERS A COURT TERME pour financer les besoins de trésorerie à court terme. Titres de créances négociables (émission non conditionnée à l'approbation des actionnaires).</p>

+ en Hors-bilan, instruments dérivés, fermes ou optionnels (couverture ou spéculation).

La finance de marché comme prolongement et extension de la finance d'entreprise



- ✓ Relations directes bilatérales
 - ✓ Transaction de « gré à gré » entre deux agents économiques ayant des besoins miroirs.

- ✓ Relations indirectes via l'intermédiaire d'organismes spécialisés
 - ✓ Financement indirect dit « intermédié » : les établissements bancaires collectent des fonds qui seront ensuite utilisés par d'autres. Il y a transformation (ou transmutation) : la monnaie passe ainsi dans le bilan et le compte de résultat de l'intermédiaire financier.

NB : les fonds peuvent être collectés sur du court terme et utilisés sur du long terme

- ✓ Relations directes multilatérales via la marchandisation
 - ✓ Plusieurs agents économiques ayant des besoins miroirs se rencontrent sur un marché ;
 - ✓ On parle alors de désintermédiation puisque cela « contourne » le financement bancaire ;
 - ✓ Marchéisation ⇔ désintermédiation.

1.A.3) LES TYPES DE RELATIONS ENTRE ACTEURS ECONOMIQUES

intermédiation / marchandisation

✓ Forte désintermédiation actuelle

- ✓ Une part importante du financement des entreprises obtenu sur les marchés ;
- ✓ Une part importante des placements réalisés directement par les entreprises et les particuliers sur les marchés.

Désintermédiation ↔ marchandisation

✓ Mais résistance durable de l'intermédiation

- ✓ Agents économiques exclus du financement par les marchés et donc dépendant des crédits bancaires (ménages et très petites entreprises) ;
- ✓ Certaines opérations ne se déroulent jamais sur les marchés (distribution de crédits, souscriptions de contrats d'assurance) ;
- ✓ Mais des circuits de financement alternatif se constituent (micro-crédit et crowdfunding)

...

Le degré de désintermédiation dépend

- ✓ du niveau de développement des économies ;
- ✓ du niveau de développement des infrastructures financières (système bancaire / création de bourses / autorités de tutelle / exemple du continent africain) ;
- ✓ De normes réglementaires qui facilitent ou non un canal de financement (frein à l'activité prêteuse des banques en Europe du fait de Bâle III) ;
- ✓ De la perception du risque attaché au financement sur les marchés.

- ✓ Essor depuis les années 1980 de la marchandisation ;
- ✓ Pays anglo-saxons précurseurs, alors que c'est en Europe que sont nés les marchés financiers ;

- ✓ raisons principales :
 - ✓ Besoins grandissant de financement des économies ;
 - ✓ Dématérialisation des titres suite aux avancées technologiques majeures dans les domaines de traitement de l'information et des communications ;
 - ✓ Mondialisation de la finance en lien avec la dématérialisation ;
 - ✓ Déréglementation permettant à de nouveaux acteurs d'accéder au marché ;
 - ✓ Disparition progressive du contrôle des changes dans de nombreux pays ;
 - ✓ Innovation :
 - ✓ Types de titres et leurs finalités ;
 - ✓ Modalité d'émission et de cotation ;
 - ✓ Conditions d'accès au marché.

inconvenient majeur du recours au marché financier = le risque :

- ✓ Sophistication croissante des titres proposés ;
- ✓ Augmentation du nombre des émetteurs ;
- ✓ Développement d'asymétries d'information entre divers groupes d'acteurs ;
- ✓ Accroissement de la volatilité (fluctuations des cours des titres) ;
- ✓ Risque systémique du fait de l'intervention d'acteurs de taille importante et liés entre eux.

Développement majeur pendant les années 80's du fait d'une triple mutation :

Mutation politico-juridique : déréglementation

- ✓ Marchés très réglementés (encadrés) jusqu'aux années 1980 (en souvenir de la crise des années 30) ;
- ✓ À partir des 80's suppression progressive des entraves réglementaires à la libre circulation des capitaux (principalement, démantèlement progressif et généralisé du contrôle des changes) ;
- ✓ Politiquement, tendance à la privatisation des entreprises (développement des marchés actions) et à la marchandisation.

Mutation géographique : mondialisation / globalisation

- ✓ Ouvertures des frontières pour les marchés de capitaux ;
- ✓ Développement technologique favorisation la mobilité des capitaux et de l'information ;

La finance est mondiale et globale (tous les zones géographiques et tous les segments sont interconnectés).

Conséquence : rôle grandissant des investisseurs institutionnels (fonds de pensions, mutual funds, caisses de retraite, compagnies d'assurance, ...) qui maximisent leur couple rendement/risque et exigent notamment des sociétés cotées en bourse des rendements importants.

Mutation technique : innovation permanente

- ✓ Succès des innovations rencontrant des besoins réels ;
- ✓ Capacités informatiques croissantes ;
- ✓ Technologies de l'information et des télécommunications.

Innovation permanente sur les produits + informatisation des opérations (cotation à la criée remplacée par la cotation informatique en 1998 à Paris).

1.A.5) LES GRANDS PRINCIPES DE MARCHÉ

le besoin d'identification précise des instruments négociés

- ✓ Nécessité d'identification précise de l'instrument financier concerné
 - ✓ Nombre croissant d'instruments financiers ;
 - ✓ Globalisation ;
 - ✓ Possibilité pour un même émetteur d'émettre plusieurs titres.

- ✓ Variété des systèmes d'identification en fonction
 - ✓ Des titres concernés (historique du développement des systèmes) ;
 - ✓ Des pays où ont lieu les cotations ;
 - ✓ Ex. : en France, prédominance historique du code Sicovam.

- ✓ Normalisation en cours grâce
 - ✓ Au rapprochement des sociétés de marché :
Ex. : en 2000, création d'Euronext pour les places de Paris, Amsterdam, Bruxelles. Puis en 2007, fusion d'Euronext et du NYSE ;
 - ✓ À la généralisation du code ISIN (International Securities Identification Number), code alphanumérique composé de lettres symboles du pays où le titre est domicilié et de 10 chiffres. Avantage : identification d'un titre très précise car chaque code ISIN correspond à un instrument unique.

1.A.5) LES GRANDS PRINCIPES DE MARCHÉ

le besoin d'identification précise des instruments négociés

Préfixe national de code ISIN par pays

PAYS	ISIN	PAYS	ISIN	PAYS	ISIN
Autriche	AT	Finlande	FI	Pays-Bas	NL
Belgique	BE	France	FR	Norvège	NO
Suisse	CH	Grande-Bretagne	GB	Suède	SE
Allemagne	DE	Irlande	IE	Etats-Unis	US
Danemark	DK	Italie	IT	Canada	CA
Espagne	ES	Luxembourg	LU	Japon	JP

1.A.5) LES GRANDS PRINCIPES DE MARCHÉ

une projection dans l'avenir, dans l'inconnu

la finance de marché est tournée vers l'avenir l'avenir est aléatoire

Alors que la comptabilité décrit le passé (passé des flux monétaires via le compte d'exploitation) et le présent (présent du patrimoine via le bilan),

La finance de marché s'intéresse à l'avenir, proche ou lointain.

l'avenir est aléatoire

« time is money »

Dans toute opération, lien entre la monnaie (les montants en jeu) et le temps ;

Pour emprunter de l'argent aujourd'hui, la personne qui me prête va exiger un taux d'intérêt pour accepter de se priver de l'argent dont elle dispose aujourd'hui, et de prendre le risque que je ne la rembourse pas.

1.A.5) LES GRANDS PRINCIPES DE MARCHÉ

le risque est inévitable, et rémunéré

toute opération financière comporte un risque

Résultats d'une opération financière incertains, car l'avenir est incertain et la volatilité est grande.

Conséquences :

- ✓ Le risque est rémunéré : plus une opération est risquée, plus elle est potentiellement rentable,
- ✓ Les résultats prévisibles de l'opération sont entachés d'une marge d'erreur,
- ✓ Les opérations de couverture peuvent réduire cette marge d'erreur.

Deux types d'acteurs classés par leur attitude face au risque :

Aversion ou appétance

✓ Acteurs souhaitant couvrir un risque :

ex. d'un producteur de matières agricoles qui souhaite s'assurer d'un prix correct et fixé à l'avance pour la vente des matières qu'il est en train de produire.

✓ Traders ou spéculateurs :

prêts à assumer un risque dans l'espoir d'un gain.

✓ Market-maker ou teneurs de marchés :

assurent la liquidité du marché et donc la possibilité de couverture en proposant un prix d'achat et un prix de vente pour chaque actif.

souvent au sein de banques ou de sociétés de bourse.

la finance de marché raisonne en cash flows ou flux de trésorerie

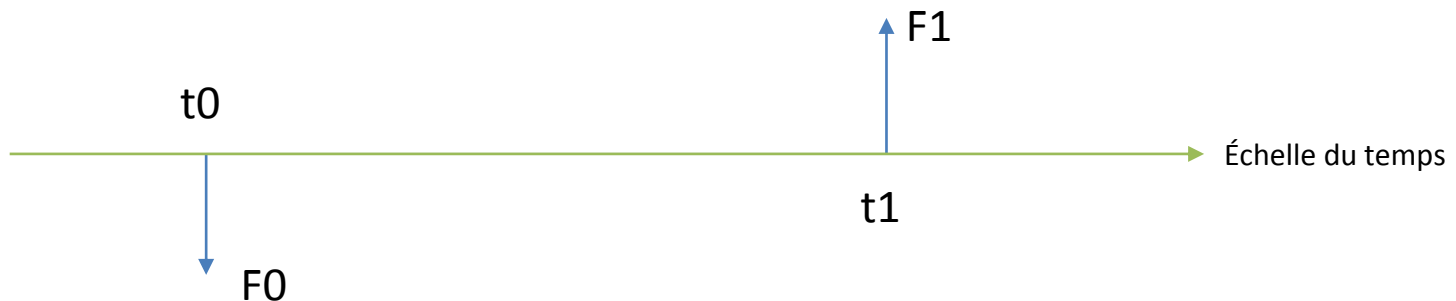
Flux positif si on encaisse de l'argent

Flux négatif si on dépense ou verse cet argent

La plupart du temps, les flux positifs et négatifs se succèdent,

D'où l'utilité de les visualiser sur un diagramme de flux ou un croquis

Exemple en t_0 , j'emprunte un flux F_0 , que je rembourserai en t_1 par un flux F_1



Liquidité

La liquidité est la caractéristique d'un titre qui peut être

- ✓ acheté ou vendu rapidement,
- ✓ sans frais excessif et
- ✓ sans impact sur le prix côté (ou sans décote sur le capital).

Garantie du bon déroulement des négociations.

- ✓ Liquidité = fourchette de cotation étroite.
- ✓ Illiquidité => négociation à un prix éloigné de la valeur intrinsèque et négociation à un niveau éloigné de la cotation affichée (qui représente davantage le dernier niveau traité que le niveau traitable).

Offre > Demande => baisse des prix

Offre < Demande => hausse des prix

1.A.5) LES GRANDS PRINCIPES DE MARCHÉ

les ordres de Bourse

- ✓ Bourse :
Un de modes de confrontation de l'offre et de la demande (« ordres »)
Marché organisé

- ✓ Déf. : un ordre de Bourse est un mandat d'exécution, transmis à un courtier ou à un Prestataire de Services Financiers (PSI), d'une décision d'achat ou de vente d'instrument financier.

- ✓ 3 caractéristiques principales d'un ordre de Bourse en fonction des objectifs :
 - ✓ Le prix. Recherche d'exécution « au meilleur prix » ou absence de contrainte afin de maximiser les chance d'exécution rapide.
 - ✓ Le délai. Si l'opération n'est pas conclue dans un délai imparti, élimination de l'ordre.
 - ✓ La quantité. Quantité définie pour chaque ordre, dans la limite de la liquidité du marché. Le solde peut être soit exécuté ultérieurement, soit éliminé.

Différents types d'ordres en fonction des objectifs de gestion

- ✓ ordre au marché :
 - ✓ Objectif prioritaire : exécution rapide ;
 - ✓ Pas de prix défini : risque sur le prix ;
 - ✓ Risque d'exécution partielle en fonction de la liquidité.

- ✓ ordre à cours limité :
 - ✓ Objectif prioritaire : exécution rapide avec limitation du risque sur le prix ;
 - ✓ Prix maximal pour un achat / minimal pour une vente.

- ✓ ordre tout ou rien :
 - ✓ Exécution totale ou annulation en cas de liquidité insuffisante.

- ✓ ordre à seuil de déclenchement :
 - ✓ Ordre déclenché par le franchissement d'une barrière à la hausse pour un ordre d'achat / à la baisse pour un ordre de vente. Ordre au marché.
 - ✓ Effet « stop-loss » très recherché par les opérateurs, très générateur de déséquilibres pour les marchés (effet mimétisme et boule de neige). Nécessité pour les sociétés de marché de prévoir des coupe-circuits.

Mode de cotation sur les marchés organisés

✓ Mode de cotation en fonction de la liquidité des titres :

Liquidité importante : cotation en continu ;

Liquidité réduite : cotation au fixing.

✓ Cotation en continu = mode de détermination des instruments financiers reposant sur une confrontation permanente des ordres d'achats et de vente présentés sur le marché.

En pratique :

En pré-ouverture, accumulation des ordres sans exécution,

Définition d'un cours d'ouverture, maximisant le nombre d'ordres exécutés,

En séance, exécution des ordres au fur et à mesure,

En pré-clôture, accumulation des ordres sans exécution,

Définition d'un cours de clôture, maximisant le nombre d'ordres exécutés,

Clôture avec exécution des ordres au cours défini.

1.A.5) LES GRANDS PRINCIPES DE MARCHÉ

les modes de cotations sur les marchés organisés

- ✓ **Cotation au fixing** = mode de détermination des prix des instruments financiers reposant sur une confrontation une ou plusieurs fois par séance des ordres d'achat et de vente présentés sur le marché.

Fixing simple : 1 / séance

Fixing double : 2 / séance

Multi-fixings : plusieurs / séance

Accumulation des ordres sans exécution,

Fixation du prix maximisant le nombre d'ordres exécutés,

Exécution des ordres correspondant.

Renouvellement éventuel du processus.

✓ Quel cours pertinent pour la séance ?

Cotation en continu ou au fixing multiple, quel cours sera le plus pertinent ?

✓ Cours d'ouverture ?

Principalement des ordres non exécutés de la veille ...

Donc peu représentatif de la séance du jour.

✓ En séance ?

on peut voir tous les cours, difficile d'en choisir un pertinent plus que les autres.

✓ A la clôture ?

Beaucoup de transactions, sur la base d'ordres laissés pendant la séance du jour.

Le moins mauvais ...

✓ La cotation en fourchette

Dans la transaction, une partie est acheteuse, l'autre vendeuse, ou l'une est prêteuse, l'autre emprunteuse. De nombreux instruments financiers sont cotés en fourchette.
Exemple : taux d'intérêt 3,00% - 3,50%.

✓ Dès lors, comment savoir quel côté de la fourchette sera appliqué ?

✓ Principe immuable : le demandeur du prix est en position de faiblesse et obtient toujours les conditions les plus défavorables.

✓ Dans notre exemple, si je souhaite emprunter de l'argent, je souhaite le faire au taux d'intérêt le plus faible. Or, si je demande à la contrepartie qui cote 3,00% - 3,50%, je subis la cotation donc je pourrais lui emprunter à 3,50%

✓ Inversement, si je souhaite prêter de l'argent, je souhaite le faire au taux le plus élevé. Mais je subis la fourchette donc je pourrais lui prêter à 3,00%.

Comment tirer parti d'une baisse des cours ?

Principe

En décalant la vente d'un instrument à une date ultérieure.

Exemple :

- ✓ A promet à B de lui vendre (position courte) un titre le 10 du mois prochain, au prix fixé entre eux de 20 €.
- ✓ Le 10 du mois suivant (échéance), comme convenu, A doit « livrer » à B le titre en échange de 20 €.
- ✓ A a de la chance, sur le marché, le titre vaut à ce moment-là, 15 €.
- ✓ A achète le titre au comptant à 15 € et le revend immédiatement à B à 20 €. Il gagne ainsi 5 € en ayant « spéculé » que le titre vaudrait moins que 20 € quand il aurait à l'acheter pour le livrer à B.

Comment tirer parti d'une baisse des cours ?

Le Service de Règlement Différé

- ✓ Sur le marché organisé des actions Nyse-Euronext, le Service de Règlement Différé (SRD) permet ainsi aux opérateurs de différer à la fin du mois le règlement-livraison de leurs positions.
- ✓ Le SRD remplace le Règlement Mensuel (RM) antérieur.
- ✓ Il est réservé aux valeurs les plus liquides.

La méthode du prêt-emprunt de titres

- ✓ Opération de gré à gré,
- ✓ Prêt ou Emprunt d'une quantité de titres, non susceptibles de faire l'objet d'une rémunération (dividende, coupon), ni d'un amortissement,
- ✓ En contrepartie d'une rémunération.
- ✓ A l'échéance, les titres sont restitués au prêteur.

I.A.6) LA NOTION DE TITRE FINANCIER

la naissance du concept

- ✓ Le titre financier matérialise le contrat écrit entre prêteur et emprunteur.
- ✓ Plusieurs niveaux de développement co-existent :
 - ✓ À l'origine, simple reconnaissance de dette entre deux individus, sur une base non normalisée.
 - ✓ Puis apparition de titres bancaires : monnaie remise par l'agent économique excédentaire à l'agent en besoin de financement en contrepartie de la souscription d'un contrat, mais titres non négociables et non remboursables par anticipation. Titres primaires.
 - ✓ Besoin de créer des titres secondaires, négociables sur un marché secondaire. Ainsi, le prêteur ou investisseur, peut revendre le titre qu'il détient, sortir du contrat qui le lie à l'emprunteur pour récupérer de la monnaie.

- ✓ Le financement direct sur des marchés s'effectue via l'émission de titres par l'agent économique ayant besoin de financement, en direction de l'agent excédentaire.
- ✓ Nombreux avantages :
 - ✓ Financement plus large à un coût moindre (plusieurs agents excédentaires, plus grande transparence, concurrence) ;
 - ✓ Ces titres sont standardisés et négociables :
 - ✓ Titres de créance,
 - ✓ Titres de propriété,
 - ✓ Parts ou actions d'organismes de placement collectif,
 - ✓ Instruments financiers à terme ;
 - ✓ Négociables, c'est-à-dire que :
 - ✓ Ils peuvent être à tout moment vendus sur un « marché de l'occasion » appelé marché secondaire ;
 - ✓ Ainsi, un émetteur pérennise son financement alors même que les détenteurs du titre peuvent changer d'identité.

- ✓ Le nombre de titres émis permet une diversification des ressources propre à augmenter la sécurité du financement ;
- ✓ La transformation est facilitée : le titre, même très long, peut n'être détenu que peu de temps par l'agent financeur en fonction de ses contraintes ;
- ✓ La liquidité des titres est renforcée par la possibilité de transformer ces titres en monnaie (revente) / à moduler au vu de la dernière crise financière.

C'est pourquoi on considère que les marchés financiers accroissent l'efficacité de l'économie

- ✓ Meilleures conditions d'accès au placement et au financement ;
- ✓ Formation d'un prix objectif unique, confrontation de l'offre et de la demande ;
- ✓ Meilleure gestion du risque et des décalages de besoin dans le temps.

l'évolution du concept

Longtemps, 2 catégories principales de titres financiers

- ✓ comme support matériel des droits acquis par les apporteurs de capitaux à une entreprise publique ou une collectivité publiques,
- ✓ différenciés par la nature des droits associés et, en conséquence, leurs caractéristiques économiques :
 - ✓ Les actions :
 - ✓ réel titre de participation dans une société ;
 - ✓ Leur détenteur a donc la qualité d'associé à la gestion de l'entreprise, en proportion de la part du capital qu'il détient ;
 - ✓ Leur détenteur a donc également des droits sur les bénéfices réalisés et sur l'actif social.
 - ✓ Les obligations :
 - ✓ Titre de créance du détenteur sur l'entité émettrice de l'obligation : droit d'être remboursé et de toucher un taux d'intérêt ;
 - ✓ Aucun droit sur la gestion de l'entreprise ;
 - ✓ Aucun droit sur les résultats réalisés ni sur l'actif en cas de liquidation de la société.

Progressivement, afin d'offrir d'autres fonctions sont apparues d'autres catégories d'instruments financiers.

Aujourd'hui :

- ✓ Diverses catégories : actions, obligations, warrants, certificats d'investissement, options, trackers, ...

- ✓ Différentes fonctions :
 - ✓ Soit outil de financement « levée de fonds » pour les entreprises : actions, obligations, certificats d'investissement, ... ;
 - ✓ Soit outil de gestion des risques par des organismes financiers : options, warrants ;
 - ✓ Soit outil de gestion de portefeuille par les investisseurs institutionnels : actions, obligations, trackers, ...

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

tentatives de classifications

- ✓ finance globale = argent et information, quelques soient leurs formes, leurs durées, et leurs zones géographiques principales, sont liés et interdépendants ;

- ✓ néanmoins, on peut tenter des classifications par
 - ✓ type de technique ;
 - ✓ marché primaire (« neuf ») et marché secondaire (« occasion ») ;
 - ✓ « nationalité » de l'opération : nationale, étrangère, internationale ;
 - ✓ type d'organisation du marché : marchés de gré à gré ou marchés organisés ;
 - ✓ modalités de règlement/livraison ;
 - ✓ marchés au comptant (spot), marchés à terme (future ou forward) ou marchés à terme conditionnels (options) ;
 - ✓ type de risque ;
 - ✓ classe d'actifs.

Trois grandes catégories :

- ✓ les techniques cambiales : marchés court terme (<1an) réservés aux professionnels (intermédiation)
 - marché des changes (spot et forward) : on achète et on vend des devises
 - marchés monétaires interbancaires : on emprunte et on prête de l'argent
- ✓ les techniques de financement des investissements et de placement : très vieux marchés, fonctionnant principalement au comptant (sauf RM français jusqu'en 2000)
 - crédits financiers internationaux
 - valeurs mobilières : actions (titres de propriété) et obligations (titres de créance)
 - titres de créances négociables (TCN) : exemple du Certificat de Dépôt
- ✓ les techniques de couverture des risques (hedging) et de spéculation via les marchés dérivés, marchés qui sont « à terme », soit fermes, soit conditionnels
 - marchés de gré à gré / marchés organisés (CBOT, Euronext Liffe, ...)
 - produits : swaps, FRAs, Caps, Floors, Collars, tous types de contrats à terme (fermes) et d'options
 - rencontre des agents qui ont besoin de se couvrir contre des risques, de ceux qui sont prêt à en prendre
 - diversité des stratégies possibles : tirer parti d'une hausse des cours, d'une baisse ou d'une stabilité.

classification en marché primaire / marché secondaire

Marché primaire

- ✓ marché des titres financiers (actions et obligations) au moment de leur émission ;
- ✓ marché du financement : c'est ce marché qui apporte les capitaux là où ils sont nécessaires.

Marché secondaire

- ✓ marché de l'occasion ;
- ✓ marché des placements et marché de la négociation.

Une fois les titres émis en contrepartie du financement, ces titres circulent sur des marchés de gré à gré ou sur des marchés organisés (ex Euronext, NYSE pour New York Stock Exchange, LSE pour London Stock Exchange, Kabuto Cho à Tokyo,)

- ✓ importance de la liquidité.

Classification en fonction de la « nationalité » de l'opération :
nationale, étrangère, internationale

Mondialisation importante des marchés, surtout depuis les 80' ;

Certaine convergence des pratiques et des cadres juridiques mais des différences subsistent ;

- ✓ Opérations nationales, réalisées par un opérateur dans son propre pays en respectant les réglementations locales.

Sur les marchés de gré à gré : opérations dites domestiques ;

Sur les marchés organisés : les produits et les méthodes varient selon les bourses (CBOT à Chicago ≠ SIMEX à Singapour ≠ Euronext à Paris, etc.).

I.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification par « nationalité » de l'opération

- ✓ Opérations étrangères : réalisées par un opérateur dans un pays étranger, donc devant respecter à la fois les réglementations du pays de l'opérateur et celle de la « place d'accueil » de l'opération. Diverses dénominations : ex d'une émission d'obligations étrangères réalisées sur le marché américain : « yankee bonds » (réglementation de la SEC), sur le marché japonais : « samourai bonds » (réglementation du MOF).
- ✓ Opérations internationales : réalisées sur l'euromarché, où circulent les eurodevises ;

À ne pas confondre : rien à voir avec l'€, la devise.

Dénomination héritée des années 1960 : transactions échappant à l'autorité des Etats (l'eurodollar qui circulait sans que la FED puisse contrôler les flux), ...

Puis de l'émergence des centres « off shore » tels que les Bahamas, Singapour, Luxembourg, etc.

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification en marchés de gré à gré ou marché organisé

Marché de gré à gré

- ✓ Contact direct entre les contreparties ;
- ✓ Marché de professionnels uniquement ;
- ✓ un inconvénient qui peut aussi être un avantage : le manque de transparence ;
- ✓ Deux risques majeurs :
 - ✓ Le risque de contrepartie, c'est-à-dire la non-exécution de tout ou partie de la transaction par une des parties, du fait de sa disparition ou de sa malhonnêteté.
 - ✓ Le risque de liquidité : impossibilité éventuelle de réajuster sa position faute de trouver une autre contrepartie prête à négocier le même produit.
- ✓ Prédominance des marchés de gré à gré,
 - ✓ Plus souples,
 - ✓ Souvent à l'origine de la création de marchés organisés,
- ✓ Sécurisés par l'adoption de contrats types ou « contrats cadre » définis par les autorités de tutelle, servant de référence (contrat-cadre de la Banque de France pour les pensions livrées, contrat standard ISDA pour les CDS, convention de globalisation et de compensation AFTI pour les prêts-emprunts de titres).

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification en marchés de gré à gré ou marché organisé

Marchés organisés ou standardisés

- ✓ Gérés par des organismes agréés par les autorités de tutelle, chargés de la fixation et du respect des règles ;
- ✓ Des normes ou standards fixant les quantités, qualités, date de livraison, monnaie de règlement, ;
- ✓ L'interposition d'une chambre de compensation qui devient contrepartie de chacune des parties pour assurer l'exécution de la transaction ;
- ✓ Des mécanismes de « deposits » ou « appels de marge » destinés à réduire le risque de défaillance de l'une des parties ;
- ✓ La fixation et la diffusion des cours à intervalles réguliers pendant les heures de cotation ;
- ✓ La confrontation des offres et demandes selon des règles précises,
 - ✓ Soit dans une rencontre physique sur un lieu de cotation à la criée,
 - ✓ Soit dans un lieu immatériel (cotations électroniques).

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification selon les modalités de règlement/livraison

- marchés au comptant (spot),
- marchés à terme (future ou forward) ou
- marchés à terme conditionnels (options)

✓ **Marchés au comptant ou spot**

Négociation – livraison – règlement quasi-simultanés (en réalité quelques jours).

✓ **Marchés à terme ferme (future ou forward)**

Règlement et livraison à une date ultérieure fixée lors de la négociation, appelée « échéance », selon des modalités fixées de manière irrévocable également lors de la négociation.

On parle de :

- « future » sur les marchés organisés,
- « forward » sur les marchés de gré à gré.

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification selon les modalités de règlement/livraison

✓ Marchés à terme conditionnels ou marchés d'options

- ✓ Pas de règlement-livraison direct mais échange du droit d'acheter ou de vendre un bien à une date fixée (« échéance »), à un prix fixé (« prix d'exercice » ou « strike »).

Ce droit à un coût appelé « prime » échangé au début de l'opération.

- ✓ A l'échéance,

- si les conditions déplaisent à l'acheteur de l'option, il peut renoncer à son droit de l'exercer. Il ne perd que la prime payée lors de la négociation ;

- si les conditions lui conviennent, il exerce son droit au prix d'exercice fixé.

- ✓ Avant l'échéance, l'acheteur peut également revendre son option à un tiers.
- ✓ « Conditionnels » car dépendent des conditions de marché dans le futur.

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification selon le type de risque financier

- ✓ Sur les marchés, rencontre des acteurs souhaitant couvrir (hedger) un risque, et des acteurs souhaitant assumer ce risque (spéculation). Le « spéculateur » est donc également l'assureur couvrant un risque.

- ✓ Emergence et renforcement des risques financiers depuis la fin des 70's du fait :
 - ✓ de la transformation d'un système de changes fixes à un système de change variable,
 - ✓ de l'apparition de la stagflation, de l'instabilité du dollar, de la forte montée des taux d'intérêt, ...

- ✓ Aux conséquences dramatiques pour nombre d'entreprises : ex. de la faillite des Savings & Loans (Caisses d'Épargne américaines) du fait du risque de taux.

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification selon le type de risque financier

Innovation constante pour gérer une panoplie de risques étendues pour les différents acteurs économiques :

- ✓ Risque de taux d'intérêt (FRA, swaps, options),
- ✓ Risque de change (swaps, options),
- ✓ Risques du fait de la volatilité des actifs ou « risques de marché ».

Instruments négociés

- ✓ soit sur les marchés de gré à gré,
- ✓ soit sur les marchés organisés,
- ✓ soit les deux à la fois.

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification selon le type de risque financier

Type de risque financier	Instrument de couverture
<p>Risque de taux d'intérêt</p> <p>↔ dès que la rentabilité d'un investissement ou le coût d'un financement varie de sa valeur prévue, du fait d'une variation de taux.</p> <p>Ex :</p> <p>Hausse des taux en cas d'endettement à taux variable, placement à taux fixe, Ou endettement futur.</p>	<p>Couverture du risque de taux</p> <p>Sur les marchés de gré à gré</p> <p>Forward forward FRA Cap, floor, collar Swap de taux, Option de taux</p> <p>Sur les marchés organisés</p> <p>Pour la France : Euronext Liffe Pour le Royaume-Uni : Liffe Pour les Etats-Unis : CBOT, IMM, etc.</p>

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification selon le type de risque financier

Type de risque financier	Instrument de couverture
Risque de change	Couverture du risque de change
Dans le cas d'importations ou d'exportations facturées en devises (risque de change commercial)	Sur les marchés de gré à gré Change à terme Avances en devises Swap de change Option de change
Dans le cas d'emprunts ou prêts libellés en devises (risque de change financiers)	Sur les marchés organisés Contrats spécifiques selon les lieux de cotation

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification selon le type de risque financier

Type de risque financier	Instrument de couverture
Risque de marché ou volatilité	Couverture du risque de marché
Dans le cas de la variation des actifs financiers, actions, matières premières,	Sur les marchés de gré à gré Options
	Sur les marchés organisés Contrats à terme fermes sur les indices actions par ex., Options sur actions, Options sur indices.

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

classification par classe d'actifs

Diversité des instruments financiers

Regroupement possible en classes d'actifs selon 3 caractéristiques (Mongars et Marchal-Dombrat, 2006) :

Une caractéristique de performance

- ✓ Performance supérieure sur le long terme que sur le court terme ;
- ✓ Performance supérieure de l'actif risqué par rapport à l'actif « sans risque ».

Une caractéristique de diversification

- ✓ Corrélation positive ou négative des classes d'actifs entre elles ;
- ✓ Phénomène de corrélation (+ou-) fondamental pour l'allocation d'actifs et la gestion de portefeuille.

Une caractéristique de non-réplication

Impossibilité de reproduire une classe d'actifs par combinaison linéaire et stable d'autres actifs.

1.A.7) DIFFERENTES CLASSIFICATIONS POSSIBLES

Différenciation entre marchés organisés des commodities et des actifs financiers

- ✓ **Marchés dérivés organisés sur commodities dans le monde (matières premières agricoles et énergétiques)**
 - ✓ Produits agricoles : noix de coco, soja, sucre, café, cacao, pomme de terre, jus d'orange, blé, maïs, colza, coton, caoutchouc, bétail sur pied, viandes congelés,
Traités par exemple au Chicago Board of Trade (CBOT), Kansas City Board of Trade (KCBT), Winnipeg Commodities Exchange (WCE), New York Cotton Exchange (NYCE), Tokyo Commodities Exchange (TCE), London Commodities Exchange (LCE), ...
En France, sur l'Euronext Liffe (et avant sur le MATIF) : sucre blanc, blé de meunerie, pomme de terre, colza, vins de Bordeaux, ...
 - ✓ Produits énergétiques : pétrole brut (crude oil), gazoline, fioul, essence, électricité, ... : New York Mercantile Exchange (NYMEX), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), International Petroleum Exchange à Londres, ...
 - ✓ Métaux non ferreux : aluminium, cuivre, zinc, plomb, étain, ... : London Metal Exchange (LME), Commodities Exchange de New York (Comex)
 - ✓ Métaux précieux : or, argent, platine, palladium au Comex, TCE, NYMEX.

Différenciation entre marchés organisés des commodities et des actifs financiers

✓ Marchés dérivés organisés sur actifs financiers

- ✓ Création en 1973 de marché dérivés organisés sur la monnaie, les taux d'intérêt court terme et long terme et les indices boursiers.
- ✓ Chicago Mercantile Exchange (CME)
- ✓ Chicago Board of Trade (CBOT) racheté par le CME en 2006
- ✓ Mid America Commodities Exchange (MACE)
- ✓ London International Financial Future and Options Exchange (LIFFE), racheté par Euronext en 2002,
- ✓ Singapore International Mercantile Exchange (SIMEX)
- ✓ Tokyo International Financial Future Exchange (TIFFE)
- ✓ New York Financial Exchange ,
- ...
- ✓ En France : le MATIF (créé en 1986) et le MONEP (créé en 1987) ont été intégrés dans Euronext Liffe en 2002.

1.A.8) FONCTIONS D'UN MARCHÉ FINANCIER

6 fonctions essentielles

Pour revenir à la théorie économique,

Merton et Bodie distinguent 6 fonctions essentielles pour un système financier :

- ✓ Fonction de règlement
- ✓ Fonction de financement
- ✓ Fonction d'épargne et d'endettement
- ✓ Fonction de gestion des risques
- ✓ Fonction d'information
- ✓ Fonction de réduction des conflits

1.A.8) FONCTIONS D'UN MARCHÉ FINANCIER

6 fonctions essentielles

- ✓ **Fonction de règlement**
 - ✓ Mécanismes de règlement et de compensation afin de faciliter les transactions ;
- ✓ **Fonction de financement**
 - ✓ Mise en commun des capacités de financement ;
 - ✓ Possibilité de diversifier ses investissements ;
 - ✓ Accroissement de la liquidité ;
- ✓ **Fonction d'épargne et d'endettement**
 - ✓ Meilleure répartition dans le temps, dans l'espace et entre les différents agents économiques ;
- ✓ **Fonction de gestion des risques**
 - ✓ Diversification et mutualisation des risques (loi des grands nombres pour les assurances qui transforme un ensemble de probabilités individuelles en coût au niveau collectif) ;
- ✓ **Fonction d'information**
 - ✓ Information plus transparente sur les prix ;
- ✓ **Fonction de réduction des conflits**
 - ✓ Si la gestion d'actifs n'est pas efficace, elle change de mains.

« Un marché efficient est un marché dans lequel le prix des titres financiers reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible.

On parle aussi de marchés à l'équilibre et de marchés parfaits, qui sont des termes synonymes. »

Source Vernimmen

la théorie

En théorie,

Le prix d'un titre intègre :

- ✓ Toutes les conséquences des événements passés ;
- ✓ Toutes les anticipations sur les événements futurs.

si tous les événements connus ou anticipés sont intégrés dans le prix actuels, seule une nouvelle information pourra modifier la valeur du titre.

Or, toute nouvelle information est imprévisible,

Donc il est impossible de prévoir les variations futures d'un titre.

Conclusion : Hypothèse d'Efficiencce du Marché (HEM) d'Eugène Fama :

Le prix équivaut toujours au juste prix et évoluera selon un marché aléatoire, au gré des nouvelles à venir.

Conditions relatives à l'Hypothèse d'Efficiency des Marchés

L'Hypothèse d'Efficiency des Marchés est d'autant plus proche de la réalité que :

- ✓ L'accès à l'information est libre pour tous et peu onéreux ;
- ✓ Le coût des transactions est faible,
Un coût trop important fausserait la fixation du prix du titre ;
- ✓ Le marché est liquide (hum ...),
Seule la fréquence de transaction peut garantir l'intégration rapide d'une nouvelle dans le prix du titre ;
Si la liquidité est faible, le prix sera modifié avec retard, mais personne n'aura pu en profiter ;
La prime d'illiquidité vient fausser l'évaluation du titre ;
- ✓ Les investisseurs sont rationnels (hum hum...),
Sur les marchés, être rationnel, c'est maximiser son couple rentabilité/risque.

contestation par la finance comportementale

Depuis la fin des années 1960, les travaux abondent pour contester l'Hypothèse d'Efficiency des Marchés, en se basant sur l'observation de plusieurs anomalies :

- ✓ la volatilité : pourquoi les cours fluctuent-ils en permanence alors que les nouvelles à incorporer dans la fixation du prix ne sortent pas en continu ?

Et dans une moindre mesure ...

- ✓ les anomalies de calendrier (lundi en berne, janvier en forme) ;
- ✓ Les anomalies météorologiques (quand il fait beau dehors, il fait beau sur les marchés) ;
- ✓ Les humeurs de marché : impression que parfois, le marché n'intègre que les mauvaises nouvelles et ne veut pas croire aux bonnes et inversement ;
- ✓ Pendant ce temps, Eugène Fama défend mordicus sa théorie en reprochant aux contestataires leur méthodologie.

contestation par la finance comportementale

En fait, la finance comportementale, les neurosciences et les psychologues s'attaquent plus précisément à la rationalité des investisseurs,

En démontrant que leurs décisions sont influencées par l'environnement et les circonstances :

✓ Attitude différente en fonction d'anticipations de gain ou de perte

Lors de plusieurs loteries, les résultats montrent une préférence pour :

- ✓ avoir une probabilité de 50% de perdre 100 plutôt que d'être sûr de perdre 50 ;
- ✓ être sûr de gagner 50 plutôt que d'avoir une chance sur 2 de gagner 100 ;
- ✓ Cette asymétrie devrait être corrigée rapidement par l'efficacité des marchés mais les anomalies peuvent durer.

✓ Le mimétisme

- ✓ Le mimétisme informationnel : on imite les autres parce qu'on les croit mieux informés ;
- ✓ Le mimétisme autoréférentiel, qui tente de prévoir le comportement majoritaire pour l'imiter
⇔ prophétie auto-réalisatrice ;
- ✓ Ces pulsions de mimétisme peuvent être accentuées par les Program Trading programmés pour réaliser automatiquement des opérations en fonction de seuil de prix atteint.

On préfère donc considérer qu'il existe un certain degré d'efficacité pour les marchés (faible, semi-fort et fort) selon :

- ✓ La capacité à prévoir les cours
 - ✓ Conflit avec l'analyse chartiste et tous les modèles de prévision ;
- ✓ La réponse des marchés à des événements ponctuels
 - ✓ L'observation des cours doit révéler une réaction immédiate à la nouvelle, ni avant, ni le lendemain ;
 - ✓ Les autorités boursières incitent les entreprises cotées à communiquer en dehors des heures d'ouverture de la Bourse, ou imposent une suspension de séance, afin que l'information ait le temps de se diffuser à tous.
- ✓ L'influence des informations privilégiées sur le marché
 - ✓ Les autorités de tutelle veillent au délit d'initié.
 - ✓ Les acteurs de marché qui jouissent d'une compétence professionnelle qui devrait les favoriser ne sont pas toujours les plus performants ...

Il est probable qu'à l'avenir on s'appuie sur les deux approches :
théorie d'efficacité des marchés ET finance comportementale.

Finance de Marché Partie 1.A Terminologie et Principes de base
1.A.10) LA SURVEILLANCE DES MARCHES FINANCIERS
différents organes pour chaque pays

- ✓ Une ou plusieurs structures de surveillance selon les pays,
- ✓ Périmètre variable.

Ex. : la Securities and Exchange Commission (SEC) aux Etats-Unis ou la Financial Services Authority (FSA) en Grande-Bretagne.

En France, maillage complexe :

- ✓ Source historique de surveillance : législation via le Code monétaire et financier surtout.
- ✓ Commission bancaire et Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI) = surveillance des banques et des entreprises d'investissement.
- ✓ Autorité des Marchés Financiers (AMF) (équivalent de la SEC américaine) surveille l'ensemble des marchés. Née en 2003 du regroupement de la Commission des opérations de bourse (COB), du Conseil des Marchés Financiers (CMF) et du Conseil de Discipline de la Gestion de Portefeuille (CDGP).

Finance de Marché Partie 1.A Terminologie et Principes de base
1.A.10) LA SURVEILLANCE DES MARCHES FINANCIERS
le rôle de l'AMF en France

« le rôle de l'AMF est de veiller

- ✓ « à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne,
- ✓ à l'information des investisseurs et
- ✓ au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.

Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européens et international. »

Source : Code monétaire et financiers, article L. 621-1

L'AMF

- ✓ Contrôle la régularité des opérations réalisées par les acteurs financiers : émetteurs, PSI, entreprises de marché, investisseurs institutionnels, OPCVM, etc. ;
- ✓ Assure le respect des droits des porteurs de parts ou d'actions d'OPCVM et des porteurs de titres cotés, notamment via le
- ✓ Contrôle de l'information financière diffusée par les émetteurs.

- ✓ Elle sanctionne notamment trois délits financiers qui portent atteinte à la transparence des marchés :
 - ✓ Le délit d'initié
 - ✓ Le délit de manipulation des cours
 - ✓ Le délit de diffusion de fausse information

Le délit d'initié

- ✓ Utilisation d'une information privée, non encore rendue publique, afin d'éviter une perte ou de réaliser un gain sans risque.
- ✓ Cible principale : dirigeants d'entreprises, administrateurs, principales directions (direction générale, direction financière, direction de la communication, ...), auditeurs externes, personnels travaillant pour des autorités publiques sensibles (AMF, Ministère des Finances,)

Le délit d'initié est « [...] le fait, pour les dirigeants d'une société [...] et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou sur la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé,

De réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations ».

Code monétaire et financier, article L. 465-1, al.1)

Le délit de manipulation des cours

- ✓ Volonté d'orienter le marché afin d'éviter une perte ou de réaliser un gain sans risque.
- ✓ Moyen : prises de positions importantes sur des valeurs peu liquides ou sur les marchés dérivés, créant une tendance à la hausse ou à la baisse qui écarte le prix d'un instrument de « sa vraie valeur ».

Le délit de manipulation des cours est » [...] le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché « règlementé » en induisant autrui en erreur ».

Code monétaire et financier, article L. 465-2)

Le délit de diffusion de fausse information

- ✓ Diffusion de données de marché erronées auprès des opérateurs de marché afin d'écartier le prix négocié d'un instrument financier de sa vraie valeur, et profiter de l'écart généré

Le délit de diffusion de fausse information est » [...] le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et des moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours ».

Code monétaire et financier, article L. 465-2, al. 2)

L'histoire ne replace pas les plats
Mais marque les esprits

Les crises du passé,

- ✓ par leurs mécanismes,
- ✓ par leur amplitude,
- ✓ par la façon d'en sortir,

Ont durablement marqué tous les acteurs des marchés.

On distinguera :

- ✓ Les chocs exogènes,
- ✓ Les crises bancaires classiques,
- ✓ Les crises globales, leurs mécanismes, les leçons à en tirer

1.B.1) LES CHOCS EXOGENES

- ✓ Crises par chocs exogènes assez facilement surmontées ;
- ✓ Adaptation finalement très rapide aux chocs les plus inattendus !

3 chocs exogènes célèbres

- ✓ **26 juin 1974** : la petite banque allemande Herstatt sur le tout jeune marché des changes : placée en cessation de paiement par son régulateur alors que ses positions en dollars ne sont pas totalement dénouées (décalage horaire) ; découverte du risque de contrepartie et du risque systémique ; plusieurs décennies (30 ans) pour la mise en place d'une solution : le CLS pour Continuous Linked Settlement qui assure le règlement centralisé des devises.
- ✓ **21 novembre 1985** : 28 heures de panne informatique affectant le système de règlement livraison des obligations d'Etat américaines à la Bank of New York : coût 20 milliards de \$.
- ✓ **11 septembre 2001** : nombreux services bancaires dans les tours du WTC et plusieurs systèmes de communication liés au règlement-livraison affectés : injection massive de liquidités par la Fed, banque centrale américaine, pour aider les établissements qui avaient des suspens + même chose à la BCE (130 milliards d'€ de liquidités supplémentaires) + baisse concertée des taux directeurs de la Fed, de la BCE et de la Banque d'Angleterre.

1.B.2) LES CRISES BANCAIRES CLASSIQUES

- ✓ Fréquentes, variables dans leur ampleur et leurs conséquences.

Quelques crises bancaires importantes

- ✓ 1979-1982 : 1^{ère} crise des caisses d'épargne américaines (Savings & Loans) : sur fonds de taux de rémunération des dépôts réglementaires, asphyxie des Savings & Loans par hausse des taux court terme à partir d'octobre 1979. Déréglementation en urgence + continuité de la garantie d'Etat : à l'origine de comportements désordonnés.
- ✓ 1982 : crise des pétrodollars : excès des dollars en circulation liés au commerce du pétrole par les pays de l'OPEP après la guerre du Kippour que les banques ont recyclé en prêtant aux Etats souverains latino-américains et africains, en \$, à taux courts et variables ; avec la remontée des taux courts américains en 1979 puis la hausse du dollar, nombreuses cessations de paiement des pays en voie de développement, crises majeures dans les pays concernés, crispation du système financier international ; financement de ces pays gelé pendant 7 ans, renégociations de leurs dettes au sein du « Club de Paris », solution en 1989 avec le plan Brady : rééchelonnement des dettes et émission de Brady Bonds.

1.B.2) LES CRISES BANCAIRES CLASSIQUES

- ✓ 1986-1990 : 2ème crise des caisses d'épargne américaines (Savings & Loans) : déréglementation + garantie d'Etat : développement incontrôlé des Savings & Loans + quelques opérations frauduleuses => faillites à partir de 1986 avec reprise des actifs toxiques dans une énorme structure de défaisance gouvernementale : la Resolution Trust Corporation (cf actualité des banques italiennes ...).
- ✓ 1990-1992 : crise immobilière et financière scandinave : financement désordonné du boom immobilier local par les banques scandinaves ; éclatement de la bulle lors de la hausse des taux européens et la baisse du marché immobilier ; nationalisations, structures très bien gérées de défaisance qui restructurent et re-privatisent les banques. Coût nul pour les contribuables scandinaves.
- ✓ 1990-2002 : crise bancaire japonaise : sous-capitalisation chroniques des bilans des banques japonaises, qui ne supportent pas l'éclatement de la bulle japonaise. Politique monétaire de taux d'intérêt quasiment nuls pour les garder « sous perfusion ». Restructuration bancaire achevée en 2002 => le Nikkei a perdu $\frac{3}{4}$ de sa valeur entre 1989 et 2002.
- ✓ 1993 : le Crédit Lyonnais : développement désordonné et à contre-courant de la conjoncture mondiale avec le confort de la garantie d'Etat => en novembre 1993 les provisions à constituer > fonds propres : échec d'un 1^{er} plan de restructuration en 1994 et création d'une grande structure de défaisance : le Consortium de réalisation pour 190 milliards d'actifs et une activité de 11 ans (->2006).

- ✓ Crise financière majeure du Xxème siècle,
- ✓ Se diffusant en une crise économique dramatique,
- ✓ Conduisant à la guerre.

Contexte

- ✓ Croissance économique soutenue depuis la fin de WW1, notamment aux Etats-Unis ;
- ✓ Optimisme de tous les acteurs économiques : entreprises, banques, ménages ;
- ✓ Cotations de plus en plus nombreuses des entreprises ;
- ✓ Prêts bancaires abondants créant un fort afflux de liquidités qui se portent en partie sur les marchés financiers => bulle avec des niveaux de valorisation inédits (cf Dow Jones Industrial Average) ;

Déclenchement

- ✓ Ralentissement de la hausse des cours de Bourse début 1929 ;
- ✓ Remontée des taux d'intérêt ;
- ✓ Début octobre, échéances importantes d'emprunts à honorer => ordres massifs de vente de titres ;

1.B.3) LE GRAND KRACH DE 1929

- ✓ 24 octobre, « Jeudi noir » (« Black Thursday ») Baisse de 6,50% du Dow Jones Industrial Average (DJIA) de la bourse de NY (30 actions de sociétés industrielles américaines) ; 28 et 29 octobre, chute de 14% et 12% du DJIA ;
- ✓ Mise en place d'un cercle vicieux : pour rembourser les emprunts, les investisseurs vendent les actions, ce qui fait baisser les cours, donc il faut en vendre plus ... Très vite, les investisseurs ne peuvent plus rembourser leurs emprunts.

La diffusion à l'ensemble de l'économie

- ✓ Impact sur les banques :
 - ✓ pertes enregistrées sur leurs portefeuilles d'actions (en tant qu'investisseurs) ;
 - ✓ créances non remboursées (en tant que prêteurs) ;
- ✓ Perte de confiance des ménages dans les banques / volonté de récupérer leurs dépôts / aggravation des difficultés des banques, qui deviennent à leur tour insolvables ;
- ✓ Tout le secteur financier s'effondre, toute l'économie est touchée, avec de graves conséquences sociales.

Les leçons à tirer de la crise de 1929

Quant aux comportements

- ✓ Spéculation basée sur une anticipation de croissance ininterrompue des cours de Bourse ;
- ✓ Optimisme comme explication de la prise de risques grandissants ;
- ✓ Dénier de la décorrélation « manifeste » entre valeur réelle des actifs et valorisation financière ;
- ✓ Spéculation encouragée par le recours à l'emprunt et l'afflux de liquidités.

Quant aux structures économiques

- ✓ Risque majeur en cas de fragilité des structures bancaires et financières ;
- ✓ Nécessité d'une réglementation pour encadrer les marchés, et les prises de risques ;
- ✓ Nécessité de contrôle permanent des structures et des marchés par des autorités de tutelle ;

Les leçons à tirer de la crise de 1929 (suite)

Quant à la gestion de la crise

- ✓ Erreur fatale de 1929 : resserrement des conditions financières ;
- ✓ Un allègement de la contrainte sur les emprunts aurait permis aux investisseurs de sortir de leurs positions de manière plus étalée, donc de rembourser leurs emprunts, donc d'éviter l'affaiblissement de tout le secteur financier et donc de toute l'économie ;

Contexte

- ✓ Fort développement des structures de marché ;
- ✓ Tensions inflationnistes depuis 1979, notamment aux Etats-Unis ;
- ✓ Resserrement monétaire décidé par le gouverneur de la banque centrale américaine, Paul Volcker (hausse des taux monétaires jusqu'à 19%) ;
- ✓ Décroissance de l'inflation jusqu'à la récession ;
- ✓ Afflux des liquidités mondiales sur le marché américain, attirées par les taux élevés ;
- ✓ Hausse du dollar contre les autres devises (notamment contre Deutsche Mark en février 1985), en toute décorrélation avec les fondamentaux économiques : ampleur des déficits publics (Reagan : baisse des impôts + hausse des dépenses militaires) et concurrence commerciale forte (Japon et Allemagne).

Déclenchement 1

- ✓ 22 septembre 1985, réunion du G7, accords du Plaza :
le G7 intervient massivement sur le marché des changes en vendant des milliards de dollars ;
- ✓ Le dollar dévise, atteint en décembre 1986, son plus bas niveau historique depuis la fin des 70 's ;
- ✓ Relance de l'économie américaine, tirée par les exportations (faiblesse du dollar) ;
- ✓ Amélioration des perspectives économiques pour les entreprises ;
- ✓ Valorisations boursières des entreprises en hausse ;
- ✓ Retour de l'inflation du fait du dynamisme de la consommation des ménages américains (notamment via les importations) ;
- ✓ Crainte d'un nouveau resserrement monétaire de la FED pour contrer l'inflation.

Déclenchement 2

- ✓ Dégradation du déficit commercial américain début 1987 ;
- ✓ Chute plus prononcée du dollar ;
- ✓ Dégradation de la valeur de la dette américaine, libellées en dollar ;
- ✓ Hausse des taux pour stimuler l'attractivité de la dette américaine ;
- ✓ Impact négatif sur la valeur des obligations privées et sur l'endettement des entreprises ;
- ✓ Impact importé sur la valeur des actions (qui logiquement, doivent afficher des performances supérieures aux obligations, car plus risquées) ;
- ✓ Décorrélacion entre valorisation boursière des entreprises et valeur réelle.

Déclenchement 3

- ✓ 22 février 1987, réunion du G7, accords du Louvre, coordination des banques centrales pour faire remonter le dollar ;
- ✓ Octobre 1987 : grande volatilité sur les marchés actions et obligations avec une chute du DJIA de 5% le vendredi 16 octobre ;
- ✓ 19 octobre : « lundi noir » (« Black Monday ») : chiffre du déficit commercial américain + annonce du resserrement monétaire allemand => le DJIA perd $\frac{1}{4}$ de sa valeur = plus forte baisse enregistrée sur les marchés en un seule séance ;
- ✓ Cercle vicieux : innovation de marché (essor des options), de l'informatique et des télécommunications (informatisation des places financières) => exercice massif des options de ventes souscrites et déclenchements des ordres de stop loss automatiques.

Les leçons à tirer du krach de 1987

- ✓ Diffusion des perturbations du fait de l'inter-connection croissante des marchés (segments de marché tels que marché des changes, marchés actions, ...) ;
- ✓ Nécessité d'établir des mécanismes de « coupe-circuit » en cas de fortes variations intra-séance (limit up et limit down) ;
- ✓ Assouplissement des conditions de crédit (suite aux leçons tirées après 1929) : la crise financière ne se diffuse pas à l'économie réelle ;
- ✓ Les marchés retrouvent rapidement un équilibre, la croissance des pays du G7 n'est pas impactée ;
- ✓ Mise en cause des errances politiques (manipulation du dollar par le G7) ;
- ✓ Théorie de la nécessité de l'indépendance de la banque centrale.

Crises d'adaptation à la libéralisation des mouvements de capitaux dans les années 80 en Europe et 90 dans les pays en développement.

La crise du SME (Système Monétaire Européen) en 1992-1993

- ✓ Conséquence de l'ouverture des frontières aux marchés de capitaux ;
- ✓ Gouvernements européens protégés par le mécanisme stabilisant du SME, négligent les ajustements de politique monétaire ou de parité de change nécessaires du fait de la dégradation de leur compétitivité ; Structure du SME pensée du temps du contrôle des changes ; sans contrôle des changes, spéculation facile à l'intérieur de SME ;
- ✓ 1992 : campagne de référendum du traité de Maastricht (conditions de l'Union monétaire européenne prévue pour 1999) très houleuse, spéculation contre la lire italienne puis la livre sterling (sortie du SME le 16 septembre), notamment par des hedge funds dont celui de George Soros. Malgré le résultat positif du référendum en France, spéculation spectaculaire mais ratée contre le franc ;
- ✓ Août 1993 : attaque sur la parité Deutsche Mark / Franc Français => élargissement des marges de fluctuation de SME pour décourager de nouvelles attaques.

Les crises des pays émergents : 1994-2002

- ✓ Passé inflationniste voire hyperinflationniste ; combattu par l'ancrage (« peg » en anglais) au dollar qui apporte une impression de stabilité ;
- ✓ Afflux des capitaux qui déstabilise l'économie locale ;
- ✓ Retrait brutal des capitaux lors de la prise de conscience de la fragilité de la garantie de change.
- ✓ 1994 : le Mexique ; 2001 : Argentine ; 2002 : Brésil
- ✓ 1997 : l'Asie avec la Thaïlande et Hong Kong

- ✓ Exemple de la Thaïlande :
- ✓ Liquidités importantes sur tout le continent, notamment du fait de l'excédent des liquidités japonaises qui alimente toutes les bulles possibles (immobilière et boursière notamment) ;
- ✓ Monnaies locales arrimées au dollar (notamment le bath thaïlandais) : illusion d'une garantie de change ;

- ✓ Début 1997 : attaque du baht thaïlandais, considéré comme surévalué (spéculation à la baisse) ;
- ✓ Printemps : la banque centrale thaïlandaise soutient sa monnaie, l'achète contre le dollar, jusqu'à épuisement des réserves. Elle est contrainte d'abandonner et de laisser glisser sa monnaie ;
- ✓ Grosses pertes de change pour les investisseurs étrangers qui quittent violemment le pays => impact économique, notamment du fait de l'effondrement de la bulle immobilière ;
- ✓ => prêts bancaires consacrés à l'immobilier sinistrés => les banques doivent provisionner massivement ;
- ✓ Récession locale importante mais courte ; sentiment d'humiliation (dépendance aux capitaux étrangers)
- ✓ Répercussions mondiales importantes.

Cercle vicieux des répercussions économiques mondiales des crises de changes et de liquidités

- ✓ Contraction des approvisionnements en matières premières et énergétiques russes ;
- ✓ Disparition des revenus de l'Etat russe, libellés en dollar ;
- ✓ difficultés financières de la Russie ;
- ✓ 17 août 1998, annonce d'un moratoire sur le versement des intérêts et le remboursement de la dette souveraine russe ;
- ✓ Difficultés financières des investisseurs étrangers en Russie et dans les pays historiques du bloc de l'Est, dont le fonds américain LTCM (Long Term Capital Management).

la chute du fonds LTCM

- ✓ Long Term Capital Management créé en 1994 par des financiers réputés (2 prix Nobel d'économie pour Robert C. Merton et Myron Scholes, un ancien directeur de la FED, des traders internationalement connus) ;
- ✓ 5 milliards de capitaux et un fort niveau d'endettement / 125 milliards de \$ de positions sur les marchés obligataires ;
- ✓ Stratégie principale : convergence de la dette souveraine russe avec celle des autres pays européens (réduction de la prime de risque associée à l'Etat russe du fait de la libéralisation de son économie) ;
- ✓ Le défaut de la Russie en août 1998 = une surprise totale pour LTCM ;
- ✓ Chaos sur les marchés obligataires russes ;
- ✓ Les investisseurs (et donc créanciers) demandent le remboursement de leurs prêts ;
- ✓ LTCM brade ses actifs, faute de liquidité ;

la chute du fonds LTCM

- ⇒ Le 23 septembre, faillite de LTCM tellement large que certaines banques centrales et établissements financiers participent à l'organisation de la liquidation.
- ✓ LTCM bénéficie de prêt-relais de la Federal Reserve Bank of New York afin :
 - ✓ D'honorer ses remboursements,
 - ✓ De déboucler ses positions avec moins d'urgence dans des conditions moins anormales.

Les leçons à tirer de la faillite de LTCM

- ✓ Importance du timing dans la stratégie d'investissement :
avoir raison, au bon moment ;
- ✓ Importance de la liquidité :
il faut pouvoir déboucler.

La leçon toxique de la faillite de LTCM

Tout le monde a remarqué que les autorités nationales et internationales sont intervenues pour éviter la catastrophe ...

« too big to fail » : aléa moral en finance : plus les mécanismes de gestion du risque paraissent forts, plus les investisseurs prennent de risques ... (à suivre)

Contexte

- ✓ Bond technologique d'Internet à partir de 1996 aux Etats-Unis ;
- ✓ Nouveau secteur économiques constitué de PME, les start-up ;
Business model : peu d'infrastructures, activité internationale donc espoirs de profits importants / ancienne économie ;
- ✓ Multiplication des introductions en Bourse entre 1996 et 2000 ;
- ✓ Valorisation élevée parfois pour des entreprises très jeunes avec des documents sommaires ;

- ✓ Essor du NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), où sont cotées ces entreprises ;
- ✓ Mars 2000, plus haut niveau historique pour la bourse américaine,
- ✓ Septembre 2000, le CAC 40 proche des 7 000 points.

Déroulement

- ✓ Apparition des premières difficultés : année 2000 finalement négative en bourse ;
- ✓ En 2001, presque toutes les start-up ont disparus de la cotation ;
- ✓ Pas de réelle reprise boursière avant le premier trimestre 2003 ; Entre-temps, le CAC 40 a perdu les 2/3 de sa valeur (2 400 points).

Les leçons de la bulle Internet

- ✓ Optimisme général ;
- ✓ Décorrélacion entre valorisation boursière et valeur réelle ;
- ✓ Interrogations sur la capacité des analystes financiers à valoriser les entreprises ;
- ✓ Mise en cause de certaines méthodes de gestion (gestion « passive » où un gérant de fonds doit répliquer la performance d'un indice) qui favoriseraient le mimétisme et donc l'aveuglement des marchés ;
- ✓ Financiarisation abusive de l'économie : les capitaux vont en bourse et non dans la sphère réelle.

Contexte

- ✓ Après l'éclatement de la bulle Internet, rebond de l'économie américaine dès 2002-2003, mais pas la bourse ;
- ✓ Les capitaux se détournent des marchés financiers pour s'orienter vers l'immobilier ;
- ✓ Crédit immobilier très développé aux Etats-Unis et notamment auprès des ménages modestes pour favoriser leur accès à la propriété ;
- ✓ Crédit « subprime » = crédit hypothécaire auprès des ménages les moins solvables (par opposition au « prime lending rate » réservé aux emprunteurs les moins risqués) ;
- ✓ Diffusion de plus en plus large du crédit en termes de
 - ✓ qualité des emprunteurs et /
 - ✓ de montants en jeu (montants de prêts plus élevés) ;
- ✓ Risque plus élevé = taux d'intérêt plus élevé ;
- ✓ Taux fixe les premières années puis taux variable ;
- ✓ Marché immobilier florissant : orientation à la hausse des prix des logements d'où
 - ✓ Possibilité de revente d'un logement pour honorer le remboursement d'un prêt,
 - ✓ Multiplication de nouveaux acteurs dans le prêt immobilier en plus des banques.

Déclenchement 1

- ✓ Conséquences sur les taux des prêts immobiliers de la fin de l'assouplissement monétaire post éclatement bulle Internet et post 11 septembre. => échéances d'emprunts de plus en plus lourdes (jusqu'à 20% d'intérêt annuel) ;
- ✓ Vente à perte des logements pour les ménages insolubles (sans éteindre le prêt) ;
- ⇒ Au 1^{er} semestre 2007, 1 million de ménages américains ont perdu leur logement.

Cercle vicieux

- ✓ La crise déborde de la sphère immobilière via la titrisation ;
- ✓ Transfert du risque de crédit liés aux prêts immobiliers par les établissements prêteurs : transformation des crédits immobiliers en titres négociables vendus aux acteurs financiers internationaux ;
- ✓ Gros appétit pour ces CDO (Collateralized Debt Obligations), affichant une rémunération supérieure pour une notation de crédit équivalente (diversification du risque).

Déclenchement 2

- ✓ Août 2007 : prise de conscience que les CDO comportent des créances douteuses dans une proportion inconnue. Les revenus espérés ne seront pas au rendez-vous ;
 - ✓ Perte estimée à 2 000 milliards sur les marchés des CDO au mois de novembre 2007 ;
 - ✓ Banques et institutions financières doublement touchées :
 - ✓ En tant qu'investisseurs dans ces CDO,
 - ✓ En tant que distributeurs de ces CDO auprès de leurs clients institutionnels ;
 - ✓ Perte de confiance dans les banques : chute des actions bancaires ;
- Ex. : Natixis, actionnaire de la banque allemande IKB en difficulté, perd 10% lors de la séance du 3 août.
- ✓ Grande difficulté à évaluer l'exposition au risque (« granularité des CDO ») donc généralisation de la défiance vis-à-vis des banques qui n'osent même plus se prêter de l'argent entre elles ;
 - ✓ Les banques centrales interviennent en injectant des milliards d'€ de liquidités.

Déclenchement 3 : 15 septembre 2008 = faillite de Lehman Brothers

- ✓ Problème de solvabilité \Leftrightarrow détention d'actifs toxiques ;
 - ✓ Problème de liquidité \Leftrightarrow incapacité à revendre ces actifs sur le marché ;
 - ✓ Refus de la Fed d'aider Lehman Brothers ;
 - ✓ c'est la fin du « too big to fail » :
- si une Lehman Brothers peut faire faillite, toutes les banques peuvent faire faillite.

Cercle vicieux 2

- ✓ Assèchement du marché monétaire interbancaire ;
- ✓ Vente à perte d'actifs par les investisseurs institutionnels qui doivent faire face à des rachats de parts de la part des investisseurs et épargnants ;
- ✓ Repli des matières premières anticipant une chute de la croissance mondiale ;
- ✓ Ecartement des spreads entre emprunts d'Etats et obligations privées par flight to quality ;
- ✓ Sauvetage généralisé des banques par les Etats

Contexte

- ✓ Dette publique en constante croissance (malgré les critères du traité de Maastricht : déficit public limité à 3% du PIB par an, dette publique limitée à 60% du PIB) ;
- ✓ Manque de crédibilité et de cohésion de la zone € ;
- ✓ Croissance européenne atone depuis des années ;
- ✓ Coût astronomique du sauvetage des banques (transfert du risque des banques vers les Etats souverains) ;
- ✓ Rentrées fiscales des Etats grevées par la crise économique.

Déclenchement irlandais

- ✓ Irlande : bon élève de la zone avec une croissance forte depuis 10 ans (dopée par un dopage fiscal pour les entreprises) et des finances maîtrisées ;
- ✓ Désagrégation du système bancaire irlandais (crise économique, éclatement bulle immobilière, crise du marché interbancaire) ;
- ✓ première intervention en 2010, insuffisante ;
- ✓ puis nationalisations et recapitalisations ;
- ✓ Programme drastique de réductions des dépenses publiques sans remise en cause du dumping fiscal.

Contexte grec

- ✓ Afflux des capitaux étrangers lors des Jeux Olympiques de 2004 ;
- ✓ Taux d'intérêt modérés grâce à l'appartenance à la zone €, facilitant l'emprunt public ;
- ✓ La crise économique fait exploser les déficits publics ;
- ✓ Difficultés pour assurer le recouvrement de l'impôt – économie souterraine ;
- ✓ La comptabilité publique apparaît douteuse (montages financiers Goldman Sachs, qui parallèlement spéculait contre la dette grecque).

Déclenchement grec

- ✓ Mai 2010 : accord entre la Grèce – l'Union Européenne – le FMI pour aider la Grèce :
 - ✓ 80 milliards d'€ de prêts par les pays européens,
 - ✓ 30 milliards d'€ de prêts par le FMI ;
 - ✓ Contrepartie : réduction du déficit via
 - ✓ Un meilleur recouvrement de l'impôt,
 - ✓ La réduction des aides sociales,
 - ✓ La réduction du nombre de fonctionnaires,
 - ✓ La baisse du salaire minimal,
 - ✓ L'assouplissement du droit du travail,
 - ✓ L'allongement de la durée des cotisations retraite.

Déclenchement grec

- ✓ Printemps 2011 : la potion amère ne suffit pas ;
- ✓ La dette publique continue d'enfler ;
- ✓ Questionnement important de la pertinence des mesures d'austérité.
- ✓ 21 juillet 2011 : nouveau plan de sauvetage de la « Troïka » (FMI, Commission Européenne, BCE) : Aide estimée à 109 milliards d'€
 - ✓ 79 milliards du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF : mécanisme chargé de refinancer la dette souveraine des pays européens attaqués sur les marchés),
 - ✓ 30 milliards de privatisations prévues ,
 - ✓ 50 milliards d'aide du secteur privé.
- ✓ 27 octobre 2011 : accord sur la restructuration de la dette grecque détenue par les banques (annulation partielle + allongement de la maturité).
- ✓ Besoin de recapitalisation des banques prêteuses lésées pour plus de 100 milliards d'€.

Autres pays en difficulté en Europe

- ✓ Portugal : Aide de l'Europe en contrepartie de lourds efforts économiques et sociaux ;
- ✓ Espagne : éclatement de la bulle immobilière ;
- ✓ Italie : prétexte d'un gouvernement peu crédible ;
- ✓ France : dette publique trop importante, perte de la notation AAA.

Autres pays en difficulté en Hors-Europe

- ✓ Politique d'austérité en Grande-Bretagne ;
- ✓ Explosion du niveau d'endettement des Etats-Unis avec batailles politiques à la clé.

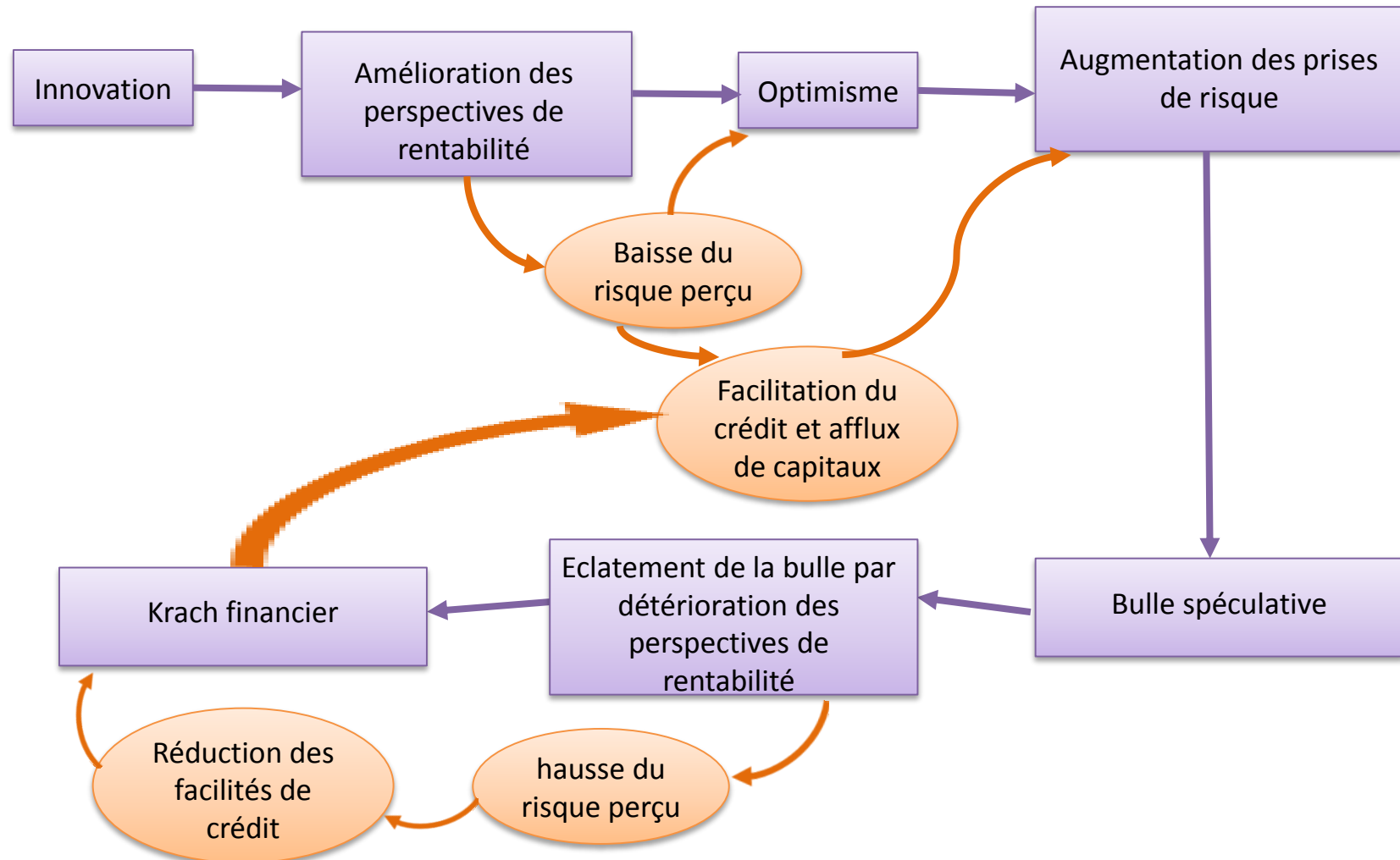
Conséquences sur les marchés financiers

- ✓ Écartement des spreads de crédit par rapport à l'Allemagne, valeur refuge ;
- ✓ Taux d'intérêt relativement faibles pour l'endettement de la France, malgré la dégradation de sa notation ;
- ✓ Maintien de l'€ sur le marché des changes :
 - ✓ avantage pour l'Allemagne (exportateur de produits manufacturés),
 - ✓ inconvénient pour les autres pays européens (déficits commerciaux).
- ✓ Pas de réelle fuite des capitaux hors d'Europe (autres difficultés et risques dans le monde).

Conséquences sur la structure de valorisation du marché (« market model »)

- ✓ Avant : « taux sans risque » = taux des obligations des Etats souverains ;
- ✓ Cela reste vrai un temps pour l'Allemagne ;
- ✓ De plus en plus, « taux sans risque » non lié aux emprunts d'Etats.

1.B.10) GENERALISATION SUR LA SUCCESSION ET LA GESTION DES CRISES



Innovation ou mutation

✓ Souvent à l'origine de la crise : théorie de « destruction créatrice » de *Schumpeter* :

Crise de 1929 : société de consommation et mutation de l'organisation des entreprises
(*Berle et Means, 1932 ; Schumpeter, 1942*) ;

Crise de 1987 : innovation technologique de la révolution informatique ;

Crise de 1997-1998 : mutation de la globalisation de l'économie et des marchés ;

Période 1996-2000 : révolution Internet ;

2007-2008 : innovation financière de l'essor de la titrisation.

✓ Innovation : facteur déstabilisant

+ : nouvelles opportunités, amélioration de la productivité, meilleure gestion des risques

- : impact parfois surestimé =>

- optimisme démesuré,
- surestimation de la valeur des actifs (*inflation du prix des actifs financiers, Orléan, 1999*), décorrélation entre valorisation de marché et valeur fondamentale,
- aggravé par le mimétisme (*Bond et Cummins, 2000*),
- Essoufflement des effets positifs car l'innovation est progressivement « digérée »,
- Essoufflement également de la hausse continue de la valeur des actifs.

✓ Déclenchement de la crise : le moindre évènement

Souvent, une décision de politique monétaire ...

Au cœur du krach financier

- ✓ Correction rapide et ample de la valeur des actifs financiers ;
- ✓ Augmentation de la volatilité ;
- ✓ Perte du consensus sur la valeur des actifs financiers ;
- ✓ Crise de liquidité ;
- ✓ Flight to quality ;
- ✓ Dégonflement de la bulle spéculative : force de rappel, autorégulation ?

Les leçons attachées à la gestion des crises financières

- ✓ 1929 : resserrement monétaire de la FED considéré comme une grosse erreur (diffusion de la crise à l'ensemble de l'économie) ;
- ✓ 1987 : injection massive de liquidité par la FED (sauver le système bancaire, limiter la diffusion à l'économie) ;

Cette technique devient la norme : coopération des autorités monétaires et de tutelle pour « sauver le système », généralisation du « too big to fail » :

- ✓ 1998 : plan de sauvetage de LTCM ;
- ✓ 2008 : plan Paulson aux Etats-Unis pour renforcer les fonds propres des institutions financières ou les nationaliser temporairement.

Les leçons attachées à la gestion des crises financières

✓ Limites à la politique monétaire accommodante :

Un filet de sécurité tacite ou explicite

- ✓ renforce la prise de risque des acteurs financiers ;
- ✓ limite la sanction des marchés donc la prise de conscience des acteurs ;
- ✓ crée donc des conditions propices à un prochain krach (ex du dégonflement « en douceur » de la bulle Internet qui a favorisé la bulle immobilière).