

Économie des marchés financiers

Paul-Jacques Lehmann

2^e édition



Compléments en ligne:
Mises à jour des
statistiques et des
évolutions institutionnelles
superieur.deboeck.com

Économie des marchés financiers

OUVERTURES ◀▶ ÉCONOMIQUES

Économie des marchés financiers

Paul-Jacques Lehmann

2^e édition

◆ ÉCONOMIQUES

OUVERTURES

 de boeck

Pour toute information sur notre fonds et les nouveautés dans votre domaine de spécialisation, consultez notre site web : www.deboeck.com

© De Boeck Supérieur s.a., 2014
Fond Jean Pâques, 4 – 1348 Louvain-la-Neuve

2^e édition

Tous droits réservés pour tous pays.

Il est interdit, sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, de reproduire (notamment par photocopie) partiellement ou totalement le présent ouvrage, de le stocker dans une banque de données ou de le communiquer au public, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit.

Imprimé en Belgique

Dépôt légal :
Bibliothèque nationale, Paris : juillet 2014
Bibliothèque royale de Belgique, Bruxelles : 2014/0074/152

ISSN 2030-501X
ISBN 978-2-8041-8701-9

AVANT-PROPOS

Depuis que l'homme a inventé la monnaie pour faciliter les échanges, les besoins de financement n'ont cessé de s'accroître, conduisant à la recherche de plus en plus de fonds pour les assouvir. Les méthodes utilisées pour répondre à cette nécessité ont, pendant des siècles, peu évolué, même si elles ont contribué à assurer le succès du développement économique que le monde a connu.

Le faible nombre d'innovations dans le domaine des moyens de financement a laissé la place, il y a maintenant trois décennies, à une profusion de changements, lorsque la sphère financière a entrepris une véritable révolution caractérisée par une explosion à la fois des titres financiers offerts aux épargnants et des marchés sur lesquels ces titres peuvent être échangés. Depuis, la frénésie des transformations financières s'est régulièrement poursuivie, même si la crise qui a débuté au cours de l'été 2007 et dont les effets dévastateurs continuent à se faire sentir, a montré les excès auxquels elle pouvait conduire, entraîné une multiplication des contrôles et quelque peu ralenti les ardeurs.

Les causes qui ont présidé à cette expansion étaient tout à fait respectables : optimiser l'affectation des ressources disponibles, par définition limitées, aux besoins, théoriquement illimités ; attirer les fonds, sans cesse croissants, réclamés par les entreprises et les États pour réaliser des investissements de plus en plus sophistiqués, donc de plus en plus coûteux ; réduire le coût des financements en favorisant la concurrence entre les apporteurs de capitaux ; répartir les risques, inévitables, générés par l'utilisation de l'argent mis à la disposition des investisseurs, entre le maximum possible d'épargnants ; rendre plus fiables les anticipations de l'évaluation d'un nombre croissant d'organismes faisant appel au public puisque les cours d'un marché, grâce aux informations dont ils sont porteurs, sont les prix supposés fournir la meilleure estimation de l'avenir. Malheureusement, les effets produits n'ont pas toujours été à la hauteur des attentes soit parce que l'environnement économique n'a pas permis d'atteindre les résultats financiers espérés soit parce que la sphère financière elle-même a été mise à mal par des comportements malsains et répréhensibles.

Or, les conséquences d'une instabilité financière ne sont plus, aujourd'hui, limitées au pays dans lequel elle se produit, car, que l'on s'en félicite ou qu'on le regrette, la finance s'est mondialisée et tient une place essentielle dans la vie de tous les peuples. Elle va même jusqu'à s'imposer aux dirigeants politiques qui ont perdu

une grande partie de leur influence passée et du contrôle sur la formation des prix. En effet, c'est sur les marchés financiers que se forment et s'affichent à tout moment les prix d'un nombre croissant d'actifs. Indiscutablement, cette connaissance permanente constitue un élément positif pour apprécier la valeur des monnaies et du pouvoir d'achat dans chaque nation, des patrimoines privés et publics, du niveau de vie, de la consommation, de l'épargne des ménages... Mais il faut, aussi, être conscient que les modifications de toutes ces variables qui suivent des comportements erratiques sur les marchés ont un impact considérable sur l'ensemble de l'économie.

De plus, les développements technologiques, l'internationalisation des échanges et l'accélération de la diffusion de l'information font que, dorénavant, tous les individus de la planète sont, directement ou indirectement, concernés par les effets des événements qui interviennent dans le monde financier. L'un des moyens pour sensibiliser les acteurs présents ou futurs de la finance aux risques qu'ils encourent est de leur donner les bases indispensables pour comprendre le fonctionnement et l'influence des marchés financiers. Une telle connaissance permet, en effet, de prévoir si les différents mouvements constatés peuvent être source de dysfonctionnements dans un avenir proche.

Tel est le but de cet ouvrage : observer et décrire la structure institutionnelle et les mécanismes des marchés financiers pour déterminer leur influence sur l'économie « réelle ». De ce fait, si la présentation des marchés se trouve au centre de la plupart des développements qui vont suivre, les liens de ces marchés avec l'environnement dans lequel ils évoluent ne seront jamais ignorés. C'est la raison pour laquelle il est impossible de se passer du cadre d'analyse que procurent les enseignements des principes de base de la macroéconomie, de la microéconomie et de la finance d'entreprise. Par exemple, le financement étant indissociable de la quantité et de la qualité de la monnaie en circulation, appréciées par l'intermédiaire de son prix, le taux d'intérêt, la connaissance de l'influence de la politique monétaire nationale et internationale est indispensable pour prévoir l'évolution des marchés. De même, il est impossible d'expliquer les comportements financiers sans prendre en considération leur environnement juridique de protection de l'épargne et de supervision des opérations, leurs causes psychologiques et leurs conséquences fiscales. Tous ces aspects seront donc également très présents. En outre, nous sommes persuadés que la connaissance du passé est un moyen indispensable pour expliquer l'état actuel des marchés financiers. Nous ne serons donc pas avares de rappels historiques. Au total, les analyses empiriques, théoriques et historiques constituent les trois ressorts qui nous semblent nécessaires pour appréhender les enjeux de la finance moderne et pour comprendre pourquoi et comment le monde est arrivé à la situation à laquelle il est dorénavant confronté.

Pour illustrer les développements, les statistiques les plus récentes sont présentées et leur actualisation ainsi que l'analyse de toutes les innovations importantes sont proposées au début de chaque semestre sur le site dédié à ce livre. En effet, l'actualité foisonnante de la finance et son évolution permanente nécessitent une mise

à niveau régulière des connaissances. Ainsi, il est donc logique que la deuxième édition de cet ouvrage soit totalement refondue par rapport à la première édition parue en 2011, afin de tenir compte des nombreuses et profondes modifications intervenues dans la finance dans ce pourtant court laps de temps de trois ans. Afin de s'y retrouver au milieu du langage technique des financiers, il nous a semblé intéressant de fournir, à la fin de l'ouvrage, un glossaire des acronymes les plus fréquemment utilisés. Ce manuel, se voulant résolument généraliste, souhaite échapper à deux travers opposés : d'une part, être simplement vulgarisateur et ne chercher à fournir que des « recettes » de compréhension, d'autre part faire appel à des modèles mathématiques sophistiqués qui ne sont compris et mis en œuvre que par des spécialistes.

Rouen, le 10 décembre 2013.

INTRODUCTION DU CIRCUIT MONÉTAIRE AU CIRCUIT FINANCIER ET DE L'INTERMÉDIATION À LA MARCHÉISATION

Dans les économies fondées simplement sur la satisfaction des besoins quotidiens de consommation, les transactions sont assurées par le troc, c'est-à-dire par l'échange de produits ou de services contre d'autres produits ou d'autres services. Mais cette solution n'est plus possible lorsque les économies se développent et conduisent à des opérations de production qui s'étalent dans le temps. Se manifeste alors un besoin de financement qui accompagne l'apparition de la monnaie, nécessaire pour permettre le développement commercial et économique. En effet, grâce aux fonctions qu'elle assure, la monnaie facilite la production, puis la répartition et la circulation des richesses créées. Elle est donc une partie intégrante de l'économie et constitue la source essentielle de la croissance grâce aux circuits de financement qu'elle engendre.

Dès l'apparition de la monnaie, certains agents disposent d'une « encaisse » dont ils n'ont pas une utilisation immédiate. Cependant, la détention d'argent de manière oisive, la thésaurisation, présente l'inconvénient de ne pas être rémunérée. Cet obstacle est levé par la création d'instruments qui servent à la fois de placement et de financement, les titres financiers. L'épargne constituée va, alors, pouvoir être dirigée vers d'autres agents qui, au même moment, sont à la recherche de fonds pour financer leur développement.

Trois types de relations financières apparaissent successivement, conduisant à l'existence de circuits financiers de plus en plus élaborés à mesure que les excédents et les besoins monétaires augmentent : d'abord des relations directes bilatérales, puis des relations indirectes par l'intermédiaire d'organismes spécialisés, enfin des relations à nouveau directes, mais multilatérales. Depuis maintenant plus de deux décennies, cette troisième catégorie de circuits tend à se développer, l'avènement d'une nouvelle monnaie, l'euro, constituant un facteur supplémentaire de cette mutation pour la France qui doit, en conséquence, faire face à une évolution importante du financement de son économie.

LES FONCTIONS DE LA MONNAIE

Le troc manifestant rapidement ses limites puisqu'il nécessite que deux individus se rencontrent, l'un désirant se séparer d'exactly la même quantité du bien que son cocontractant veut acquérir, laisse la place à un instrument, la monnaie, qui doit remplir trois fonctions : étalon des valeurs, intermédiaire des échanges et réserve de valeur.

Dès que le nombre de marchandises échangeables augmente et qu'il devient pratiquement impossible de comparer leur valeur deux à deux, l'une d'entre elles est choisie naturellement comme dénominateur commun pour déterminer la valeur de toutes les autres. Ce dénominateur commun devient la monnaie qui permet de passer d'un système de prix relatifs d'un bien en chacun des autres biens à un système de prix absolus exprimés par un nombre représentatif de la valeur d'un unique autre bien. Cette fonction, la première apparue historiquement, est rapidement complétée par la fonction d'intermédiaire des échanges. En effet, la monnaie permet la spécialisation du travail puisque l'on n'a plus besoin de posséder le bien que son cocontractant potentiel souhaite obtenir. Il suffit d'être capable d'offrir le bien accepté par tout le monde, la monnaie. Rapidement, l'utilisation de celle-ci s'accélère, grâce à sa dématérialisation croissante à l'origine d'une baisse considérable de ses coûts de production, de détention et de manipulation. Intervient, alors, la troisième fonction de réserve de valeur, c'est-à-dire de transfert dans le futur d'un pouvoir d'achat. En effet, la monnaie peut être également détenue en tant que telle, pour elle-même, ce qui permet de reporter dans l'avenir l'acquisition d'un bien.

La détention de monnaie non utilisée présente, donc, l'avantage de constituer la liquidité à l'état pur, mais l'inconvénient de n'être la source d'aucune rémunération. De plus, cette thésaurisation élimine le risque de moins-value nominale présenté par tous les autres actifs au moment de leur conversion en monnaie si leur prix de cession devient inférieur à leur prix d'achat. Mais elle ne peut empêcher la survenance d'une moins-value réelle dans l'hypothèse que l'on rencontre le plus fréquemment dans tous les pays : une hausse continue des prix.

DES CIRCUITS MONÉTAIRES...

À mesure qu'une économie se développe, certains individus se spécialisent dans la production de biens, non pas de consommation finale, mais de consommation intermédiaire ou d'équipement. Pour ce faire, l'existence de la monnaie se révèle, ici encore, vite indispensable pour permettre à ces personnes, à l'occasion de la vente de leur production, de se procurer le pouvoir d'achat leur donnant la possibilité d'acquérir les biens nécessaires à leur vie courante. La quantité de monnaie en circulation ne fait, alors, qu'augmenter à mesure que le travail se spécialise et que les salariés reçoivent leur rémunération et dépensent leurs revenus sous cette forme. Dans cet esprit, la monnaie facilite tout à la fois l'évaluation des facteurs de

production et de la production elle-même et la répartition des biens entre tous les agents d'un pays. En effet, elle est à l'origine de l'affectation, d'une part, des revenus des entreprises entre productions de biens de consommation finale, de biens de consommation intermédiaire et de biens de production et, d'autre part, des revenus des ménages entre consommation et thésaurisation. Il n'est donc pas possible, en ce domaine, de considérer, comme les premiers économistes, que la monnaie constitue simplement un « voile ».

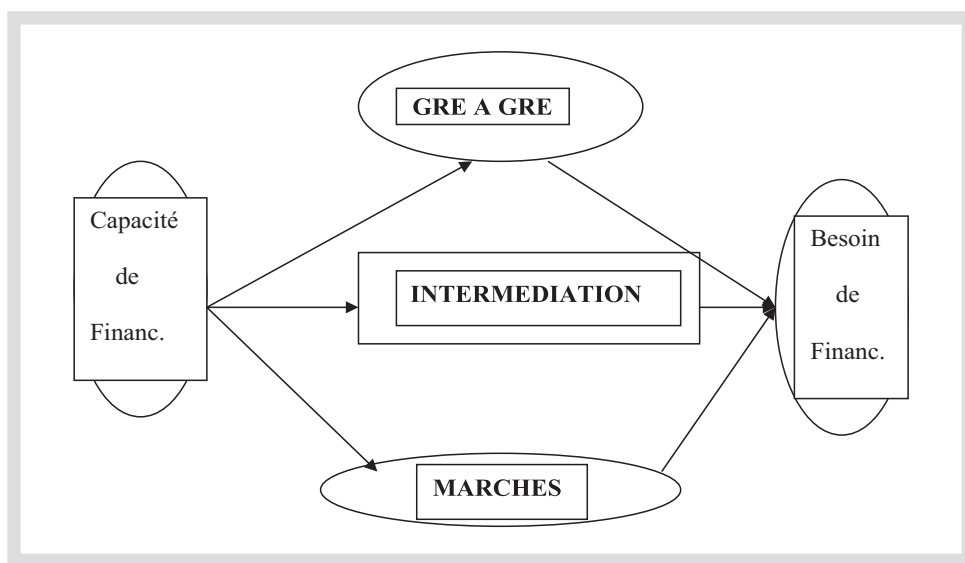
La monnaie sert également aux agents économiques à gérer les décalages, tant à court qu'à long terme, qu'ils constatent entre la perception de leurs recettes et le paiement de leurs dépenses. Ainsi, les ménages sont rémunérés de façon discontinue alors qu'ils effectuent leurs dépenses de manière continue. De ce fait, ils sont détenteurs, en début de période, d'un excédent de monnaie qui diminue régulièrement jusqu'à disparaître en fin de période. Plus les rémunérations sont élevées et distribuées à intervalles espacés au cours d'une période, plus la thésaurisation est importante. Par exemple, lorsque les salaires ont été versés chaque mois en France, la thésaurisation a été accrue par rapport à l'époque où ils étaient versés chaque semaine. De même, les entreprises rencontrent un « besoin en fonds de roulement », car elles paient, sauf exception comme dans le cas de la grande distribution, leurs fournisseurs avant d'être réglées par leurs clients. Quant aux administrations publiques, elles supportent des décalages de nature différente selon les périodes. Souvent, en début d'année, le Trésor doit faire face à des dépenses alors qu'il n'a pas encore perçu d'impôts. En revanche, à chaque fois que ceux-ci sont versés, il dispose d'excédents monétaires considérables qui diminuent à mesure que de nouvelles dépenses doivent être payées. À long terme, ces trois catégories d'agents doivent financer leurs investissements, respectivement pour acquérir leur logement, pour renouveler ou accroître leur outil de production, pour développer les services collectifs qu'ils rendent et faire face aux déficits de leur budget et des comptes sociaux.

Comme les besoins à court et à long terme se cumulent, il faut, en permanence, que les agents qui éprouvent un besoin global de financement (au niveau macroéconomique les entreprises et les administrations publiques) trouvent les fonds nécessaires auprès des agents qui dégagent une capacité globale de financement (les ménages et, si besoin est, l'étranger). C'est le rôle des différents intermédiaires financiers de permettre ce rapprochement entre besoin et capacité de financement. Cependant, le seul recours aux circuits monétaires n'est envisageable que lorsque les ajustements à effectuer ne représentent qu'un montant modeste. Il devient inapplicable lorsque les sommes en jeu sont importantes, car les agents à capacité de financement demandent, alors, à la fois à obtenir des garanties juridiques pour être assurés de récupérer leurs fonds à l'échéance des prêts qu'ils ont accordés et à être rémunérés. À ce moment-là, le financement par l'épargne se substitue au financement monétaire par la thésaurisation et entraîne l'apparition des titres financiers et, par conséquent, des circuits financiers.

... AUX CIRCUITS FINANCIERS

Comme la thésaurisation, l'épargne augmente à mesure que l'économie se développe et donne naissance à des circuits financiers de plus en plus sophistiqués. Ainsi, dans les économies dans lesquelles les relations financières sont simples, les agents à capacité de financement offrent directement leur épargne aux agents à besoin de financement : il s'agit du financement de gré à gré. Puis, quand l'épargne s'accroît, que la procédure précédente montre ses limites, apparaissent des intermédiaires entre la collecte et l'utilisation des fonds : on est, alors, en présence du financement indirect, dit intermédié. Quand les besoins de certaines entreprises et de l'État s'avèrent trop difficiles à satisfaire par les seuls organismes intermédiaires, le financement direct par les marchés devient la solution, bientôt la plus importante, mise en œuvre.

Le schéma suivant synthétise le fonctionnement de ces trois modes de financement :



DU FINANCEMENT DE GRÉ À GRÉ ET INTERMÉDIÉ...

C'est à l'occasion de la création du financement de gré à gré que naît le titre, c'est-à-dire un contrat écrit entre un prêteur et un emprunteur. Comme on appelle « dette primaire » la dette des agents à besoin de financement, on appelle les titres créés (« émis ») pour financer cette dette les « titres primaires ». Les titres prennent

plusieurs formes. Ce sont, à l'origine, de simples reconnaissances de dettes, non normalisées, entre deux individus. Puis apparaissent les titres bancaires, comme les crédits, ou les titres sociaux, comme les parts sociales constatant les apports à une société de personnes... Tous ces titres ont un point commun : la monnaie qui est remise par les agents à capacité de financement aux agents à besoin de financement en contrepartie de la souscription de ces contrats.

Le financement de gré à gré présente les mêmes inconvénients que le troc auquel il correspond pour les échanges de monnaie et non de biens : il nécessite que deux personnes se mettent d'accord pour se prêter et s'emprunter la même somme d'argent pour la même durée ; il empêche la diversification des portefeuilles des agents à capacité de financement, car tous les titres émis sont similaires ; ces titres ne sont pas cessibles (« négociables »), ce qui ne permet pas aux emprunteurs de rembourser leur dette avant l'échéance et aux prêteurs de recouvrer leurs fonds par anticipation.

Ces limites conduisent à l'intervention d'intermédiaires, eux-mêmes organismes à besoin de financement capables d'émettre des titres primaires. Leurs activités les amènent à émettre des « titres secondaires » pour financer leur « dette secondaire ». La vente de ces titres (par exemple des dépôts à terme ou des comptes sur livrets) à des agents à capacité de financement leur fournit les ressources qu'ils peuvent ensuite utiliser pour accorder des prêts en achetant des titres primaires aux agents à besoin de financement. Certains de ces intermédiaires, les banques, ont même le pouvoir de créer de la monnaie, titre secondaire particulier, en anticipant sur la production, donc sur l'épargne, future.

Le financement indirect par le système bancaire, alors appelé financement intermédié, favorise la diversification de la dette primaire en apportant une réponse adaptée à la demande spécifique de chaque agent au niveau de la rémunération, de l'échéance et de la fiscalité des titres proposés. En outre, ces titres sont à la fois plus liquides, c'est-à-dire plus facilement convertis en monnaie, que les simples reconnaissances de dettes, et plus sûrs, car les risques qu'ils présentent sont supportés par les intermédiaires ou, en cas de défaillance de ceux-ci, par des organismes mutualisés de garantie. Surtout, le financement indirect assure la « transformation » : il rend compatibles la volonté des épargnants de détenir des instruments à court terme et la volonté habituelle des investisseurs d'émettre essentiellement une dette primaire à long terme. L'intermédiation ne disparaît jamais, car des agents comme les ménages ou les petites entreprises ne peuvent accéder aux marchés pour se financer et ont, donc, toujours besoin de recourir aux crédits bancaires. De même, certaines opérations financières ne se déroulent jamais sur des marchés, par exemple la distribution de crédits, les opérations de compensations financières interentreprises ou la souscription de contrats d'assurance.

... AU FINANCEMENT SUR DES MARCHÉS

Le financement direct sur des marchés s'effectue, lui aussi, par l'émission de titres primaires, offerts et souscrits directement sur des marchés primaires par les agents à capacité de financement en contrepartie d'apports de monnaie. Cette procédure présente au moins cinq avantages par rapport aux techniques précédemment décrites :

- le financement s'effectue sur une plus grande échelle et à un coût moindre, car davantage d'agents à capacité de financement peuvent être mis à contribution dans un environnement de plus grande transparence : des conditions concurrentielles se substituent aux conditions oligopolistiques dans lesquelles le prix de l'argent (le taux d'intérêt dans le cas d'un emprunt) ou du titre (le cours dans le cas d'un apport en capital) est fixé par un cartel (officiel ou non) d'intermédiaires ;
- les titres primaires, désormais standardisés, sont « négociables » sur un marché secondaire. Ils sont, alors, appelés instruments financiers et sont constitués, comme on aura l'occasion de le détailler, de titres de créances (qui représentent un droit de créance sur la personne morale ou le fonds commun de créance qui les émet), de titres de propriété (actions et autres titres donnant accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote d'une société), de parts ou d'actions d'organismes de placement collectif, d'instruments financiers à terme. Ces titres peuvent être vendus, à tout moment, sur un marché que l'on assimile souvent à un « marché de l'occasion » pour le distinguer du marché primaire qualifié de « marché du neuf ». À partir du moment où ils sont négociables, ces titres sont appelés financiers. La faculté de négociation permet à l'émetteur de conserver jusqu'à l'échéance les fonds qui lui ont été remis par les souscripteurs lors de la création des titres quand bien même les détenteurs de ceux-ci changent. En fait, les transactions sur le marché secondaire sont, sur le plan monétaire, neutres pour l'émetteur tout en pérennisant son financement initial ;
- le nombre de titres susceptibles d'être émis est suffisamment large pour conduire à la diversification que recherchent investisseurs et épargnants ;
- la « transformation » est encore facilitée puisque les agents à besoin de financement peuvent, par exemple, émettre des titres de propriété à très long terme, théoriquement jusqu'à 99 ans, tandis que les agents à capacité de financement sont susceptibles de ne les détenir que pour un laps de temps infime, désormais une nanoseconde ;
- la liquidité des titres, c'est-à-dire la faculté de les transformer sans difficulté en monnaie, sans que l'opération soit à l'origine d'une forte fluctuation de leur cours, est mieux assurée : un détenteur de titres qui cherche à les céder trouve toujours une contrepartie pour effectuer son opération en raison du grand nombre d'acheteurs potentiels présents sur le marché secondaire et des procédures réglementaires mises au point afin de satisfaire, à tout moment, l'aboutissement des volontés de ceux qui veulent vendre.

Ces avantages expliquent pourquoi il est souvent affirmé que les marchés accroissent « l'efficacité » de l'économie : ils fournissent les meilleures conditions d'accès aux instruments de placement et de financement ; ils conduisent à la formation d'un prix objectif unique, issu de l'équilibre de l'offre et de la demande, pour une même catégorie de titres, ce prix s'imposant à tous les participants, quand bien même il ne les satisfait pas ; ils allouent de façon optimale les fonds provenant de l'épargne entre les agents qui veulent investir, contribuant ainsi à la croissance à long terme et à l'amélioration du bien-être de chaque cocontractant ; ils réallouent, également de manière optimale, les risques entre tous les détenteurs de fonds ; ils permettent à l'ensemble des agents de mieux étaler leur consommation dans le temps.

Il faut préciser que l'accès aux marchés, tant primaires que secondaires, n'est pas libre. Les agents qui veulent y recourir, aussi bien pour émettre qu'acquérir ou céder des titres, doivent passer par des institutions financières habilitées. Cette intermédiation se distingue de l'intermédiation décrite précédemment de trois façons : elle a pour objectifs de faciliter et de sécuriser les échanges ; elle fait intervenir les organismes financiers pour le compte de tiers et non pour leur compte propre (sauf s'ils se comportent eux-mêmes, dans les limites des dispositions réglementaires en ce domaine, en tant qu'offeurs ou demandeurs de fonds) ; elle est rémunérée par des commissions et non par des intérêts.

En revanche, le recours aux marchés est source d'un inconvénient majeur : les risques qu'il génère, dus à la conjonction de plusieurs éléments :

- la sophistication croissante des titres proposés ;
- l'augmentation du nombre des émetteurs ;
- le développement des asymétries d'informations dans la mesure où il est impossible que tous les épargnants disposent des mêmes renseignements sur la situation des émetteurs ;
- l'accroissement de la « volatilité », c'est-à-dire les fluctuations, des rémunérations et des cours des titres ;
- la professionnalisation des intervenants, car les épargnants ne peuvent gérer directement leurs titres et doivent recourir à des organismes spécialisés, souvent de grande taille, dont les opérations portent sur des montants tels qu'elles influencent, souvent, à elles seules, la formation des prix des titres. De plus, ces institutions qui ont tendance à se regrouper et, donc, à former des cartels oligopolistiques ont un comportement mimétique, dangereux en cas de crise.

LES RAISONS GÉNÉRALES DU DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS

Depuis le début des années 1980, beaucoup de pays connaissent un essor considérable de la « marchandisation » financière au détriment de l'intermédiation. Cette évolution a pris naissance dans les pays anglo-saxons, de tradition concurrentielle, avant de concerner les pays européens, où sont nés, ne l'oublions pas, les marchés financiers,

et d'atteindre, progressivement, la plupart des pays en développement. Elle s'explique par cinq raisons principales :

- l'exigence d'une croissance continue de la quantité de monnaie qui engendre de nouvelles capacités et de nouveaux besoins de financement, à la source d'une segmentation de plus en plus poussée des marchés, au triple niveau géographique, de la nature des titres financiers qui font l'objet de transactions et des procédures utilisées pour assurer ces transactions ;
- la déréglementation qui a suivi les avancées technologiques dans les domaines du traitement de l'information et des communications. Aujourd'hui, les titres sont dématérialisés : ils n'existent plus concrètement, n'étant plus représentés que par une inscription sous un numéro dans les comptes d'organismes financiers. Il s'ensuit une plus grande facilité au niveau de leur accessibilité, de leur négociabilité et de leur enregistrement, d'autant plus que leur contrepartie, la monnaie, est, elle aussi, dématérialisée. Cette simplification extrême des échanges de titres est l'une des causes de la mondialisation de la finance. Parallèlement, le contrôle des titres a changé de nature : la réglementation concerne moins leurs conditions d'émission et de circulation que la diffusion des informations qui influencent leurs prix et la déontologie que doivent respecter les cocontractants potentiels et leurs conseillers. La déréglementation a aussi concerné les intermédiaires, en leur fournissant de nombreuses opportunités pour accéder aux marchés. Elle nécessite une adaptation permanente des comportements des acteurs et des systèmes de régulation afin d'éviter la survenance de dysfonctionnements qui peuvent mettre en péril l'existence même des marchés ;
- l'endettement croissant des États, consécutif à des déficits budgétaires de plus en plus importants, explicables par la mise en œuvre de politiques économiques interventionnistes qui nécessite la recherche des coûts de financement les moins onéreux possible ;
- la globalisation que l'on trouve tout autant au plan national qu'au plan international. En effet, de nombreux pays s'efforcent de faire entrer dans les faits l'abolition de la distinction technique traditionnelle entre marchés à court terme (marchés monétaires sur lesquels des ressources pécuniaires sont affectées à des emplois de courte période) et marchés à long terme (marchés purement financiers sur lesquels ces ressources sont utilisées dans des emplois de longue durée) afin de parvenir à un marché financier unifié, offrant des échéances de financement qui s'échelonnent du jour le jour (24 heures) à 99 ans. Le décloisonnement des marchés rend indispensable la suppression de toutes les barrières légales, par exemple fiscales, et économiques, en particulier en laissant les taux d'intérêt se former uniquement en fonction de la durée et du risque afférents aux titres proposés. En outre, les marchés nationaux se sont largement ouverts aux non-résidents depuis que le contrôle des changes n'existe plus que dans de rares pays. De nouveaux marchés transnationaux ont été créés, sans réglementations fiscales ou institutionnelles, ce qui a pour conséquence de réduire considérablement le coût du

financement. Sur ces marchés, par ailleurs interdépendants, les transferts de fonds ne sont régis que par les différences de prix générées par la loi de l'offre et de la demande. Le risque majeur de l'internationalisation croissante des marchés est celui de la contagion en cas de crise sur l'un d'entre eux ;

- les innovations qui ne cessent de se développer, afin de s'adapter aux besoins des émetteurs et des épargnants. Encouragées par les États qui cherchent à financer, au coût minimum, leur dette en perpétuelle augmentation tout en rendant plus efficace leur gestion économique, elles concernent toutes les composantes des marchés : les titres qui y sont émis et cotés (titres négociables à court terme, nouveaux titres de créance ou de propriété à long terme...) ; les méthodes d'émission (adjudication, assimilation...) et de cotation (décentralisation sur des plateformes électroniques privées...) ; les objectifs qui leur sont assignés (couverture de risques divers, même s'il reste impossible de « s'assurer » contre le risque « systémique », le risque qui concerne le système financier dans sa globalité...) ; la nature des principales institutions qui y ont accès (organismes de placement collectif, fonds de gestion...).

LES RAISONS DE LA MARCHÉISATION DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Si les marchés financiers ont toujours existé en France et participé, de manière décisive au développement de certains secteurs clés de l'économie française, par exemple au XIX^e siècle, ferroviaire et bancaire, ils ont, longtemps, été concentrés sur les titres à long terme de créances (obligations) et de propriété (actions). Il faut attendre le milieu des années 1980, soit un peu plus tard que dans les pays anglo-saxons où le mouvement est initié, pour observer dans notre pays une véritable marchandisation du financement de l'économie, au détriment de l'intermédiation : de 1994 à 2013, le taux d'intermédiation, c'est-à-dire la part des crédits distribués par les institutions financières dans les encours de financement des agents non financiers, est passé de 54 % à 40,5 %, la tendance à la baisse s'étant beaucoup ralentie depuis le début du XXI^e siècle en raison des crises boursières de l'an 2000 et de 2007. Cependant, une nouvelle intermédiation a vu le jour, celle qui permet à des organismes qui appartiennent le plus souvent à des établissements de crédit, sans avoir le statut bancaire, de financer des agents à la recherche de fonds. Considéré au sens large, donc en tenant compte des titres émis par les agents non financiers et détenus par les institutions financières, le taux d'intermédiation est passé de 75,2 % en 1994 à 52,9 % en 2013.

Outre les causes générales de la marchandisation, son essor exceptionnel en France s'explique par quatre raisons spécifiques à notre pays :

- accompagner la nouvelle politique monétaire qui a substitué le contrôle des taux d'intérêt à court terme à l'encadrement du crédit, à cause des inconvénients de ce moyen de contrôle et de l'abolition généralisée dans le monde du contrôle des

- changes. La politique monétaire ayant, alors, pour objectif de favoriser l'émergence d'une monnaie forte, la banque centrale se devait de contrôler l'ensemble des taux d'intérêt à court terme. Aussi fallait-il réserver l'accès au marché interbancaire aux seuls organismes financiers. Parallèlement, pour éviter une délocalisation des importants fonds détenus par des entreprises non financières qui, jusqu'alors, les plaçaient sur le marché interbancaire, il était indispensable de créer de nouveaux titres à court terme, négociables sur des marchés sur lesquels les taux se forment librement à l'intérieur de seuils fixés par la banque centrale ;
- adapter le financement de l'économie française à la concurrence internationale, c'est-à-dire passer d'une situation « d'économie d'endettement » à une situation « d'économie de marchés ». Pendant des décennies, les agents économiques se sont endettés à court terme auprès d'un seul prêteur : les ménages et les entreprises auprès de leur banque, l'État, par l'intermédiaire du Trésor, auprès de la Banque de France. Une nouvelle fois, le risque de délocalisation du financement, entraîné par l'ouverture des marchés financiers dans le monde anglo-saxon ne pouvait laisser perdurer une telle situation ;
 - fournir une réponse adéquate à l'interdiction, depuis la fin de la seconde guerre mondiale, de la rémunération des dépôts à vue, et à la réglementation, en 1981, de la rémunération des dépôts à terme qui rendait les placements liquides auprès des banques beaucoup moins attractifs. Comme, peu de temps après cette décision, les taux d'intérêt à court terme ont connu une forte augmentation, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), déjà présents sur des placements à long terme (sociétés d'investissement à capital variable et fonds communs de placement spécialisés dans les actions et les obligations), ont créé des structures identiques dédiées aux produits monétaires et composées de titres de créances négociables à court terme dont la rémunération est proche des taux d'intérêt moyens formés sur les marchés. Cependant, recherchés lorsque les taux d'intérêt sont élevés, les titres proposés dans le cadre des OPCVM monétaires perdent de leur attractivité lorsque les taux sont bas. Par exemple, de juin 2009 à juin 2010, alors que les dépôts à terme à moins de trois mois pour les ménages sont passés d'une rémunération moyenne de 1,95 % à 0,86 %, le montant des OPCVM monétaires en France s'est contracté de 524,1 milliards € à 323,1 milliards € ;
 - la volonté, plus qu'ailleurs, de repousser les frontières entre marchés monétaires et marchés financiers au sens strict. En effet, la distinction entre ces deux catégories de marchés ne provient que de considérations formelles alors que leur unicité semble naturelle puisqu'ils sont définis de la même manière au travers de trois caractéristiques : la nature des participants, tous les agents économiques ayant la faculté d'être présents sur les deux types de marchés ; la nature des titres échangés, tous répondant aux mêmes objectifs généraux, en contrepartie de monnaie dont il est impossible de déterminer si elle est à court ou à long terme ; la nature du prix qui découle des échanges, le taux d'intérêt, concept unique, même si son expression est multiple et qui mesure le prix de la monnaie. Il existe, donc, des passerelles entre les deux types de marchés en fonction des anticipations des

épargnants et des investisseurs quant à l'évolution du couple rendement – risque. Or, la situation française a, longtemps, été définie par un strict cloisonnement des différents marchés en raison des liens étroits entre instruments et marchés, des techniques spécifiques et de la tutelle d'organismes propres à chaque marché. Depuis plusieurs années, la volonté de la communauté financière est claire de tenter de réunifier tous les marchés, essentiellement pour que la place de Paris conserve un poids significatif dans le concert des grandes places financières internationales qui sont déjà entrées de plain-pied dans cette harmonisation. Aussi les tentatives pour parvenir à un seul marché de l'argent sur lequel doivent s'exprimer toutes les offres et toutes les demandes de capitaux quelle que soit la maturité des titres négociés sont-elles nombreuses, même s'il reste encore beaucoup à entreprendre, car les améliorations demeurent encore beaucoup cantonnées au stade de la communication entre les deux catégories de circuits.

L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

La comparaison de la structure de la capacité de financement et du besoin de financement des grandes catégories d'agents économiques français montre des modifications importantes de la structure de ce financement entre 1988 (première année au cours de laquelle la marchandisation fait véritablement sentir ses effets) et 2012, en passant par 1996 (qui constitue un exemple caractéristique des périodes d'aisance financière des sociétés), 2004 (année de reprise économique après les effets de la crise boursière de l'an 2000) et 2009 (première année pleine après la crise qui débute en 2007) :

Tableau 1
Structure du financement de l'économie française

(en milliards €)

AGENTS ÉCONOMIQUES	1988	1996	2004	2009	2012
Sociétés non financières	– 15,9 (1)	20,6	– 28,3	– 22,9	– 57,1
Sociétés financières	8,8	– 3,1	13,1	23,9	29,6
Ménages	17,1	52,7	63,9	88,4	82,3
Administrations publiques	– 19,3	– 54,3	– 60,1	– 144,4	– 98,8
Administrations privées	0,6	2,3	1	0,9	– 0,6
Solde (2)	– 8,7	18,2	– 10,4	– 54,1	– 44,6

Source : Comptes de la nation

(1) Le signe moins signifie un besoin de financement

(2) Le solde correspond à un apport de l'extérieur (signe –) ou à un apport à l'extérieur

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- la situation des sociétés non financières (donc non compris les entreprises individuelles qui figurent parmi les ménages) se détériore fortement avec un taux d'autofinancement (épargne brute/formation brute de capital fixe, c'est-à-dire investissements) qui passe de 82,2 % en 2004 à 63,7 % en 2009, avant une remontée à 66 % en 2012, mais après plus de 100 % à la fin du xx^e siècle ;
- les ménages ont une capacité d'autofinancement en constante augmentation. Leur taux d'épargne (épargne brute/revenu disponible brut) est passé de 11 % en 1988 à 15,4 % en 2004 et 16,2 % en 2009, et atteint toujours 15,6 % en 2012, en raison de l'épargne de précaution constituée pour se prémunir contre les effets de la crise économique. En revanche, le taux d'épargne financière (capacité de financement/revenu disponible brut) reste confiné aux alentours de 6 %, après avoir atteint 7 % en 2009. De ce fait, les capitaux libérés offrent aujourd'hui moins de possibilités de financement pour les agents à la recherche de fonds ;
- la situation des sociétés financières semble nettement s'améliorer. En réalité, les statistiques cachent le fait que ces organismes financent, dorénavant, peu les agents français à besoin de financement, mais de plus en plus des agents étrangers, ce qui oblige le pays à recourir davantage au « reste du monde ». La « désintermédiation nationale » déjà constatée s'explique, donc, en particulier, par l'internationalisation croissante des financements et par le rôle de plus en plus important joué par les banques françaises à l'étranger ;
- les administrations publiques, essentiellement l'État, les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale, ont vu leurs besoins de financement augmenter fortement avant une baisse en 2012, conséquence des multiples politiques de soutien à l'économie. L'État est, d'ailleurs, l'un des principaux bénéficiaires de la marchandisation : alors que sa dette négociable, c'est-à-dire circulant sur les marchés, ne représentait que 74,3 % de sa dette totale en 1988, elle en constitue près de 80 % aujourd'hui ;
- au total, en dehors de quelques années à la fin de la décennie 1990, la France a, et de manière de plus en plus importante, besoin du « reste du monde » pour assurer le financement de son économie.

LES CONSÉQUENCES DE LA CRÉATION DE L'EURO

Il est certain que la création de l'euro a constitué pour l'évolution des modes européens de financement, et plus particulièrement français, un événement considérable. En effet, en raison des conséquences de l'unification financière qu'elle a entraînées (dans le domaine des moyens de paiement, mais aussi de la politique monétaire, des taux d'intérêt, des titres financiers, des procédures d'émission et de négociation...), les adaptations des différents marchés nationaux vers un modèle homogène se sont multipliées. En moyenne, dans la zone euro, les produits intermédiés et non intermédiés sont d'une importance à peu près équivalente. Cependant, en raison de l'histoire

financière institutionnelle de chaque nation, la marchandisation n'était pas, au début du XXI^e siècle, parvenue au même niveau partout dans la zone. Par exemple, la France et l'Allemagne recouraient davantage à l'intermédiation que l'Espagne ou les pays nordiques ou, en dehors de la zone euro, que le Japon et, surtout, que les pays anglo-saxons, comme le Royaume-Uni ou les États-Unis. Cependant, cette approche globale cache des différences encore plus accentuées. Ainsi, les titres financiers émis par les entreprises européennes donnent moins lieu à cotation sur des marchés que ceux émis par les entreprises américaines, car ils proviennent surtout de firmes de taille moyenne et non de grands groupes. De même, dans la zone euro, les actifs provenant de l'intermédiation sont surtout détenus par des établissements bancaires tandis qu'aux États-Unis, ils le sont surtout par des fonds de pension.

Cependant, on assiste à un mouvement progressif de réintermédiation en raison des réformes bancaires aux États-Unis à la suite de la crise financière de 2007 et qui ont pour objectif de redonner aux établissements leur rôle premier, prêter aux agents à besoin de financement et non plus effectuer essentiellement des opérations à court terme sur les marchés. Quant aux autres pays, ils ne peuvent que suivre l'évolution du plus grand système bancaire du monde.

Depuis l'avènement de la monnaie unique, on constate une tendance au rapprochement des méthodes de financement de tous les pays européens : les agents économiques français et, dans une mesure moindre, sauf en ce qui concerne l'État, allemands ont développé leurs appels aux marchés tandis que leurs homologues britanniques et américains (surtout les ménages dont l'endettement s'accroît dangereusement comme l'a montré la crise des « subprimes ») s'adressent beaucoup plus à leurs banques. On peut en trouver un exemple dans la forte diminution du nombre d'institutions financières monétaires (IFM) dans la zone euro, établissements de crédit (essentiellement banques et caisses d'épargne) et autres institutions financières monétaires (essentiellement les organismes de placement collectif définis comme recevant du public des dépôts et/ou des proches substituts des dépôts de la part d'entités autres que les institutions financières monétaires, consentant des crédits et/ou effectuant des placements en titres). En effet, leur nombre est passé de 9 844 en 1998 et 7 059 le 1^{er} janvier 2013, alors même que plusieurs pays ont rejoint la zone et que des reclassements ont été pratiqués au cours de la période, conduisant à l'incorporation de nombreux organismes de placement collectif dans les IFM.

D'une manière générale, l'introduction de l'euro a facilité l'intégration des marchés financiers européens que l'on peut définir par quatre critères principaux :

- l'ouverture des services financiers et le développement des opportunités pour les acteurs intéressés grâce à l'abolition des frontières et à des activités plus libres ;
- la formation de réseaux entre les différents intervenants afin de bénéficier d'économies d'échelle résultant du regroupement des organismes assurant le fonctionnement des marchés et d'une baisse des coûts générée par une concurrence accrue ;

- la fixation, dans plusieurs domaines, d'un cadre législatif commun à tous les pays de la zone, avec des règles communes pour tous les opérateurs, malgré une hétérogénéité qui subsiste pour certains produits ou certains marchés en raison de règles nationales encore différentes ;
- le financement des économies nationales par des processus moins inflationnistes et une transmission plus aisée des effets de la politique monétaire unique.

PLAN DE L'OUVRAGE

Tous les agents qui participent à la vie économique d'un pays sont présents sur les marchés financiers, directement ou indirectement. Ils interviennent soit de manière active (ménages, sociétés non financières, sociétés financières, États, lorsqu'ils demandent ou offrent de la monnaie en contrepartie de l'offre ou de la demande de titres financiers) soit de manière passive (sociétés financières lorsqu'elles exercent un simple rôle d'intermédiaires entre les demandeurs et les offreurs de monnaie et de titres). Il est indéniable que ce sont les comportements individuels des opérateurs qui expliquent la formation de l'équilibre sur les marchés, par les arbitrages entre rentabilité, plus-values et risques afin de se constituer un portefeuille financier optimum. Cependant, cette optique micro-économique n'est pas celle retenue dans cet ouvrage dont l'objectif est simplement d'étudier les marchés sur lesquels évoluent les titres financiers, de leur naissance à leur disparition, et d'analyser l'influence qu'ils exercent sur les autres pans de l'économie.

La première partie présente les titres financiers émis sur des marchés primaires par les agents à capacité de financement et qui ont vocation à évoluer sur des marchés, aussi bien des titres à court terme de créances (chapitre 1) que des titres à long terme, également de créances, mais aussi de propriété (chapitre 2).

La deuxième partie s'intéresse aux marchés secondaires et dérivés où circulent ces titres, d'abord les marchés de gré à gré (chapitre 3) sur lesquels les intervenants sont des institutions financières et qui sont, souvent, à l'origine d'innovations, tant de produits que de procédures d'échanges, reprises ensuite sur les autres marchés, puis les marchés boursiers (chapitre 4). Comme ces marchés secondaires sont à l'origine d'une forte volatilité des cours, de nombreux opérateurs éprouvent le besoin de se couvrir par l'intermédiaire d'autres intervenants individuels ou collectifs qui en profitent pour spéculer. C'est à leur intention qu'ont été créés les « marchés dérivés » (chapitre 5).

La troisième partie envisage les acteurs les plus importants présents sur tous ces marchés : organismes qui gèrent collectivement l'épargne de particuliers et institutions habilitées à assurer le déroulement des transactions (chapitre 6), et organismes de tutelle chargés de contrôler les transactions afin de tenter d'empêcher la survenance de crises financières ou, au moins, d'en réduire les conséquences (chapitre 7).

PARTIE 1

LES MARCHÉS PRIMAIRES

Chapitre 1.	Les titres à court terme	25
Chapitre 2.	Les titres à long terme	41

La création de titres financiers constitue la contrepartie naturelle de la demande d'encaisse, car les offreurs de monnaie souhaitent à la fois détenir des moyens de preuve de leurs apports et pouvoir les « monétiser », c'est-à-dire les transformer en monnaie, s'ils en éprouvent à un moment quelconque le besoin, sur un marché secondaire. C'est la durée de vie originelle de ces titres, et non le laps de temps que leurs détenteurs peuvent les conserver, qui est à l'origine de la distinction financière entre le court terme (de un jour à un an), le moyen terme (de un à sept ans) et le long terme (plus de sept ans).

Ainsi, les trois principales catégories d'agents à besoin de financement, les administrations publiques (principalement l'État), les sociétés non financières et les sociétés financières peuvent émettre des titres de créances à court, moyen et long termes. En revanche, seules les sociétés ont la possibilité d'émettre des titres de propriété qui sont nécessairement à long terme.

Plutôt que de présenter ces instruments d'après leur nature, d'une part les titres de créances (appelés aussi produits de taux) et d'autre part les titres de propriété (actions et produits qui en sont dérivés), nous préférons privilégier la distinction par échéance. L'importance d'au moins trois différences tenant à la durée de vie des titres explique ce choix :

- la fixation des prix de ces titres au moment de leur émission ;
- les organismes de tutelle chargés de leur contrôle ;
- la fiscalité qui les frappe. En ce domaine, les titres à moyen terme, les moins importants, sont proches des titres à court terme auxquels nous les rattacherons.

Ainsi, nous traitons dans le chapitre 1 des titres à court terme et dans le chapitre 2 des titres à long terme.

1

LES TITRES À COURT TERME

- | | | |
|------------|--|-----------|
| 1.1 | Les titres de créances négociables émis par des organismes autres que l'État | 28 |
| 1.2 | Les titres de créances négociables émis par l'État | 33 |

Les moyens mis à la disposition des agents à besoin de financement proviennent de l'épargne (thésaurisée ou placée) des agents à capacité de financement. Si nous privilégions dans cet ouvrage l'épargne qui se dirige vers les marchés, il ne faut pas oublier qu'une autre partie, très importante, est collectée à court terme par les intermédiaires financiers, en particulier bancaires. Afin de comparer les montants en jeu, il est indispensable de fournir les statistiques concernant l'épargne à la disposition des institutions financières à la fois en France et dans la zone euro. Cette présentation est d'autant plus nécessaire que nous verrons dans la suite de ce chapitre et dans le chapitre 3 pourquoi et pour quels montants ces organismes doivent également se financer pour compenser l'insuffisance des fonds qui leur sont offerts.

Tableau 1.1*Moyens de paiement et épargne liquide et à court terme en France**décembre 1997, décembre 2009 et décembre 2012 (en milliards €)*

	1997	2009	2012
Monnaie fiduciaire	39,7	147,3	166,6
Dépôts à vue	255,1	481,7	598
M1	294,8	629	764,6
Livrets A et bleus	121,2	183,4	247
Comptes d'épargne logement	24,6	36,6	35,2
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	33,2	69,1	91,9
Livrets d'épargne populaire	31,2	58,3	51,7
Livrets « jeunes »	4,6	7,2	7
Livrets soumis à l'impôt	43	143,8	179,1
Dépôts à terme < 2 ans	49,2	131,3	152,5
M2 – M1	307	629,7	764,4
M2	601,8	1 258,7	1 529

Sources : Bulletins mensuels de la Banque de France

Tableau 1.2*Moyens de paiement et épargne liquide et à court terme dans la zone euro**décembre 1997, décembre 2009 et décembre 2012 (en milliards €)*

	1997	2009	2012
Monnaie fiduciaire	318,4	754,3	938,2
Dépôts à vue	1 296,8	3 723,7	4 167,2
M1	1 615,2	4 478	5 105,4
Dépôts à terme < 2 ans	890,3	1 806,8	1 805,4
Dépôts à terme remboursables avec préavis < 3 mois	1 161,7	1 883,3	2 079,5
M2 – M1	2 052	3 690,1	3 884,9
M2	3 667,2	8 168,1	8 990,3

Sources : Bulletins mensuels de la Banque Centrale Européenne

Les établissements de crédit gèrent essentiellement des moyens de paiement et de l'épargne liquide et à court terme, parfois appelée « épargne-réserve » par opposition à « l'épargne-créatrice » à long terme. Les moyens de paiement et l'épargne liquide et à court terme retenus sont à l'origine des définitions plus ou moins larges du concept de monnaie dont la mesure est fournie par des statistiques, appelées agrégats, aujourd'hui homogènes dans l'ensemble des pays de l'Union économique et monétaire.

Les moyens de paiement *stricto sensu* forment la monnaie en circulation au sens étroit (M_1). Ils comprennent la monnaie fiduciaire (billets émis par les banques centrales nationales et pièces fabriquées par les hôtels des monnaies des pays membres) et les dépôts à vue. Ces derniers sont émis par les institutions financières monétaires (IFM), précédemment définies.

Les placements liquides et à court terme qui constituent l'agrégat $M_2 - M_1$ sont appréciés à partir de trois critères : les dépôts versés (la quasi-monnaie) peuvent être convertis en moyens de paiement, à tout moment ou avec un préavis inférieur à trois mois (les livrets), ou sont constitués d'engagements à moins de deux ans dont la transformation en moyens de paiement est stipulée à l'échéance du contrat (les dépôts à terme) ; leur taux de rémunération ne suit pas la loi de l'offre et de la demande, mais est administré, c'est-à-dire fixé par les pouvoirs publics ; ils sont banalisés, ce qui signifie que toutes les institutions financières habilitées à recevoir des dépôts sont désormais autorisées à offrir les mêmes produits. Le dernier exemple en ce domaine en France est l'autorisation donnée à tous les établissements d'ouvrir à leurs clients des livrets A, apanage pendant près de deux siècles des seules Caisses d'Épargne.

De nombreux produits de placements disponibles à vue ou à court terme bénéficient du privilège d'exonération d'impôt des intérêts générés. Il en est ainsi, en France, des livrets A déjà cités, des livrets bleus du Crédit Mutuel, des comptes d'épargne logement, des livrets de développement durable, appelés précédemment comptes pour le développement industriel (CODEVI), des livrets d'épargne populaire, des livrets « jeunes ». En contrepartie de cet avantage fiscal, le montant des dépôts sur ces instruments est plafonné et des seuils maxima de revenus de leurs détenteurs sont parfois fixés. En revanche, d'autres produits, comme les comptes sur livrets ordinaires ou les dépôts à terme, bloqués pendant toute la durée du placement prévue dès leur ouverture, sont fiscalement imposés.

L'agrégat M_3 constitue la monnaie au sens large, la masse monétaire. Dans l'agrégat $M_3 - M_2$ sont inclus les titres d'organismes de placement collectif monétaires et, surtout, les actifs liquides et à court terme négociables, les titres de créances négociables (TCN) qui, comme leur nom l'indique, sont, à la fois, représentatifs, d'un droit de créance et cessibles sur des marchés secondaires. Parmi les titres de créances négociables, on distingue ceux émis par des organismes autres que l'État de ceux proposés par la puissance publique.

1.1 LES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES ÉMIS PAR DES ORGANISMES AUTRES QUE L'ÉTAT

La création des titres de créances négociables constitue l'une des principales manifestations de la « révolution financière » française du milieu des années 1980. Ces titres sont apparus à l'instar des mutations observées à l'étranger et sur les marchés financiers internationaux et avec l'objectif de diversifier les instruments d'épargne à court terme. En dehors de leurs caractéristiques communes, des spécificités s'appliquent à chacune des catégories.

1.1.1 *Caractéristiques communes*

Les raisons de l'émergence de ces titres expliquent en grande partie leur forme et leur fonctionnement.

A. Raisons de leur apparition

On peut en dénombrer quatre :

- préparer l'unification du marché financier européen et améliorer la compétitivité des marchés financiers français ;
- assurer la liquidité des actifs à court terme grâce à des marchés secondaires ouverts à tous les agents sur le modèle de ceux qui existent pour les actifs à long terme ;

- permettre aux agents non financiers disposant d'un excédent structurel de liquidité à court terme (établissements de crédit, sociétés de certains secteurs comme celui de la distribution, compagnies d'assurances, caisses de retraite et de prévoyance, organismes de placement collectif...) de placer facilement leurs fonds à des taux proches de ceux du marché interbancaire dont l'accès leur est, désormais, interdit ;
- favoriser des procédures d'arbitrage sur les taux d'intérêt et sur les échéances des prêts et des emprunts.

Ces instruments n'ont été introduits que très progressivement, car ils étaient porteurs de nombreux risques :

- pour la politique monétaire, car ils peuvent être émis par des agents non financiers sur lesquels les autorités monétaires n'exercent pas de contrôle, et être la source d'une accélération de la vitesse de circulation de la monnaie ;
- pour les banques, car comme ces nouveaux produits sont surtout destinés aux grandes sociétés, les établissements de crédit sont obligés de prêter de plus en plus à des petites et moyennes entreprises qui présentent des signatures moins sûres ;
- pour les marchés de titres à long terme, car les fluctuations de ces marchés à court terme peuvent avoir des répercussions jusqu'alors inconnues ;
- pour les taux d'intérêt, car une véritable hiérarchie est difficile à mettre en œuvre avec des produits hétérogènes ;
- pour les souscripteurs, car ce sont maintenant eux qui doivent supporter l'illiquidité ou l'insolvabilité des émetteurs et non plus les banques.

Aujourd'hui, ces produits ont acquis la légitimité nécessaire à leur développement.

B. Présentation générale des titres

Les titres de créances négociables présentent de nombreuses dispositions identiques dont les détails seront explicités à mesure de l'avancement de l'ouvrage :

- leur montant nominal unitaire qui ne peut être inférieur à 150 000 € ;
- leur forme de billets au porteur dématérialisés ;
- leur émission, au gré de l'émetteur, en continu ;
- leur monnaie d'émission : euro ou devises agréées par la Banque de France ;
- leur domiciliation obligatoire chez un organisme habilité qui contrôle le respect de la réglementation en vigueur, joue le rôle de teneur de compte de l'émission puisque les titres sont dématérialisés et en assure les services financiers, essentiellement le paiement des intérêts et le remboursement ;
- leur placement et leur négociabilité sur un marché informatisé, soit réglementé soit de gré à gré, par des prestataires de services d'investissement (PSI) habilités à cet effet ;

- leur taux de rémunération, librement établi par la loi de l'offre et la demande à l'intérieur de la fourchette de taux établie par la Banque centrale européenne ;
- leur remboursement au pair, éventuellement augmenté d'une prime. En cas de remboursement anticipé, la Banque de France doit être prévenue ;
- Leur durée, de 1 jour à un an ;
- leur échéance, fixe ;
- leur éligibilité au refinancement de la Banque centrale européenne ;
- leur détention par toute personne physique ou morale, résidente ou non résidente, même si le niveau de leur montant nominal et la complexité des mécanismes les gouvernant ne sont pas propices à leur acquisition directe par les ménages qui ne les possèdent qu'au travers d'organismes de placement collectif ;
- leur fiscalité en tant que disponibilités, imposables aux conditions et au taux de droit commun, et non en tant que valeurs mobilières ;
- les informations auxquelles ils doivent donner lieu et qui sont celles applicables à tous les émetteurs faisant appel public à l'épargne. C'est l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui est chargée du contrôle de ces informations, alors que, dans tous les autres domaines, c'est la Banque de France qui est l'autorité de tutelle du marché des titres de créances négociables (conditions d'émission, dossiers de présentation des nouveaux émetteurs, transparence des informations sur les titres en circulation...).

Depuis le début de la crise financière de 2007, ces titres connaissent une stagnation expliquée également par la forte baisse des taux d'intérêt à court terme.

1.1.2 Les différents titres de créances négociables

Outre leurs points communs, les certificats de dépôts, les billets de trésorerie et les bons à moyen terme négociables présentent des caractéristiques propres.

A. Les certificats de dépôts (CD)

Créés au milieu des années 1980, les certificats de dépôts sont des dépôts à terme cessibles à tout moment, émis en continu par les établissements de crédit et la Caisse des Dépôts et des consignations (CDC). Sauf pour les établissements de crédit installés dans l'Espace économique européen et pour la Caisse des Dépôts, les émetteurs doivent faire noter leurs certificats par des agences spécialisées et rendre publique la note obtenue. Les certificats de dépôts peuvent être rachetés par leurs émetteurs avant l'échéance.

Fin juillet 2013, l'encours total des certificats de dépôts proposés par 167 émetteurs atteint 324,2 milliards €. Les taux proposés s'échelonnent de 0,02 % pour un jour (0,8 % du montant des encours, mais 60,2 % du nombre, des certificats ont une

durée de vie de 1 à 3 jours) à 0,64 % pour un an (76 % du montant des encours, mais 5,1 % du nombre, ont une durée supérieure à 100 jours). La rémunération en général plus faible des certificats de dépôts par rapport à celle des billets de trésorerie s'explique par le fait que les banques doivent constituer des réserves obligatoires sur ces titres, ce qui constitue pour elles une charge tant comptable que financière.

B. Les billets de trésorerie (BT)

Congus sur le modèle du « commercial paper » américain qui existe aux États-Unis depuis 1860, les billets de trésorerie, apparus en France en 1986, présentent la particularité d'être émis par des organismes non financiers cherchant des fonds à court terme pour financer leur besoin en fonds de roulement et souscrits par d'autres organismes non financiers. Les banques sont souvent les détentrices de ces titres de manière transitoire, dans l'attente de leur placement dont elles sont en général chargées, car ce sont elles qui ont la meilleure connaissance des acquéreurs potentiels.

La liste des émetteurs est large : entreprises faisant appel à l'épargne publique, entreprises d'investissement, institutions de la Communauté européenne, organismes internationaux, collectivités locales, la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale, associations, fonds communs de créances...

Les billets de trésorerie peuvent être garantis par des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement sous forme d'une ligne de crédit de substitution à moyen terme. Cette disposition assure à l'emprunteur qu'un concours lui sera consenti s'il lui est impossible de procéder au renouvellement des titres à leur échéance. Il s'agit, surtout, d'une sécurité pour les souscripteurs des billets.

Lorsqu'ils sont émis par des entreprises d'investissement, des établissements installés dans l'Espace économique européen, des institutions dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace européen et celles bénéficiant d'un visa de l'Autorité des marchés financiers, les billets de trésorerie peuvent ne pas être notés.

Les agences de notation ont pour mission de mesurer le risque présenté par l'entreprise qui emprunte, en l'espèce par le biais de billets de trésorerie. Le recours à l'un de ces organismes est recommandé pour trois raisons :

- les souscripteurs et détenteurs futurs n'ont ni le temps ni les connaissances nécessaires pour analyser eux-mêmes la situation financière des émetteurs et sont rassurés par une demande de notation ;
- la « mutualisation des risques », caractéristique des interventions des institutions bancaires dans le cas du financement intermédié, disparaît lorsque le financement est effectué sur des marchés ;
- les différences de notation prennent en considération les primes de risques d'insolvabilité et d'illiquidité présentés par chaque émetteur et sont à l'origine des écarts de taux entre les différents titres.

On verra dans le chapitre 7 que ces agences de notation dont le champ d'activité ne se limite pas aux titres de créances négociables à court terme, mais concerne les titres de créances de toutes les échéances et de tous les émetteurs, même les États, font l'objet de critiques sévères quant à leurs techniques d'appréciation des risques et à leur rôle dans la propagation des crises sur les marchés financiers.

Les billets de trésorerie sont l'une des causes de la désintermédiation bancaire puisque les sociétés susceptibles d'émettre ces produits, même si elles restent peu nombreuses, sont d'une très grande taille. En effet, les grosses entreprises préfèrent ce type d'endettement à court terme aux crédits bancaires, car il leur coûte moins cher en raison de commissions d'intermédiation très faibles, est plus souple quant aux durées et aux montants des fonds obtenus, leur permet d'acquérir une notoriété facilitant l'accès aux autres marchés financiers et les rend moins dépendants d'organismes bancaires tout en diversifiant leurs sources de financement. Quant aux agents qui détiennent ces titres, ils bénéficient d'une rentabilité supérieure à celle des autres instruments de placement à court terme, d'une grande sécurité, seuls les émetteurs les mieux notés ayant accès au marché, et d'une large liquidité puisque l'on a vu que les établissements financiers garantissent, souvent, la pérennité du financement.

Fin juillet 2013, 78 émetteurs disposent d'un encours de billets de trésorerie de 36 milliards €. 0,05 % en montant, mais 17 % en nombre, ont une échéance comprise entre 1 et 3 jours et proposent un taux moyen de rémunération de 0,03 % à un jour et 61,4 % en montant, et 89,4 % en nombre, ont une durée de vie inférieure à 100 jours avec un taux moyen à l'émission de 0,25 % pour les échéances à 3 mois.

Il est fréquent qu'une émission en euros fasse ensuite l'objet d'un swap de devises, technique que nous verrons dans le chapitre 3, lorsque l'émetteur a, en fait, besoin d'une monnaie étrangère. Comme pour les certificats de dépôts, la priorité accordée aux échéances très courtes explique que le marché secondaire des billets de trésorerie est peu actif, les souscripteurs conservant le plus souvent leurs titres acquis à l'émission jusqu'à l'échéance.

Sur le marché international de Londres circulent des euros commercial papers (ECP), équivalents des billets de trésorerie français, aux deux différences près qu'ils sont moins contrôlés et sont libellés pour un tiers environ en dollars. Sur ce marché des ECP sont, également, émis des titres adossés à des actifs (Asset Backed Commercial Paper ABCP) dans le cadre d'opérations de titrisation que nous expliciterons également dans le chapitre 3.

C. Les bons à moyen terme négociables (BMTN)

Aux deux TCN « purs » précédents peuvent être ajoutés les bons à moyen terme négociables (BMTN), créés un peu plus tardivement, en 1992 et qui répondent à des caractéristiques identiques, excepté leur durée de vie (à partir d'un an et un jour). Constituant une catégorie unique et non deux catégories comme les titres à court terme, ils sont

émis par les mêmes organismes (établissements de crédit et sociétés non financières) que ceux autorisés à diffuser des certificats de dépôts et des billets de trésorerie et qui ont besoin de se financer pour des périodes à mi-chemin entre le court terme et le long terme traditionnels. Donnant également lieu à notation, ils ressemblent aux obligations à long terme, tout en étant plus souples, car leur émission se fait en continu pendant une période déterminée, fixée lors de leur programmation. En revanche, ils ne sont pas cotés.

Leur encours représente 76,1 milliards € en juillet 2013. Les 23 émetteurs de bons les ont proposés pour 25,8 % à taux fixe, pour 53,2 % à taux variable (c'est-à-dire connu avant le début de la période de référence) ou révisable (connu seulement à la fin de la période de référence) et 21 % à taux structuré, c'est-à-dire basé sur des systèmes de rémunération complexes et optionnels.

1.2 LES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES ÉMIS PAR L'ÉTAT

Les titres de créances négociables émis par l'État, également disponibles pour tous les agents, ont remplacé, en février 1986, les bons en comptes courants destinés aux seules banques, instaurés en 1945.

Ces produits sont gérés par l'Agence France Trésor, créée le 8 février 2001 et placée sous l'autorité du directeur général du Trésor. Ils se divisent en titres à court terme, les bons du Trésor à taux fixe (BTF), et à moyen terme, les bons du Trésor à taux d'intérêt annualisé (BTAN). On peut y ajouter les obligations à long terme, les obligations assimilables du Trésor (OAT), détenues pour 6 % par des non-résidents et pour 44 % par des résidents français, dont beaucoup de caractéristiques sont proches de celles des BTAN et dont on ne présentera que les éléments spécifiques dans la section du chapitre 2 consacrée aux obligations.

Sur une dette totale de l'État de 1 884 milliards € au 31 juillet 2013, la dette négociable s'élève à 1 444 milliards. Son montant et la sécurité qu'elle présente sont source « d'éviction » pour tous les autres emprunteurs : les épargnants préfèrent ces titres publics aux autres titres de créances. En effet, même si sa « note » obtenue de la part des agences de notation a légèrement diminué, la dette « souveraine » de la France à l'instar de celle des grands pays, continue à présenter un très faible risque de défaut de remboursement des sommes empruntées et des intérêts dus. Cependant, alors que l'avènement de l'euro avait réduit les écarts de taux (« spreads ») entre pays, les crises financières de 2007 et de 2010 sur l'euro conduisent à une hausse de ces différences en raison du creusement jugé dangereux des déficits budgétaires et des dettes publiques de certains États.

La dette négociable de l'État français, d'une durée de vie moyenne de 7 ans et 32 jours, est composée de la manière suivante, chaque « ligne » correspondant à un emprunt particulier, essentiellement au niveau de son échéance :

Tableau 1.3
Dette négociable de l'État français

(au 31 juillet 2013)

TITRES	Montant (MM €)	Durée moyenne	Nombre de « lignes »
BTF	179	118 jours	26 lignes
BTAN	226	2 ans et 19 jours	11 lignes
OAT	1 039	9 ans et 127 jours	53 lignes

Source : Bulletin mensuel AFT Août 2013

Ces titres qui sont détenus pour 44 % par des résidents français et pour 56 % par des non-résidents présentent des caractéristiques communes et des spécificités.

1.2.1 *Caractéristiques communes des titres de créances négociables publics*

Outre les aspects généraux à l'introduction en France de l'ensemble des nouveaux produits négociables à court terme, la création de ces actifs financiers répondait à plusieurs nécessités. Tous ces titres sont émis par une méthode originale et sont gérés grâce à l'aide d'intermédiaires financiers particuliers, les spécialistes en valeurs du Trésor.

A. Raisons de leur apparition

Quatre raisons expliquent la création et le développement des titres de créances négociables émis par l'État :

- adapter le financement du Trésor, en constante augmentation, au décloisonnement et à l'élargissement des marchés financiers français. L'émission de titres négociables à des échéances différentes remplace aujourd'hui totalement le lancement d'emprunts ponctuels auprès du grand public et les prêts accordés à l'État par la banque centrale, interdits depuis que celle-ci est devenue « indépendante ». Désormais, la banalisation de la dette publique soumet l'État à la concurrence des taux sur des marchés où prévaut la loi de l'offre et de la demande ;
- contribuer à la mise en place d'une politique monétaire basée sur le manie- ment des taux d'intérêt et le contrôle de la liquidité bancaire et qui n'est efficace que dans la mesure où circule un nombre suffisant de titres publics. En effet, ces produits permettent à la banque centrale de disposer de la contre- partie dont elle a besoin lors de ses apports ou de ses retraits de fonds ;

- instaurer un véritable marché de titres publics afin d'établir une passerelle entre les taux d'échéances différentes, avec des bons qui sont des sortes d'obligations à court terme et des véritables obligations à long terme. Leur émission régulière conduit à une répartition adaptée aux besoins de l'État sur l'ensemble des échéances avec des taux qui servent de référence pour toute la communauté financière, les souscripteurs et les détenteurs ayant confiance dans la gestion de la politique publique d'emprunts. De plus, de nombreuses institutions sont à la recherche d'actifs sûrs et à très long terme pour répondre aux normes prudentielles de plus en plus strictes qui leur sont imposées ou à leurs engagements, par exemple le financement des retraites ;
- constituer un stock suffisant de titres pour alimenter le « gisement » sur les marchés des contrats à terme et d'options de taux d'intérêt.

B. Une méthode d'émission originale

L'État n'utilise la méthode de syndication qui consiste pour un émetteur à charger des organismes financiers de placer ses titres, que lors de la création de nouveaux titres de référence afin d'assurer dès l'émission un marché secondaire liquide ou pour des produits particuliers, comme, par exemple, des emprunts à 50 ans, introduits en 2005, essentiellement à destination des compagnies d'assurance.

En effet, il ne propose plus de grands emprunts syndiqués comme les célèbres emprunts Pinay 1952-1958, Giscard 1973, Barre 1977, Balladur 1993 en raison de leurs inconvénients : caractère solennel avec effets d'annonce et d'éviction provoqués par leurs montants considérables, coût d'émission élevé, avantages fiscaux offerts pesant sur les finances publiques. En outre, l'évolution des méthodes d'émission des « emprunts souverains » de l'ensemble des grands pays industrialisés a obligé le Trésor français à modifier ses procédures antérieures.

La méthode d'émission aujourd'hui la plus couramment utilisée est celle d'une adjudication et d'une assimilation. L'adjudication consiste en une sorte de vente aux enchères réservée à certaines institutions : à l'occasion de chaque émission, les organismes bancaires autorisés à participer à l'opération remettent leurs soumissions, au minimum pour un million d'euros, à des taux à trois décimales, sous pli cacheté, à la Banque de France qui les fait parvenir à l'Agence France Trésor. Celle-ci procède alors à l'adjudication selon un ordre croissant des taux (ou décroissant des prix), très proches des taux (ou des prix) en vigueur à ce moment-là sur le marché secondaire. L'opération se déroule à des prix différents pour chaque soumissionnaire et non à un prix unique comme sur certains titres publics américains. En effet, la répartition des titres est effectuée « à la hollandaise », ce qui signifie que chaque demandeur est fourni au taux (ou au prix) qu'il a proposé lorsque son offre est à l'intérieur de la fourchette retenue par le Trésor, et non « à la française », c'est-à-dire au même prix pour tous ceux qui reçoivent des titres. La solution adoptée

présente l'avantage de réduire le coût du financement et est donc plus favorable pour les contribuables.

Les quantités demandées de titres sont toujours supérieures aux montants adjugés. Les réductions au dernier taux (ou prix) servi se font pour chaque soumissionnaire proportionnellement aux sommes sollicitées (un exemple de cette méthode est fourni dans le chapitre 3 pour les appels d'offre de la Banque centrale européenne qui répondent à la même logique). Si, à l'occasion des premières opérations qui ont suivi l'introduction de cette méthode, on assistait à une collusion entre les demandeurs, cette pratique n'a plus cours aujourd'hui et la procédure peut être qualifiée de parfaitement transparente. Les souscripteurs placent les titres obtenus auprès de leur clientèle (le plus souvent par l'intermédiaire de leurs organismes de placement collectif) ou les conservent dans leur portefeuille soit à titre de placement soit, comme nous le reverrons, pour se refinancer.

L'assimilation signifie que l'émission se fait rarement sur une nouvelle « ligne » que l'on crée pour l'occasion. Le plus souvent, elle porte sur une « ligne » qui a été ouverte précédemment et qui est « abondée ». Dans ce dernier cas, les titres créés ont, en plus de la même valeur nominale de 1 €, la même échéance et le même taux nominal (c'est-à-dire le taux sur lequel est calculé l'intérêt annuel, le coupon) que ceux qu'ils viennent compléter. De ce fait, tous les titres d'une même ligne sont fongibles. Comme, depuis le lancement des premiers titres de la « ligne », le taux d'intérêt du marché sur cette échéance a sans aucun doute changé, c'est le prix de la souscription qui s'ajuste. La procédure de l'assimilation présente plusieurs avantages : elle limite le nombre de « lignes » de cotation, réduit le coût de gestion des titres, en accroît la liquidité, ce qui facilite, comme on le verra, la livraison de titres sur les marchés dérivés sur lesquels sont cotés les taux d'intérêt.

Le calendrier des émissions est fixé à l'avance, avec l'indication des lignes sur lesquelles les adjudications seront effectuées. Les annonces sont publiées trimestriellement pour les bons à court terme pour laisser au Trésor une marge d'ajustement en fonction de la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne et annuellement pour les titres à moyen et long terme afin de donner aux souscripteurs potentiels le temps nécessaire pour se positionner sur l'ensemble des marchés de dettes souveraines.

C. Une gestion facilitée par la présence de spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)

Les spécialistes en valeurs du Trésor (20 en septembre 2013, 4 résidents français et 16 non-résidents : 7 nord-américains, 8 européens et 1 japonais, ce qui reflète la diversité des acteurs sur la dette publique française), équivalents des primary dealers anglo-saxons, au nombre de 18 aux États-Unis, sont de très grands établissements financiers.

Ils sont agréés par l'Agence France Trésor pour être ses correspondants privilégiés afin de l'aider à gérer sa dette négociable et de le conseiller, tant au niveau de ses émissions et du fonctionnement des marchés secondaires que de ses rachats éventuels de titres avant leur échéance, à partir de plusieurs actions :

- participation aux adjudications et constitution du syndicat de placement pour l'émission des nouveaux titres ;
- promotion, surtout auprès des non-résidents, et placement des titres acquis auprès de détenteurs finaux ;
- animation et garantie de la liquidité des différents marchés secondaires et gris (marché informel entre la séance d'adjudication et l'introduction sur le marché secondaire officiel, le jour du règlement des titres achetés, en général trois jours plus tard) des valeurs du Trésor ;
- affichage permanent d'une fourchette de cours acheteurs et vendeurs à l'intérieur de laquelle ils doivent se porter « contrepartistes » en cas d'une insuffisance de demandeurs ou d'offreurs de titres ;
- publication régulière de statistiques sur les transactions de titres.

Chaque SVT bénéficie de la possibilité de participer à des offres « non compétitives » (le prix qu'il paiera est alors égal au prix moyen pondéré des offres compétitives) dont le montant est fonction de sa participation aux trois dernières adjudications compétitives. Grâce à ce système, l'État est toujours assuré de placer la totalité des titres proposés dont il a besoin pour assurer son financement.

La fonction de spécialistes en valeurs du Trésor procure une forte notoriété aux organismes qui l'assument, mais leur demande de posséder des liquidités considérables dans la mesure où leur statut nécessite une présence active pour acheter et vendre des titres lorsque le marché ne répond pas aux attentes de l'État. Il n'est donc pas étonnant de constater un « turnover » important des établissements sélectionnés.

1.2.2 Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

Ce sont les bons qui permettent à l'État de gérer sa trésorerie à court terme, en faisant le lien entre les entrées d'impôts et les sorties de fonds pour régler les dépenses publiques. Ils sont émis tous les lundis, avec une échéance maximum de un an : chaque semaine sont proposés des bons à 13 semaines plus des bons soit à 26 soit à 52 semaines. Le montant de l'émission sur chacune des échéances est annoncé le jeudi qui précède l'opération. En cas de besoin, le Trésor peut émettre, en plus, des bons pour des durées de 4 à 7 semaines. Les adjudications sont réalisées en taux, avec trois décimales. Deux exemples sont donnés ci-dessous :

Tableau 1.4
Adjudication de BTF

(29 juillet 2013)

	BTF 3 mois	BTF 1 an
Échéance	24 octobre 2013	24 juillet 2014
Montant	3,990 MM €	1,697 MM €
Taux moyen pondéré	0,040 %	0,145 %

Source : Bulletin mensuel AFT Août 2013

Au total, en 2012, 393 milliards € de BTF ont été émis, par l'intermédiaire de 51 adjudications, à un taux fixe moyen pondéré de 0,08 %.

Les bons du Trésor à taux fixe sont à intérêts « précomptés », ce qui signifie que la rémunération est fictivement versée au moment de leur souscription. Ainsi, les soumissionnaires règlent le montant du capital diminué des intérêts qui leur reviennent. Les intérêts sont calculés par la formule suivante :

$$i = \frac{C}{1 + \frac{360}{i \times n}}$$

avec C = le montant du bon ;

i = le taux d'intérêt nominal ;

n = le nombre de jours jusqu'à l'échéance.

Par exemple, dans le cas d'un achat de 100 000 € de BTF à 90 jours au taux nominal de 1,50 %, les intérêts précomptés ont une valeur de :

$$\text{intérêts} = \frac{1000}{1 + \frac{360}{0,015 \times 90}} = 373,60 \text{ €}$$

Le soumissionnaire paiera donc 100 000 € – 373,60 € = 99 626,40 €, ce qui représente bien un taux d'intérêt nominal de :

$$\frac{373,60}{99 626,40} \times \frac{360}{90} = 1,50 \%$$

Les autres titres de créances négociables sont à intérêts « postcomptés », c'est-à-dire versés à l'échéance. Le calcul est alors effectué grâce à la formule suivante :

$$\text{intérêts} = C \times i \times n / 360 \text{ (365 ou 366 pour les titres à plus d'un an)}$$

1.2.3 Les bons du Trésor à intérêts annuels et les obligations assimilables du Trésor

Les bons du Trésor à intérêts annuels sont émis à taux fixe pour des durées de 2 ou 5 ans, le troisième jeudi du mois (sauf en août et décembre où ils sont proposés, en même temps que les OAT, le premier jeudi du mois), pour des montants relativement réguliers à chaque fois. Leur adjudication se fait en prix, au pied du coupon (c'est-à-dire sans prendre en considération l'intérêt), en pourcentage de la valeur nominale avec deux décimales. Elle se fait à partir d'une fourchette des montants et sur les lignes que l'Agence France Trésor annonce le vendredi qui précède l'opération. Le Trésor prend sa décision définitive sur la quantité allouée et la répartition entre les différentes « lignes » en fonction de la grille fournie de manière anonyme par la Banque de France. Ainsi, l'adjudication du 15 juillet 2010 s'est déroulée de la manière suivante :

Tableau 1.5
Adjudication de BTAN

(19 Juillet 2012)

	BTAN à 3 ans	BTAN à 5 ans
Échéance	19 juillet 2015	19 juillet 2017
Taux d'intérêt nominal	2,50 %	1 %
Montant demandé	5,455 MM €	8,470 MM €
Montant adjugé	1,810 MM €	4,500 MM €
Offres non compétitives après l'adjudication	0 MM €	0 MM €
Montant total émis	1,810 MM €	4,500 MM €
Prix moyen pondéré	105,90 %	100,68 %

Source : Bulletin mensuel AFT Août 2012

En général, l'AFT crée chaque semestre une nouvelle ligne de BTAN 2 ans et chaque année une nouvelle ligne de BTAN 5 ans. En outre, elle peut abonder des lignes de BTAN 5 ans n'ayant plus qu'une durée de vie de 2 ans ou des lignes d'OAT auxquelles il reste 2 ou 5 ans à vivre.

Au total, en 2012, 178 milliards € de BTAN et d'OAT ont été émis, par l'intermédiaire de 31 adjudications, à un taux fixe moyen pondéré de 1,86 %.

L'État français est concurrencé en ce qui concerne son endettement à court et à long terme par les autres grands pays industrialisés :

- l'Allemagne avec les bubills de 6 mois à 2 ans, les bobls à 5 ans, les bunds de 10 à 30 ans ;
- l'Angleterre avec les Treasury gilts à court terme et les Conventional gilts de quelques mois à 50 ans ;
- les États-Unis avec les T-Bills à 4,13 et 26 semaines, les T-Notes à 2, 5 ou 10 ans, les T-Bonds de 10 à 30 ans ;
- l'Italie avec les Certificate des Tesoro Zero coupon (CTZ) à 2 ans, les Certificate di Credito del Tesoro à 7 ans (CCT) et les Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) de 3 à 30 ans ;
- le Japon avec les short-term JGB (Japanase govenment bonds ou Gensaki) de 6 à 12 mois, les long-term JGB de 10 à 30 ans.

2

LES TITRES À LONG TERME

2.1	Les titres financiers à long terme intégrés dans les capitaux empruntés	43
2.2	Les titres financiers à long terme intégrés dans les capitaux propres	63

Les titres à long terme qui sont émis sur des marchés primaires le sont en général pour de très grandes quantités avec un montant unitaire initial (la valeur nominale) faible afin d'être accessibles à un grand nombre d'épargnants. On les définit comme des titres et droits émis par des personnes publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte (ou tradition), et qui confèrent à leurs détenteurs des droits identiques. Quand ils peuvent être cotés et négociés sur des marchés secondaires, ces titres sont appelés valeurs mobilières.

Le financement par l'intermédiaire de titres à long terme permet de répondre à des besoins de long terme. Il est, donc, logique qu'il provienne, en priorité, d'une épargne à long terme. En effet, le risque de perte en capital est élevé sur les marchés secondaires en cas d'absolue nécessité de conversion des titres en liquidité avant l'échéance puisqu'aucun prix de rachat n'est garanti, la loi de l'offre et de la demande constituant la règle pour la fixation des cours.

L'épargne à long terme présente quatre éléments distinctifs par rapport à l'épargne à court terme :

- elle permet de créer une source nouvelle de revenus en orientant la demande vers l'investissement plutôt que vers la consommation, même si, la plupart du temps, l'épargnant n'est intéressé que par le résultat de son placement et non par l'utilisation qui en est faite ;
- ses flux sont plus réguliers ;
- sa rémunération constitue sa principale variable explicative et s'avère plus stable, car les taux à long terme sont liés aux taux « naturels », représentés par la productivité des investissements, alors que les taux à court terme dépendent davantage de facteurs autonomes, en particulier les décisions de la banque centrale dans la mise en œuvre de sa politique monétaire ;
- elle est, de plus en plus, gérée de manière collective par des organismes spécialisés qui, grâce à la diversification qu'ils peuvent pratiquer, en neutralisent une grande partie des risques.

Traditionnellement, la décomposition des titres à long terme repose sur deux critères envisagés du point de vue de l'offreur de fonds : un critère juridique qui tient à la nature des produits et qui oppose ceux procurant un droit de créance (obligations) et ceux procurant un droit de propriété (actions) et un critère financier qui tient à leur rémunération et qui oppose alors les instruments donnant droit à un revenu fixe (obligations) et les instruments donnant droit à un revenu variable (actions).

La situation des valeurs mobilières dans la zone euro et en France est la suivante :

Tableau 2.1
Montant des valeurs mobilières au 31 juillet 2013

(en milliards €)

	Zone Euro	France
Titres de dettes > 1 an	17 014,3	3 364,2
Actions cotées	4 708,4	1 428,8

Sources : Bulletins mensuels de la Banque centrale européenne et de la Banque de France Août 2013

Cependant, les définitions précédentes sont de moins en moins pertinentes en raison de la création de nouvelles catégories de titres financiers à long terme qui, souvent, procurent à la fois des droits de créance et de propriété et des revenus fixes et variables.

Le critère retenu ici est envisagé du point de vue du demandeur de fonds et distingue les titres qui constituent des dettes, pour les entreprises et pour l'État, et les titres qui sont intégrés dans les capitaux propres des sociétés (aussi bien privées que publiques). Pour une entreprise, le choix entre l'émission de ces deux catégories de titres dépend de plusieurs paramètres, certains qui lui sont endogènes, sa situation et sa structure financières, d'autres qui lui sont exogènes, les liquidités potentielles disponibles sur le marché, les coûts supportés et l'attitude générale des épargnants vis-à-vis du risque.

2.1 LES TITRES FINANCIERS À LONG TERME INTÉGRÉS DANS LES CAPITAUX EMPRUNTÉS

Les fonds empruntés sur des marchés primaires sont demandés par l'État, des collectivités locales (villes, départements, régions), des sociétés du secteur public ou d'économie mixte et par des entreprises suffisamment importantes pour être habilitées à faire appel public à l'épargne.

En plus de l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé, l'appel public à l'épargne est défini par l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours à la publicité, au démarchage, à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement. Il n'existe plus une obligation de capital minimum pour faire appel public à l'épargne. Les sociétés qui ont recours à cette forme d'épargne sont alors soumises au contrôle de l'Autorité des marchés financiers et doivent répondre aux conditions édictées par cet organisme : établissement d'un « prospectus » pour informer le public sur le contenu et les modalités de l'opération envisagée, délivrance d'un visa, information permanente « exacte, précise et sincère ». Toutes ces dispositions sont

à l'origine de coûts importants. Cependant, une émission effectuée auprès d'épargnants « qualifiés », « personnes morales disposant de compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers », par exemple des organismes de placement collectif, des établissements de crédit, des compagnies financières, des entreprises d'investissement, les sociétés d'assurance, ou auprès de moins de 150 personnes physiques avec lesquelles l'émetteur a des relations professionnelles, personnelles ou familiales, n'est pas considérée comme faisant appel public à l'épargne si ces épargnants agissent pour leur propre compte.

Pour les entreprises, emprunter sur le marché constitue un moyen moins contraignant d'un point de vue juridique et moins risqué d'un point de vue financier que procéder par une augmentation de capital et moins difficile à obtenir et moins coûteux que passer par un crédit bancaire. L'avènement de l'euro a conduit, en ce domaine, à un essor considérable des emprunts de sociétés, dits « corporate », qui placent, désormais, leurs titres dans un plus grand nombre de pays sans courir de risque de change. Tous ces emprunts sont émis sous forme de « coupures », appelées obligations. Il s'agit, selon la loi du 24 juillet 1966, « de titres négociables qui, dans une même émission, pour une même valeur nominale, confèrent les mêmes droits de créance ». Pour l'État, l'endettement à moyen et long terme par appel à l'épargne publique répond à la nécessité de couvrir ses investissements et son déficit budgétaire structurel : en 2012, l'Agence France Trésor a « levé » 178 milliards €, profitant de taux d'intérêt bas pour s'endetter au-delà de ses besoins de l'année et pour racheter des titres émis à des taux plus élevés.

Depuis plusieurs années, l'émission d'obligations connaît un développement considérable, augmentant de 753,8 MM € en 1999 à 2 632,7 MM € en 2013, en passant par 2 315,8 MM € en 2009 :

Tableau 2.2*Encours d'obligations en France par catégories d'émetteurs**(en milliards €)*

	31 décembre 2009	31 décembre 2012	31 décembre 2009
Administrations publiques	1 019,5	1 345,9	1 019,5
Institutions financières	970,4	845	970,4
Sociétés non financières	325,9	441,8	325,9
TOTAL	2 315,8	2 632,7	2 315,8

Source : Bulletin mensuel de la Banque de France Février 2013

L'essor des emprunts obligataires tient à de multiples raisons dont on verra des applications dans la suite de cette section :

- la banalisation des emprunts publics, avec la procédure des adjudications des obligations assimilables du Trésor, étudiée précédemment, et les besoins toujours croissants de l'État ;
- l'imposition fiscale longtemps favorable appliquée aux revenus obligataires ;
- la réduction des coûts d'émission grâce à une concurrence plus vive entre les intermédiaires susceptibles d'accompagner les entreprises dans le lancement de leurs emprunts ;
- la création de nouvelles catégories d'obligations permettant de mieux répondre aux exigences opposées des emprunteurs et des prêteurs ;
- la volonté des entreprises de s'endetter sur des périodes plus longues que celles habituellement proposées par les banques ;
- une plus grande liquidité sur le marché secondaire, encore accrue depuis l'avènement de l'euro qui facilite les transactions et attire de nouveaux participants qui bénéficient de la disparition du risque de change ;
- l'essor des marchés des obligations internationales : obligations étrangères (émises par des non-résidents dans un pays et dans la monnaie de ce pays) et, surtout, euro-obligations (émises par des non-résidents dans plusieurs pays dans des monnaies autres que celles circulant dans ces pays). Les euro-obligations connaissent un grand succès explicable de plusieurs façons : coût d'émission faible, durée minimale courte, taux d'intérêt attractifs, rendus possibles par des réglementations fiscales laxistes, banc d'essai pour des innovations financières, marché secondaire de gré à gré actif grâce à l'intervention de chambres de compensation privées qui jouent aussi le rôle de prêteurs puisqu'elles accordent des avances à court terme ;
- l'existence de marchés à terme et de marchés d'options qui facilite la couverture contre les fluctuations des taux d'intérêt à long terme, donc des prix des obligations ;
- la possibilité pour des associations et des organismes internationaux d'émettre de tels titres et pour de petites sociétés de lancer des émissions « groupées » ;
- l'augmentation du nombre de nouveaux gros souscripteurs : organismes de placement collectif, compagnies d'assurance-vie, institutions d'épargne retraite... ;
- l'auto-alimentation du marché : les intérêts distribués chaque année sont réinvestis (capitalisés) dans de nouveaux achats ;
- la désinflation, toujours plus rapide que la baisse des taux d'intérêt nominaux, qui conduit à des taux d'intérêt « réels » (taux nominaux moins taux de hausse des prix) attractifs ;
- la chute des marchés des actions et l'aversion pour le risque qui entraînent la recherche de placements plus sûrs.

Toutes les obligations présentent des caractéristiques communes qui ne cessent de connaître une sophistication croissante.

2.1.1 *Caractéristiques des obligations*

On peut en dénombrer quatre, fixées dès l'origine dans le contrat d'émission et détaillées dans le « prospectus » visé par l'Autorité des marchés financiers, l'organisme de régulation des valeurs mobilières. En effet, les dispositions afférentes aux obligations concernent : leurs valeurs, leur rémunération, leurs méthodes d'émission, leurs méthodes de remboursement.

A. Les valeurs des obligations

En dehors de son cours sur les marchés secondaires, chaque « coupure » d'obligation présente trois valeurs : la valeur nominale, la valeur d'émission et la valeur de remboursement.

A.1 La valeur nominale

Anciennement appelée valeur faciale à cause de l'inscription de ce montant sur l'obligation lorsque celle-ci était matérialisée par une feuille de papier, il s'agit de la valeur sur laquelle est calculé l'intérêt annuel (le « coupon », nom provenant également de l'époque où la feuille de papier était accompagnée de coupons détachables permettant de recevoir de l'organisme habilité les intérêts annuels, d'où l'expression toujours utilisée de « détachement du coupon ») par application du taux d'intérêt nominal. La valeur nominale est aujourd'hui librement fixée par l'émetteur en fonction de la liquidité qu'il souhaite voir attribuer à ses titres : plus la valeur nominale est faible, plus la liquidité est importante puisque la souscription ou l'achat ultérieur par de petits porteurs est facilité. On a vu qu'elle est de 1 € pour les OAT. Elle est, en général, de 100 € pour les obligations privées.

A.2 La valeur d'émission

Elle correspond au montant payé par le souscripteur du titre. Si l'emprunt et la libéralisation des fonds sont réalisés en France, la monnaie d'émission est obligatoirement l'euro. Si la valeur d'émission est égale à la valeur nominale, on dit que l'émission est effectuée « au pair » ; si elle lui est inférieure, l'émission est réalisée « en dessous du pair », le souscripteur bénéficiant, alors, d'une prime d'émission.

A.3 La valeur de remboursement

Elle représente le prix versé par l'émetteur au détenteur de l'obligation à l'échéance de celle-ci, lors de son « amortissement ». Si la valeur de remboursement est égale à la valeur nominale, le remboursement est effectué « au pair » ; si elle lui est supérieure, le remboursement est réalisé « au-dessus du pair », l'obligataire bénéficiant d'une prime de remboursement.

La prime d'émission et la prime de remboursement sont à la charge de l'émetteur et constituent des incitations utilisées pour attirer les souscripteurs.

INDEX

A

Adjudication 17, 35, 36, 37, 38, 39, 45, 49, 61, 94, 95, 97, 127
Agence France Trésor 33, 35, 37, 44
Agent de change 127, 130, 142, 168, 171, 226
Agent du marché interbancaire 101
Aléa moral 88, 123
Amortissement 46, 54, 57
Appel de marge 176, 183, 184, 185, 195, 223, 231, 246, 254, 256
Appel d'offre 94, 99
Appel public à l'épargne 30, 43, 44, 72, 148, 151
Application 166
Assimilation 36, 53, 61
Assouplissement quantitatif 93
Autorité des marchés financiers 30, 31, 43, 46, 53, 144, 149, 151, 158, 159, 164, 217, 218, 221, 224, 225, 228, 249, 250, 251, 252, 258

B

Base 186
Bloc de titres 141, 159, 167
Bon attaché 78, 79
Bon autonome 78
Bon de souscription 75, 76, 78, 79, 111, 160
Bon d'offre 79
Bon d'option 79
Bon de souscription 75, 76, 78, 79, 111, 160

C

Capitalisation boursière 132, 138, 141-143, 146, 147, 155, 169, 171, 244, 247, 248, 250
Carnet d'ordres 139, 161, 163, 170
Certificat de valeur garantie 80, 158
Cession de bloc 167
Chambre de compensation 141, 144, 181, 183, 184, 189, 190, 195, 198, 230, 231
Chef de file 53, 54, 72
Code monétaire et financier 251
Coup d'accordéon 67, 69
Coupon 36, 39, 46, 47, 48, 50, 57, 59, 62, 63, 114, 122, 141, 190, 197
Coupon zéro 40, 47, 51, 52, 60, 119
Cours de compensation 168, 183

D

Délit d'initié 145, 238, 251
Déport 107, 168, 186
Dépôt de garantie 169, 183, 184, 185
Déréglementation 16, 132, 136
Dilution 68, 77, 78
Duration 59, 60

E

Effet de levier 79, 118, 122, 123, 169, 172, 176, 183, 195, 222, 246, 256
Entreprise de marché 144, 148, 149, 150, 151, 159, 164, 167, 169, 172, 192, 193, 225, 228, 229

EONIA 49, 100, 101, 102, 115
 EURIBOR 49, 101, 102, 115, 191, 193, 195
 Euro-obligation 45, 54

F

Feuille de marché 161, 162, 163, 164, 165, 166, 167
 Fixage 106, 144, 162, 165, 167, 227
 Flottant 77, 149, 151, 160, 174, 175
 Fonds commun de créances 118
 Franchissement de seuil 148, 158

G

Garantie de cours 145, 159, 167
 Gisement 35, 190

I

Internalisateur systématique 137, 167
 Investisseur institutionnel 53, 122, 136, 140, 142, 145, 149, 170, 216-219, 237, 246
 Investisseur qualifié 224

J

Jour de la liquidation 163, 168, 169

K

Krach 235-249

L

Ligne 33, 34, 36, 39, 140
 Listing sponsor 151, 229

M

Manipulation de cours 145, 238, 251
 Marché gris 54
 Monnaie centrale 84, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 96, 97, 98, 99, 100, 101, 102

O

Obligation foncière 121
 Obligation sécurisée 118, 120, 121
 Opérateur principal de marché 101
 Organisme de placement collectif 14, 17, 18, 21, 28-30, 36, 44, 45, 52, 141, 142, 152, 169, 176, 182, 217-224, 237, 244, 248, 250

P

Pacte d'actionnaires 148, 160
 Pension 93, 101
 Plateforme électronique 17, 136, 180
 Position de change 109
 Préplacement 149, 150
 Préplacement privé 53, 64, 145, 149, 151
 Prestataire de service d'investissement 29, 43, 137, 159, 218, 226, 228, 229, 230, 250-252
 Prêt en blanc 49, 101
 Prime de contrôle 158
 Prime d'émission 46, 66, 68
 Prime de risque 100, 115, 117
 Prospectus 43, 46, 144, 149, 151, 218

R

Rachat en bourse 62, 75, 161
 Ramassage 158
 Report 107, 168, 169, 183, 186, 238, 244
 Réserves obligatoires 31, 90, 91, 97
 Risque systémique 98, 100, 223, 253, 255
 Rompu 71

S

Sensibilité 51, 58, 59, 60, 189, 197, 221
 Service d'investissement 136, 142, 228, 229
 Seuil de réservation 162, 165
 Société de gestion de portefeuille 218, 228, 251
 Sous-jacent 80, 109, 111, 175, 178, 182, 184, 185, 188, 191-210, 222, 223

Spécialiste en valeurs du Trésor 34, 36, 37,
49, 52
Split 66
Superdividende 65
Swaption 117
Syndication 35, 53

T

Taux actuariel 49-51
Teneur de compte 29, 169, 229, 231
Teneur de marché 104, 122, 140, 166, 167,
178, 229

Titre de créances 14, 17, 18, 24, 28-40, 75,
77, 84, 90, 101, 118, 141, 142, 145, 153,
169, 219, 220
Titre de propriété 17, 24, 53, 64, 73- 80, 146,
152, 153, 169

V

Valeur intrinsèque 195-197
Valeur temps 195-197
Visa 43, 144, 149, 159, 251

W

Warrant 79, 80, 111, 134, 176, 200

TABLE DES MATIÈRES

Avant-propos	5
---------------------------	----------

Introduction. Du circuit monétaire au circuit financier et de l'intermédiation à la marchandisation	9
--	----------

Les fonctions de la monnaie	10
Des circuits monétaires... ..	10
... aux circuits financiers	12
Du financement de gré à gré et intermédié... ..	12
... au financement sur des marchés	14
Les raisons générales du développement des marchés financiers.....	15
Les raisons de la marchandisation de l'économie française.....	17
L'évolution du financement de l'économie française.....	19
Les conséquences de la création de l'euro.....	20
Plan de l'ouvrage.....	22

Partie 1 Les marchés primaires

CHAPITRE 1

Les titres à court terme	25
---------------------------------------	-----------

1.1 Les titres de créances négociables émis par des organismes autres que l'État.....	28
1.1.1 <i>Caractéristiques communes</i>	28
A. Raisons de leur apparition	28
B. Présentation générale des titres	29
1.1.2 <i>Les différents titres de créances négociables</i>	30
A. Les certificats de dépôts (CD)	30
B. Les billets de trésorerie (BT)	31
C. Les bons à moyen terme négociables (BMTN)	32

1.2	Les titres de créances négociables émis par l'État	33
1.2.1	<i>Caractéristiques communes des titres de créances négociables publics</i>	34
	A. Raisons de leur apparition	34
	B. Une méthode d'émission originale	35
	C. Une gestion facilitée par la présence de spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)	36
1.2.2	<i>Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés</i>	37
1.2.3	<i>Les bons du Trésor à intérêts annuels et les obligations assimilables du Trésor</i>	39

CHAPITRE 2

Les titres à long terme

2.1	Les titres financiers à long terme intégrés dans les capitaux empruntés	43
2.1.1	<i>Caractéristiques des obligations</i>	46
	A. Les valeurs des obligations	46
	A.1 La valeur nominale	46
	A.2 La valeur d'émission	46
	A.3 La valeur de remboursement	46
	B. La rémunération des obligations	47
	B.1 Les variables explicatives de la rémunération des obligations	47
	B.2 Taux fixe ou taux variable	48
	B.3 Les différentes définitions de taux d'intérêt	50
	B.4 Les obligations « à coupon zéro »	51
	C. Les méthodes d'émission des obligations	52
	D. Les méthodes de remboursement des obligations	54
	D.1 La méthode d'amortissement in fine	54
	D.2 La méthode d'amortissement constant	55
	D.3 La méthode d'amortissement par annuités constantes	56
2.1.2	<i>Sophistication des obligations</i>	57
	A. La mesure des risques d'une obligation	58
	A.1 La relation inverse entre la volatilité des taux d'intérêt et la variation du prix d'une obligation à taux fixe.	58
	A.2 La sensibilité	59
	A.3 La duration	59
	B. Les obligations indexées assurant une couverture contre la hausse des prix	60
	B.1 Les obligations indexées	60
	B.2 Les obligations composées	61
	C. Les obligations assurant une couverture contre la variation des taux d'intérêt	62
	C.1 Les obligations à fenêtres	62
	C.2 Les obligations spéciales à coupons à réinvestir (OSCAR)	63

2.2	Les titres financiers à long terme intégrés dans les capitaux propres	63
2.2.1	<i>Les augmentations de capital</i>	64
A.	Les droits des actions	64
A.1	Le droit de vote	64
A.2	Le droit pécuniaire aux dividendes	65
A.3	Le droit au remboursement.....	66
B.	Les caractéristiques financières d'une action	66
B.1	La valeur nominale.....	66
B.2	Les différentes formes d'une augmentation de capital	67
B.3	Les raisons d'une augmentation de capital	67
B.4	La prime d'émission	68
B.5	Le droit privilégié de souscription (DPS)	69
B.6	Le rôle des établissements de crédit dans une augmentation de capital	72
2.2.2	<i>Les nouvelles catégories de titres de propriété</i>	73
A.	Des titres de propriété sans influence sur la structure du pouvoir : les actions de préférence	73
B.	Des titres transformables en actions	75
B.1	Les obligations convertibles et les titres proches	76
B.2	Les bons de souscription d'actions et les titres proches	78

Partie 2 Les marchés secondaires et les marchés dérivés

CHAPITRE 3

	Les marchés secondaires de gré à gré	83
3.1	Les marchés monétaires.....	84
3.1.1	Les marchés interbancaires.....	84
A.	La politique monétaire, pilier fondamental de la politique économique	84
A.1	Les moyens qualitatifs à la disposition de la banque centrale.....	85
A.2	L'impact de la politique monétaire sur les marchés financiers	86
B.	Les besoins en monnaie centrale	88
B.1	Les besoins « naturels » en monnaie centrale	89
B.2	Les besoins « artificiels » en monnaie centrale.....	90
B.3	La situation nette du système bancaire en monnaie centrale	92
C.	Les opérations de refinancement de la banque centrale.....	93
C.1	Les opérations principales de refinancement et la fixation du taux de référence à court terme.....	94
C.2	Les opérations complémentaires dites de « réglage fin »	97
C.3	Les opérations de reprise de liquidité.....	98
D.	Les opérations sur le marché interbancaire	100

3.1.2	<i>Les marchés des changes</i>	102
A.	Détermination du taux de change en fonction du système de changes	102
A.1	<i>Les différents systèmes de changes</i>	103
A.2	<i>Les intervenants sur le marché des changes</i>	104
B.	Les compartiments du marché des changes	105
B.1	<i>Le compartiment au comptant (« spot »)</i>	106
B.2	<i>Le compartiment à terme (« forward »)</i>	106
3.2	<i>Les opérations de couverture de gré à gré</i>	108
3.2.1	<i>Les opérations de couverture de gré à gré contre le risque de change</i>	109
A.	Les opérations à terme	109
B.	Les options de change.....	110
B.1	<i>Les options d'achat</i>	111
B.2	<i>Les options de vente</i>	112
3.2.2	<i>Les opérations de couverture de gré à gré contre le risque de taux</i>	113
A.	Les swaps de taux d'intérêt	113
A.1	<i>Les swaps de taux dans une seule monnaie</i>	113
A.2	<i>Les swaps de taux dans deux monnaies</i>	115
B.	Les options de taux d'intérêt.....	116
3.2.3	<i>Les opérations de couverture de gré à gré contre le risque de crédit</i>	117
A.	La titrisation	118
A.1	<i>La gestion des titres adossés à des créances</i>	118
A.2	<i>La gestion des « obligations sécurisées »</i>	120
B.	Les dérivés de crédit	121
B.1	<i>Les principes généraux des dérivés de crédit</i>	121
B.2	<i>Dérivés de crédit les plus utilisés, les Credit Default Swaps (CDS)</i>	122

CHAPITRE 4

Les marchés boursiers	125
4.1 Typologie des marchés boursiers	126
4.1.1 Les principaux marchés boursiers dans le monde	127
A. Historique des « vieux » marchés boursiers	127
A.1 Les Bourses dans l'Antiquité et au Moyen-Âge	127
A.2 La Bourse de Londres	128
A.3 La Bourse de New York	129
A.4 La Bourse de Paris	130
B. La situation actuelle des marchés boursiers	131
B.1 Les raisons du développement de nouveaux marchés boursiers	131
B.2 Un développement indéniable.....	132
B.3 ... mais qui reste limité.....	134
B.4 De nouveaux marchés boursiers privés.....	136
B.5 La tendance à la concentration	138

4.1.2	<i>Les particularités de Euronext</i>	140
A.	Les marchés réglementés	142
A.1	Les anciens marchés « officiels » de Paris	142
A.2	Eurolist ou le Marché d'Euronext Paris	143
B.	Les marchés non réglementés ou de gré à gré	144
B.1	Le marché libre	144
B.2	Le marché des valeurs radiées du marché réglementé (VRMR)	145
B.3	Le marché réservé à des investisseurs institutionnels	145
B.4	Alternext	145
B.5	EnterNext	146
4.2	La circulation des actions sur les marchés boursiers	146
4.2.1	<i>Avantages et inconvénients des marchés boursiers pour les entreprises</i>	146
A.	L'introduction en bourse d'une société	147
A.1	Les objectifs et les contraintes d'une introduction en bourse	147
A.2	Les modalités d'introduction sur les marchés réglementés	148
A.3	Les spécificités d'une introduction sur les marchés non réglementés	151
B.	Les variables explicatives des cours boursiers	152
B.1	Les variables exogènes à l'entreprise	152
B.2	Les variables endogènes à l'entreprise	153
C.	Les prises de contrôle par offres publiques	157
C.1	Le « ramassage » en bourse	158
C.2	Le lancement des offres publiques	159
C.3	Le déroulement des offres publiques	160
C.4	Les offres publiques de retrait (OPR) et les retraits obligatoires	160
4.2.2	<i>La formation des cours</i>	161
A.	Les ordres de bourse	161
A.1	Les méthodes de cotation	162
A.2	Structure des différents ordres	162
A.3	Le report de l'exécution des ordres	164
A.4	Le principe de la centralisation des ordres et la fixation des cours par les quantités	165
A.5	La fixation des cours par les prix	166
B.	Les opérations à terme	167
B.1	L'ancienne procédure du Règlement mensuel	168
B.2	La procédure du Service de règlement différé	169
B.3	Les ventes à découvert	170
C.	Les indices boursiers	170
C.1	Les principaux indices dans le monde	171
C.2	Les limites des indices	174
C.3	Les trackers et les certificats	175

CHAPITRE 5

Les marchés dérivés	177
5.1 Les marchés à terme	178
5.1.1 <i>Le rôle des marchés à terme</i>	179
A. Des marchés à terme de produits physiques aux marchés à terme de produits financiers	179
A.1 <i>L'origine des marchés à terme modernes</i>	179
A.2 <i>L'élargissement aux produits financiers</i>	180
A.3 <i>Les grands marchés à terme dans le monde</i>	180
B. Le fonctionnement des marchés à terme	182
B.1 <i>Les conditions d'existence des marchés à terme</i>	182
B.2 <i>Différences avec les opérations à terme de gré à gré</i>	183
B.3 <i>Le dénouement de l'opération</i>	184
5.1.2 <i>Le mécanisme de la couverture sur les marchés à terme</i>	184
A. Une couverture non parfaite	185
A.1 <i>Le risque de standardisation</i>	185
A.2 <i>Le risque de base</i>	186
A.3 <i>Mesure des risques</i>	187
B. Le cas particulier des marchés à terme de taux d'intérêt	188
B.1 <i>La cotation d'un cours et non d'un taux</i>	189
B.2 <i>Le problème de la livraison</i>	189
B.3 <i>Mesure du risque de retournement du marché</i>	190
5.2 Les marchés d'options négociables	191
5.2.1 <i>Les particularités des marchés d'options</i>	192
A. Les caractéristiques propres aux options cotées sur un marché	192
A.1 <i>Le choix de la nature des options</i>	192
A.2 <i>Le choix des échéances</i>	193
A.3 <i>Le choix des prix d'exercice</i>	193
B. La valorisation des options	195
B.1 <i>La valeur d'une prime</i>	195
B.2 <i>Les variations des primes</i>	197
B.3 <i>Le dénouement des options</i>	198
5.2.2 <i>Les différentes stratégies sur les marchés d'options</i>	201
A. Les stratégies simples d'écarts	201
A.1 <i>Écarts haussiers</i>	201
A.2 <i>Écarts baissiers</i>	203
B. Les stratégies d'écarts en fonction des anticipations de volatilité des cours	206
B.1 <i>Les achats de straddle</i>	206
B.2 <i>Les achats de strangle</i>	207
B.3 <i>Les achats d'écarts – papillon</i>	208
B.4 <i>Les achats d'écarts – condor</i>	210

Partie 3 Les acteurs des marchés financiers

CHAPITRE 6

Les investisseurs et les intermédiaires sur les marchés financiers

6.1	Les investisseurs institutionnels	216
6.1.1	<i>Les investisseurs collectifs de placement en valeurs mobilières</i>	217
	A. Classifications des organismes de placement collectif en valeurs mobilières	217
	A.1 <i>Les sociétés d'investissement à capital variable et les fonds communs de placement</i>	218
	A.2 <i>La nature des titres détenus</i>	218
	B. Caractéristiques des titres proposés par les organismes de placement collectif	220
6.1.2	<i>Les investisseurs collectifs de spéculation</i>	221
	A. Les hedge-funds	222
	A.1 <i>Les caractéristiques des hedge-funds</i>	222
	A.2 <i>La réglementation des hedge-funds</i>	223
	B. Les fonds souverains	224
6.2	Les intermédiaires habilités	225
6.2.1	<i>Les intermédiaires chargés des négociations</i>	225
	A. Des métiers au statut longtemps privilégié	226
	A.1 <i>Des agents de change</i>	226
	A.2 <i>... aux sociétés de bourse</i>	226
	B. Les fonctions des prestataires de services d'investissement	228
	B.1 <i>Les organismes chargés des prestations des services d'investissement</i>	228
	B.2 <i>Les différents statuts pour les organismes chargés des prestations des services d'investissement</i>	230
6.2.2	<i>Les organismes post-transactions</i>	230
	A. Les chambres de compensation	230
	B. Les dépositaires	231

CHAPITRE 7

Les besoins de régulation financière et les autorités de tutelle

7.1	Les dérives des marchés financiers, source des krachs	235
7.1.1	<i>Anatomie d'un krach</i>	235
	A. Les prémices du krach	235
	A.1 <i>Une innovation à l'origine d'un besoin de financement</i>	235
	A.2 <i>De la spéculation à la psychose collective</i>	236

B.	La survenance du krach.....	238
B.1	<i>De la baisse à l'effondrement</i>	238
B.2	<i>Les conséquences d'un krach</i>	239
7.1.2	<i>Les grands krachs de l'histoire</i>	240
A.	Des krachs de plus en plus violents	240
A.1	<i>Des krachs d'abord limités</i>	240
A.2	<i>Le krach généralisé de 1929</i>	243
B.	Les krachs contemporains	245
B.1	<i>Le krach de 1987</i>	245
B.2	<i>Le krach de la Nouvelle Économie de l'an 2000</i>	246
7.2	Les autorités de tutelle, nécessaire rempart contre les dérives des marchés financiers	249
7.2.1	<i>L'Autorité des marchés financiers française</i>	249
A.	Les missions assignées à l'AMF	250
A.1	<i>Ses objectifs généraux</i>	250
A.2	<i>La mise en œuvre de règles strictes</i>	251
B.	Les sanctions à la disposition de l'AMF	252
B.1	<i>Les sanctions prononcées par l'Autorité elle-même</i>	252
B.2	<i>Les sanctions prononcées par la justice</i>	252
7.2.2	<i>Les autres autorités de contrôle</i>	252
A.	Les instances internationales	253
A.1	<i>Au niveau mondial</i>	253
A.2	<i>Au niveau européen</i>	254
B.	La volonté de mise en place d'une supervision plus efficace.....	255
B.1	<i>Une nouvelle orientation de la régulation des marchés</i>	255
B.2	<i>La surveillance des agences de notation</i>	256
	Sigles ou acronymes	259
	Bibliographie	265
	Index	267
	Table des matières	271

DU MÊME AUTEUR

Robert J. Shiller, *Le nouvel ordre financier*, (P.-J. Lehmann, Trad.), Bruxelles, De Boeck, 2014, (Œuvre originale publiée en 2003).

Le capitalisme est-il encore d'actualité ?, Ellipses, 2012.

La politique monétaire, Hermès-Lavoisier, 2011.

Léon Say ou le libéralisme assumé, Paris, Les Belles Lettres, 2010.

Bourse et Marchés financiers, Paris, Dunod, 3^e édition 2008.

L'Histoire toujours renouvelée des Bourses, Paris, La Vie Financière, 2004.

De l'ange gardien du franc au bâtisseur de l'euro, Histoire et évolution des banques centrales, Paris, L'Harmattan, 2000.

Économie monétaire. Théories et politique, Paris, Le Seuil, 1999.

Le Financement de l'économie, Paris, Le Seuil, 1998.

Les Sociétés de bourse, Paris, PUF, « Que Sais Je ? », 1998.

Histoire de la Bourse de Paris, Paris, PUF, « Que Sais Je ? », 1997.

Économie monétaire, Paris, Le Seuil, 1997.

Les Circuits financiers, Paris, Dalloz 1989.

Le Monétarisme, Paris, ESKA, 1986.

OUVERTURES ◀▶ ÉCONOMIQUES

- ALLEGRET J.-P., LE MERRER P., *Économie de la mondialisation. Opportunités et fractures*
- AMELON J.-L., CARDEBAT J.-M., *Les nouveaux défis de l'internationalisation. Quel développement international pour les entreprises après la crise ?*
- ANDERSON R. D., SWEENEY J. D., WILLIAMS A. TH., *Statistiques pour l'économie et la gestion*. 3^e édition
traduction de la 5^e édition américaine par Cl. Borsenberger
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., CŒURÉ B., JACQUET P., PISANI-FERRY J., *Politique économique*. 3^e édition
- BEREND IVAN T., *Histoire économique de l'Europe du XX^e siècle*
traduction de la 1^{re} édition anglaise par Amandine Nguyen
- BERGSTROM T., VARIAN H., *Exercices de microéconomie - 1. Premier cycle. Notions fondamentales*. 3^e édition
traduction de la 5^e édition américaine par A. Marciano
- BERGSTROM T., VARIAN H., *Exercices de microéconomie - 2. Premier cycle et spécialisation*. 2^e édition française
traduction de la 5^e édition américaine par J.-M. Baland, S. Labenne et Ph. Van Kerm
avec la collaboration scientifique d'A. Marciano.
- BESANKO, DRANOVE, SHANLEY, SCHAEFER, *Principes économiques de stratégie*
- BILEK A., HENRIOT A., *Analyse conjoncturelle pour l'entreprise. Observer, comprendre, prévoir*
- BISMANS F., *Mathématiques pour l'économie - Volume 1. Fonctions d'une variable réelle*
- BOUTHEVILLAIN C., DUFRÉNOT G., FROUTÉ PH., PAUL L., *Les politiques budgétaires dans la crise.*
Comprendre les enjeux actuels et les défis futurs
- BOUTILLIER S., PEAUCELLE I., UZUNIDIS D., *L'économie russe depuis 1990*
- BURDA M., WYPLOSZ C., *Macroéconomie. À l'échelle européenne*. 5^e édition
traduction de la 5^e édition anglaise par Stanislas Standaert
- BRIEC W., PEYPOCH N., *Microéconomie de la production. La mesure de l'efficacité et de la productivité*
- CADORET I., BENJAMIN C., MARTIN F., HERRARD N., TANGUY S., *Économétrie appliquée*. 2^e édition
Méthodes, Applications, Corrigés
- CAHUC P., ZYLBERBERG A., *Le marché du travail*
- CAHUC P., ZYLBERBERG A., *Économie du travail. La formation des salaires et les déterminants du chômage*
- CARLTON D. W., PERLOFF J. M., *Économie industrielle*, traduction de la 2^e édition américaine par F. Mazerolle.
2^e édition
- CARTELIER J., *L'économie de Keynes*
- CAVES R.E., FRANKEL J. A., JONES R. W., *Commerce international et paiements*,
traduction de la 9^e édition américaine par M. Chiroleu-Assouline
- CAYATTE J.-L., *Introduction à l'économie de l'incertitude*
- COLLECTIF, *Économie sociale. Enjeux conceptuels, insertion par le travail et services de proximité*
- COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN, *L'intégration régionale.*
Une nouvelle voie pour l'organisation de l'économie mondiale ?
- CORNET B. et TULKENS H. (Éds), *Modélisation et décisions économiques*
- CORNUEL D., *Économie immobilière et des politiques du logement*
- CÔTÉ D., *Les holdings coopératifs. Évolution ou transformation définitive ?*
- CRÉPON B., JACQUEMET N., *Économétrie : méthode et applications*
- CUTHBERTSON K., *Économie financière quantitative. Actions, obligations et taux de change*,
traduction de la 1^{re} édition anglaise par C. Puibasset
- DARREAU Ph., *Croissance et politique économique*
- DE CROMBRUGGHE A., *Choix et décisions économiques. Introduction aux principes de l'économie*
- DE BANDT O., DRUMETZ FR., PFISTER CHR., *Stabilité financière*
- DEFFAINS B., LANGLAIS É., *Analyse économique du droit. Principes, méthodes, résultats*

DEFOURNY J., *Démocratie coopérative et efficacité économique. La performance comparée des SCOP françaises*
 DEFOURNY J., DEVELTERE P., FONTENEAU B. (Éds), *L'économie sociale au Nord et au Sud*
 DEFOURNY J., MONZON CAMPOS J.L. (Éds), *Économie sociale/The Third Sector. Entre économie capitaliste et économie publique/Cooperative Mutual and Non-profit Organizations*
 DEFRAIGNE J.-Ch., *Introduction à l'économie européenne*
 DE GRAUWE P., *Économie de l'intégration monétaire*, traduction de la 3^e édition anglaise par M. Donnay
 DE GRAUWE P., *La monnaie internationale. Théories et perspectives*, traduction de la 2^e édition anglaise par M.-A. Sénégal
 DEISS J., GUGLER PH., *Politique économique et sociale*
 DEFRAIGNE J. CHR., *Introduction à l'économie européenne*
 DE KERCHOVE A.-M., GEELS TH., VAN STEENBERGHE V., *Questions à choix multiple d'économie politique*. 3^e édition
 DE MELO J., GREYER J.-M., *Commerce international. Théories et applications*
 DEVELTERE P., *Économie sociale et développement. Les coopératives, mutuelles et associations dans les pays en voie de développement*
 DRÈZE J., *Pour l'emploi, la croissance et l'Europe*
 DRUMETZ F., PFISTER C., *Politique monétaire*
 DUPRIEZ P., OST C., HAMAIDE C., VAN DROOGENBROECK N., *L'économie en mouvement. Outils d'analyse de la conjoncture*. 2^e édition
 ESCH L., *Mathématique pour économistes et gestionnaires*. 4^e édition
 ESSAMA-NSSAH B., *Inégalité, pauvreté et bien-être social. Fondements analytiques et normatifs*
 GAZON J., *Politique industrielle et industrie*
Volume 1. Controverses théoriques. Aspects légaux et méthodologie
 GILLIS M. et al., *Économie du développement*, traduction de la 4^e édition américaine par B. Baron-Renault
 GOMEZ P.-Y., KORINE HARRY, *L'entreprise dans la démocratie, Une théorie politique du gouvernement des entreprises*
 GUJARATI D. N., *Économétrie*, traduction de la 4^e édition américaine par B. Bernier
 HANSEN J.-P. - PERCEBOIS J., *Énergie. Économie et politiques*
 HARRISON A., DALKIRAN E., ELSEY E., *Business international et mondialisation. Vers une nouvelle Europe*
 HEERTJE A., PIERETTI P., BARTHÉLEMY PH., *Principes Analyse conjoncturelle pour l'entreprise. Observer, comprendre, prévoir d'économie politique*. 4^e édition
 HINDRIKS J., *Gestion publique. Théorie et pratique*
 HIRSHLEIFER J., GLAZER A., HIRSHLEIFER D., *Microéconomie : théories et applications. Décision, marché, formation des prix et répartition des revenus*
 JACQUEMIN A., TULKENS H., MERCIER P., *Fondements d'économie politique*. 3^e édition
 JACQUEMIN A., PENCH L. R. (Éds), *Pour une compétitivité européenne. Rapports du Groupe Consultatif sur la Compétitivité*
 JALLADEAU J., *Introduction à la macroéconomie. Modélisations de base et redéploiements théoriques contemporains*. 2^e édition
 JALLADEAU J., DORBAIRE P., *Initiation pratique à la macroéconomie. Études de cas, exercices et QCM*. 2^e édition
 JASKOLD GABSZEWICZ J., *Théorie microéconomique*. 2^e édition
 JAUMOTTE Ch., *Les mécanismes de l'économie*
 JONES Ch. I., *Théorie de la croissance endogène*, traduction de la 1^{re} édition américaine par F. Mazerolle
 JURION B., *Économie politique*. 4^e édition
 JURION B., LECLERCQ A., *Exercices d'économie politique*
 KOHLI U., *Analyse macroéconomique*

KRUGMAN P. R. et OBSTFELD M., *Économie internationale*. 4^e édition
traduction de la 6^e édition américaine par A. Hannequart et F. Leloup

KRUGMAN P., *L'économie auto-organisatrice*, traduction de la 1^{re} édition américaine par F. Leloup. 2^e édition

KRUGMAN P., Wells R. *Macroéconomie*, traduction de la 2^e édition américaine par L. Baechler

KRUGMAN P., Wells R., *Microéconomie*, traduction de la 2^e édition américaine par L. Baechler

LANDAIS B., *Leçons de politique budgétaire*

LANDAIS B., *Leçons de politique monétaire*

LECAILLON J.-D., LE PAGE J.-M., *Économie contemporaine. Analyses et diagnostics*. 4^e édition

LEHMANN P.-J., *Économie des marchés financiers*. 2^e édition

LEMOINE M., MADIÈS P., MADIÈS T., *Les grandes questions d'économie et finance internationales. Décoder l'actualité*. 2^e édition

LEROUX A., MARCIANO A., *Traité de philosophie économique*

LESUEUR J.-Y., SABATIER M., *Microéconomie de l'emploi. Théories et applications*

LÖWENTHAL P., *Une économie politique*

MANKIW G. N., *Macroéconomie*, traduction de la 8^e édition américaine par Jihad C. El Naboulsi. 6^e édition

MANKIW G. N., TAYLOR M. P., *Principes de l'économie*, traduction d'Élise Tosi. 3^e édition

MANSFIELD E., *Économie managériale. Théorie et applications*,
traduction et adaptation de la 4^e édition américaine par B. Jérôme

MASSÉ G., THIBAUT FR., *Intelligence économique. Un guide pour une économie de l'intelligence*

MARCIANO A., *Éthiques de l'économie. Introduction à l'étude des idées économiques*

MILGROM P., ROBERTS J., *Économie, organisation et management*

MONNIER L., THIRY B. (Éds), *Mutations structurelles et intérêt général.*
Vers quels nouveaux paradigmes pour l'économie publique, sociale et coopérative ?

MUELLER C. D., FACCHINI F., FOUCAULT M., FRANÇOIS A., MAGNI-BERTON R., MELKI M., *Choix publics.*
Analyse économique des décisions publiques

NORRO M., *Économies africaines. Analyse économique de l'Afrique subsaharienne*. 2^e édition

PERKINS D. H., RADELET S., LINDAUER D. L., *Économie du développement*. 3^e édition

PROMEURO, *L'Euro pour l'Europe. Des monnaies nationales à la monnaie européenne*. 2^e édition

RASMUSEN E., *Jeux et information. Introduction à la théorie des jeux*,
traduction de la 3^e édition anglaise par F. Bismans

SALVATORE D. C., *Économie internationale*,
traduction de la 9^e édition américaine par Fabienne Leloup et Achille Hannequart

SHAPIRO C., VARIAN H. R., *Économie de l'information. Guide stratégique de l'économie des réseaux*,
traduction de la 1^{re} édition américaine par F. Mazerolle

SIMON C. P., BLUME L., *Mathématiques pour économistes*, traduction de la 1^{re} édition américaine par
G. Dufrenot, O. Ferrier, M. Paul, A. Pirotte, B. Planes et M. Seris

SINN G., SINN H. W., *Démarrage à froid. Une analyse des aspects économiques de l'unification allemande*,
traduction de la 3^e édition allemande par C. Laurent

STIGLITZ J. E., WALSH C. E., Lafay J.-D., *Principes d'économie moderne*. 3^e édition,
traduction de la 3^e édition américaine par F. Mayer

SZPIRO D., *Économie monétaire et financière*.

VARIAN H., *Introduction à la microéconomie*. 6^e édition, traduction de la 7^e édition américaine par B. Thiry

VARIAN H., *Analyse microéconomique*, traduction de la 3^e édition américaine par J.-M. Hommet. 2^e édition

VAN DER LINDEN B. (Éd.), *Chômage. Réduire la fracture*

WICKENS M., *Analyse macroéconomique approfondie. Une approche par l'équilibre général dynamique*

ZÉVI A., MONZÓN CAMPOS J.-L., *Coopératives, marchés, principes coopératifs*

Économie des marchés financiers

Cet ouvrage se veut la **présentation la plus exhaustive possible des marchés financiers** et, à partir d'analyses historiques et théoriques, de **leur impact sur l'économie « réelle »**.

Il explique le **rôle des différents acteurs** qui opèrent sur ces marchés (émetteurs, investisseurs, intermédiaires, agences de notation) et l'influence des innombrables **innovations financières** de ces dernières années, tant dans le domaine des produits que dans celui des marchés, sur le déclenchement de la crise financière de la fin des années 2000.

Il montre comment les **pouvoirs publics** (États, Banques centrales, autorités boursières) ont agi afin d'éviter la survenance du risque systémique et ont pris les décisions adéquates pour empêcher le retour d'une crise de même ampleur. Dans cet objectif, l'auteur fait le point sur les **conséquences des décisions nationales et internationales** déjà prises et de celles encore à venir, indispensables pour parvenir à une **régulation plus efficace du fonctionnement des marchés**.

Cet ouvrage s'adresse non seulement à des étudiants de niveau M et D faisant des études de finances et qui doivent connaître les mécanismes présidant aux activités de marchés, mais aussi à tout citoyen qui veut comprendre l'environnement économique dans lequel il vit.



Paul-Jacques Lehmann

est professeur émérite à l'Université de Rouen où il a dirigé le Master «Économie et Gestion des Risques Financiers». Il est également l'auteur de nombreux ouvrages et articles de finance d'entreprise et de marchés.



<http://noto.deboeck.com> : la version numérique de votre ouvrage

- 24h/24, 7 jours/7
- Offline ou online, enregistrement synchronisé
- Sur PC et tablette
- Personnalisation et partage

MARCHFIN
ISBN 978-2-8041-8701-9
ISSN 2030-501X