

# 1- Vue d'ensemble du système financier : marchés et institutions financières

Mishkin (2007), *Monnaie, Banque et marchés financiers*, Pearson Education, ch. 1 et 2

## 1- Introduction :

Le système financier est constitué de l'ensemble des institutions et mécanismes permettant de transférer des fonds des agents à capacité de financement vers les agents à besoin de financement.

### *Marchés financiers*

marchés fi = lieu de transfert des fonds inutilisés de certains agents vers ceux qui en ont besoin

plusieurs « instruments financiers » ou « titres » = un droit sur le revenu futur de son émetteur ou sur ses actifs (droits financiers ou propriétés qu'il détient)

marchés fi → facteurs de croissance économique (marchés fi + efficaces => croissance + forte)  
→ effets directs sur richesse individuelle, comportement des etp et conso,  
→ effets sur fluctuations économiques

Trois marchés importants...

#### Marchés obligataires et taux d'intérêt

obligation = titre de dette qui promet des paiements périodiques sur une durée déterminée

marché obligataire permet aux etp, aux gvts d'emprunter pour financer leurs activités

les taux d'intérêt (coût des emprunts) y sont déterminés :

taux d'intérêt sur de nombreux types d'obligations (publiques, privées)

taux du marché monétaire (auquel les banques se prêtent à CT)

taux d'emprunts hypothécaire

taux du crédit à la conso

importance des taux d'int : décision d'épargne, d'investissement

les taux d'int ont tendance à évoluer « en bloc » → on parle « du » taux d'int (cf. th micro, macro)

mais il peut exister des différences (risque, maturité...) : les tx int CT fluctuent plus et sont en moyenne plus bas que les tx int LT.

#### Marché des actions

action ordinaire = une part du capital d'une etp, donne un droit sur les revenus et les actifs, ainsi que la gouvernance (décisions) de l'etp (les actionnaires en AG décident des principales orientations, en part de la nomination des dirigeants)

marchés organisés en « bourses de valeurs » (entreprises privées)

marché primaire = marché de l'émission (lever des fonds)

marché secondaire = marché de « l'occasion » (permet la liquidité des actions)

facteur important dans les décisions d'investissement des etp (prix action élevé => possibilité de lever davantage de fonds en émettant de nouvelles actions)

### Marché des changes

lieu de conversion des devises → contribue au transfert international des fonds

lieu de détermination du taux de change = prix d'une monnaie par rapport à une autre.

## ***Les institutions bancaires et financières***

Banques et autres institutions fi permettent aux marchés fi de fonctionner → rôle d'intermédiaires

« banques » = institutions acceptant des dépôts et accordant des crédits

terme regroupant les banques commerciales, société de crédit immobilier, caisses d'épargne

Dans les économies développées, la quasi-totalité des adultes a un compte en banque, et conserve une grande partie de sa richesse financière dans les banques.

→ taux de « bancarisation »

Il existe d'autres intermédiaires : sociétés d'assurances, sociétés financières, fonds de pensions, fonds communs de placement...

La « structure » du système financier décrit la place des intermédiaires

- Pourquoi jouent-ils un rôle si important ?
- Selon quels critères consentent-ils un crédit ?
- Pourquoi leurs activités sont-elles les plus réglementées de l'économie ?

Son évolution est liée à celle

- de la réglementation, (en particulier, en Europe, évolution vers marché unique des capitaux, des services bancaires et financiers),
- des technologies de communication et de traitement de l'information (qui permet l'innovation dans les instruments de paiement, le traitement comptable des échanges de titres...)

Dans ce chapitre, on présente l'organisation des marchés financiers et les catégories d'intermédiaires.

## 2- Organisation des marchés financiers

Quelques distinctions importantes...

### 2.1- Marchés de dettes et marchés de fonds propres

Pour obtenir des fonds, une entreprise peut :

- 1- émettre un titre à revenu fixe (représentatif d'une dette, obligation)

obligation = titre de dette, engagement contractuel par lequel l'emprunteur s'engage à payer au détenteur des versements déterminés à intervalles fixés (intérêt et remboursement du capital) jusqu'à une certaine date (échéance), date du dernier versement et d'extinction de la dette.

Maturité = durée (en années) restant à courir jusqu'à échéance

- maturité < 1 an => dette à court terme
- 1 an ≤ maturité < 10 ans => dette à moyen terme
- maturité ≥ 10 ans => dette à long terme

- 2- émettre des actions ou parts sociales : le produit de l'émission entre dans les fonds propres

action donne un droit proportionnel : à des revenus nets (bénéfices après impôts) → dividendes  
à de l'actif net (actif moins dettes) en cas de liquidation

action = titre de propriété sur l'etp émettrice → droit de vote sur les décisions en AG (choix des dirigeants, des modalités de distribution des bénéfices)

titre à long terme (pas de date d'échéance prédéterminée)

actionnaire = bénéficiaire résiduel des revenus : l'etp doit payer tous ses salariés et créanciers avant de lui octroyer un revenu.

MAIS, contrairement au prêteur, l'actionnaire peut profiter des hausses de bénéfices (la rémunération du prêteur est indépendante du bénéfice)

fin 2005 :	USA	valeur des titres de dette = 21000 milliards USD
		valeur des actions = 18000 milliards USD
	Europe	valeur des titres de dette = 9300 milliards EUR
		valeur des actions cotées = 5100 milliards EUR

source : FED et BCE

Dans plusieurs pays européens, actions non cotées ≈ actions cotées > obligations

### 2.2- Marché primaire et marché secondaire

Marché primaire = marché où les nouvelles émissions sont proposées aux souscripteurs

- peu connu du public (mais privatisations en France...)

- Banque d'affaires organise l'émission et garantit le placement des titres (underwriting) à un certain prix, de gré à gré ou par une offre publique.

Marché secondaire = marché où s'échangent les titres précédemment émis (seconde main)

Actions : plusieurs formes...

- bourses : NYSE (Wall Street), LSE, Euronext (Paris, Bruxelles, Amsterdam, Lisbonne), Tokyo (Kabuto Cho)...
- plates-formes électroniques créées par grandes banques d'affaires (Max, organisé par Meryll Lynch, Best par Dresdner Bank, Trade par Credit Suisse First Boston)

Obligations, devises, contrats à terme, options... moins visibles par le public à cause du type d'organisation...

Quand qqn achète un titre sur le marché secondaire, celui qui vend reçoit un paiement, mais l'émetteur ne reçoit rien. Néanmoins, le marché secondaire remplit deux fonctions :

- (1) il accroît la liquidité des titres émis (plus rapide, facile à revendre) → titres plus attractifs pour les souscripteurs → émission plus facile pour les... émetteurs !
- (2) Il détermine un cours pour chaque titre, donc fournit à l'émetteur une évaluation de son actif, et une indication du prix d'émission sur le marché primaire.

### ***2.3- Marchés organisés, marchés de gré à gré***

Marchés organisés : lieu unique (réel ou virtuel) d'achat et de vente de titres (directement ou via sociétés de bourse, agents de change, courtiers), avec principes de cotation, des normes (standardisation des produits)

→ la plupart des grands marchés d'actions, des marchés de produits primaire à Chicago ou Londres

Marchés de gré à gré (OTC = over the counter) : des teneurs de marché (dealers) localisés à différents endroits tiennent à jour des listes de produits qu'ils sont prêts à vendre ou acheter au prix qu'ils proposent... en contact permanent par réseaux électroniques, prix affichés et connus des autres (concurrence)

→ Aux USA, le NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotation System) pour la cotation des actions de nombreuses PME : titres peu échangés, pour lesquels les informations sont rares (d'où la nécessité de teneurs de marchés)

→ Aux USA : pour les obligations de l'Etat Fédéral (volume d'échange > celui des opérations du NYSE), marché de gré à gré organisé par 40 dealers spécialisés.

### ***2.4- Marché monétaire et marché des capitaux***

Marché monétaire = marché sur lequel seul des instruments à court terme sont échangés

marché des capitaux = marché des titres à plus long terme et des actions

instruments à CT sont davantage échangés → marché plus liquide, prix moins fluctuants → placements plus sûrs → marché monétaire utilisé pour placer des fonds temporairement disponibles

instruments à LT → détenus par des intermédiaires financiers (sociétés d'assurances, fonds de pension) qui ont peu d'incertitude sur les montants dont ils disposeront dans le futur.

### 3- Instruments des marchés financiers

#### 3.1- Instruments du marché monétaire

Échange de monnaie contre dettes à court terme : titres négociables ou prêts directs entre institutions financières.

→ le marché monétaire comprend :

- un marché interbancaire
- un marché de titres de créances négociables
- un marché de swaps de taux d'intérêt

##### **marché interbancaire :**

Zone euro : opérations « au jour le jour », de gré à gré, entre banques (57 grandes banques, dont 10 françaises) → à partir de ces opérations est établi quotidiennement le taux de référence du marché monétaire (EONIA = Euro Overnight Index Average) + opérations de pension livrée s'appuyant sur les valeurs du Trésor (cf. infra)

USA : « federal funds » = instruments de crédit interbancaire (les banques doivent constituer des réserves « obligatoires » en dépôts auprès de la Banque Centrale, le Federal Reserve System) → le Taux des Fonds Fédéraux (federal funds rate)

##### **marché de titres de créances négociables :**

*marchés des bons du Trésor* : les titres de dette publique à CT et MT sont considérés comme sans risque → instruments importants du marché monétaire

USA : Treasury Bills à 1, 3, 6 mois, échangés et détenus principalement par les banques sur des marchés très liquides

France : bons du Trésor à 3 mois, 6 mois, 1 an, émis régulièrement, + BTAN (bon du trésor à CT négociables) à 2 et 5 ans

→ instruments de financement des besoins de l'Etat + instruments de placements à CT et garanties sur des prêts à CT (pensions) du secteur privé.

*mise en pension* : *pension livrée* en France, *repos* (repurchase agreements) aux USA = échange (vente assortie d'un rachat à une date ultérieure déterminée) de titres (des valeurs du Trésor, « sans risque » par rapport à des titres de dette privée) contre fonds pour une période déterminée → possibilité de refinancer à CT des titres détenus en portefeuille / de rémunérer des fonds disponibles à CT avec garantie sur le capital

*certificats de dépôts* (*Certificates of Deposits*) : titres à CT (1 jour à plus de 40 jours) émis par des

établissements de crédit (détenus par des entreprises, fonds de placement monétaire...)

*billets de trésorerie (USA : commercial papers)* : titres à CT émis par des etp autres que les etbs de crédit et rémunérés par un taux fixe ou variable, à très court terme (1 à 3 jours) pour la majorité des émissions ; ils peuvent être adossés à des actifs (garantie), et sont alors émis pour des durée plus longue (au moins 10 jours).

Bcp développé aux USA, encore étroit dans la zone Euro.

### **Swaps de taux :**

accord conclu entre deux institutions financières dans le but d'échanger des paiements périodiques, liés aux taux d'intérêt (taux fixe contre taux variable, taux variable contre un autre)

→ permettent aux banques d'ajuster finement les maturités et risques de leurs actifs et passifs.

Activité en forte progression (+111% de 2001 à 2004) cf. BRI

## ***3.2- Instruments du marché des capitaux***

Actions et titres de dette de maturité supérieure à 1 an

**Actions** : droits sur les revenus et actifs des sociétés qui les a émises

encours très élevé, mais nouvelles émissions relativement minimales (1 à 2 % de l'encours)

encours : 5536 G€ dans la zone Euro fin août 2006

18000 G\$ aux USA fin 2005

(sources : Bulletin de la Fed, Bulletin de la BCE)

### **titres de dette :**

*obligations d'Etat*

France : (Agence France Trésor, <http://www.aft.gouv.fr/>)

« Le Trésor a engagé en 1985 une série de réformes visant à créer les conditions du développement harmonieux d'un marché des titres d'État liquide, attractif et sûr.

L'objectif est depuis l'origine de permettre à l'État émetteur d'emprunter dans les meilleures conditions possibles, tout en offrant aux acteurs du marché des titres standardisés et un accès simple et sécurisé aux marchés primaire et secondaire.

La composition de la dette de l'État a été rationalisée par la création de trois catégories de titres standardisés, les valeurs du Trésor : les OAT, les BTAN et les BTF. Ces titres, dont la coupure nominale est de 1 euro, se distinguent par leur maturité à l'émission.

Les obligations assimilables du Trésor (OAT) sont le support de l'endettement à long terme de l'État. La maturité de ces titres est comprise entre sept et cinquante ans. La plupart des OAT sont à taux fixe et remboursables in fine. Mais le Trésor émet aussi des obligations à taux variable (OAT TEC 10 indexées sur le taux de l'échéance constante à 10 ans) et des obligations indexées sur l'inflation (OATi, OAT€i). Les OAT sont émises par adjudication le premier jeudi de chaque mois ; l'Etat adjuge à cette occasion une ligne à taux fixe d'échéance 10 ans, et si les conditions de marché s'y prêtent, d'autres

lignes d'OAT à taux fixe ou à taux variable (TEC 10, OATi, OAT€i). L'échéance des OAT et la date de paiement du coupon sont fixés au 25 du mois.

Les bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN) représentent l'endettement à moyen terme de l'État. Leur maturité à l'émission est de deux ou cinq ans. Ils sont émis par adjudication le troisième jeudi de chaque mois, dans la cadre d'un calendrier semestriel publié à l'avance ; l'Etat émet à cette occasion au moins une ligne de BTAN d'échéance 2 ou 5 ans. L'échéance des BTAN, ainsi que la date de paiement du coupon, sont fixés le 12 du mois.

Les bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF) sont l'instrument de gestion de trésorerie de l'État. Ils servent à couvrir les fluctuations infra-annuelles de la trésorerie de l'Etat, qui découlent pour l'essentiel du décalage entre le rythme d'encaissement des recettes et celui du paiement des dépenses, et de l'échéancier d'amortissement de la dette. La maturité des BTF à l'émission est de moins d'un an. Ils sont émis chaque lundi par voie d'adjudication, dans le cadre d'un calendrier trimestriel publié à l'avance et précisant les échéances des bons qui seront mis en adjudication. Un BTF à 3 mois est émis chaque semaine ; s'y ajoute, selon les cas, une émission de BTF semestriels ou annuels. Certains BTF peuvent être émis hors calendrier pour des durées de 4 à 7 semaines en fonction des besoins de trésorerie. »

Nouveau type d'obligations : obligations « zéro-coupons » (ne paient pas d'intérêt périodiques, mais un montant accumulé inclus dans le remboursement) → les OAT peuvent être « démembrées » en obligations « zéro-coupons » correspondant aux divers paiements intermédiaires (ex : OAT à dix ans → 10 paiements d'intérêt + 1 remboursement)

Il existe aussi des obligations émises par des collectivités locales (garanties par l'Etat), cf. par ex. municipal bonds aux USA.

### *obligations privées*

émises par des entreprises bénéficiant de bonnes évaluations (rating)  
possibilité d'obligations convertibles, incluant une option de conversion en actions : droit d'acheter des actions à un prix prédéfini → avantage (pour l'acquéreur) si le cours des actions monte, possibilité (pour l'émetteur) de payer des intérêts plus faibles...

USA : marché des obligations privées moins liquide que celui des obligations publiques et celui des actions. Pourtant le montant émis chaque année est plus important que les émissions d'actions.

Zone Euro : les entreprises privées ont émis plus d'obligations que d'actions (en valeur) en 2005 (cf. Bulletin Mensuel BCE).

### *obligations hypothécaires*

titres représentatifs des prêts immobiliers aux ménages et aux entreprises (l'immobilier sert de garantie)

USA (mortgages) : encours des prêts hypothécaires ≈ 3 fois encours des obligations privées, plus de 50% encours des actions → marché très actif

Europe : marché peu développés (moindre négociabilité des prêts hypothécaires)

*crédits aux particuliers et aux entreprises*

en principe non négociables...

mais : titrisation → des prêteurs réunissent des prêts en ensembles homogènes et les transforment en titres négociables similaires à des obligations

France : loi de 1995 crée les Fonds Communs de Créances, FCC → émettent des parts (négociables) pour acquérir les créances d'institutions financières.

### ***3.3- Instruments des marchés financiers internationaux***

Internationalisation des marchés accrue depuis les années 1980 (accroissement de l'épargne financière au Japon, déréglementation des marchés européens)

En zone euro → les flux entre pays membres ne peuvent plus être considérés comme internationaux

obligations étrangères : instrument traditionnel (émettre une obligation « à l'étranger », dans la monnaie locale, par ex. etp FR émet une obligation en USD aux USA). Cf. financement des chemins de fer américains et russes avant WW1.

Euro-obligation : obligation libellée en une monnaie différente de celle du pays où elle est émise (typiquement, obligation en USD émise en Europe, à Londres)

Dvt très intense depuis les années 80.

Eurodevises : dépôts en devises étrangères dans des banques (typiquement, des dollars US déposés dans des banques européenne... placement des pétrodollars dans les années 70).

→ peuvent être empruntés par les banques américaines (emprunt en eurodollars sont une ressource importante des banques américaines).

NB : Euro-obligation, Eurodevises ≠ obligations ou dépôts en euro !



## 4- Catégories d'intermédiaires financiers

On distingue 3 catégories

### 4.1- Institutions de dépôts

Appelées Institutions Financières Monétaires par la BCE, Établissements de Crédit par la BdF... plus communément « banques » collectent des fonds (dépôts à vue, comptes d'épargne, comptes à terme) et distribuent des crédits, acquièrent des obligations publiques...

La catégorie la plus importante, ayant le portefeuille d'actifs le plus diversifié

Plusieurs types (différences légales, selon les pays, qui s'estompent avec le temps) :

- banques commerciales
- banques mutualistes ou coopératives
- caisses d'épargne (*savings and loan associations* aux USA)
- Fonds collectifs de placement monétaire (type SICAV monétaires en France) sont classées comme institutions de dépôts par la BCE, mais pas par la Commission Européenne, et comme entreprises d'investissement aux USA (alors que les détenteurs peuvent parfois tirer des chèques sur les montants placés, comme pour les *money market mutual funds*, MMMF)

19000 IFM aux USA, 8000 banques commerciales, 9500 *credit unions* (coopératives de crédit), et 1500 *savings and loan associations* et *mutual savings banks*  
9000 dans la zone euro (dont 1600 fonds de marché monétaire).

On note : baisse du nombre de banques (concentrations, modification de l'activité et développement de filiales spécialisées dans la collecte d'épargne contractuelle)

### 4.2- Institutions d'épargne contractuelle

Fonds apportés sur la base d'un contrat à long terme.

**Compagnies d'assurance vie et fonds de pension** sont les plus importantes : primes encaissées et prestations versées sont facilement prévisibles => pas de souci de liquidité ( $\neq$  IFM), possibilité de placements à LT (actions, obligations, hypothèques)  
Développement du fait du vieillissement de la population et pb de financement des régimes de retraites obligatoires.

**Compagnies d'assurance vie** : assurent les particuliers contre les conséquences financières d'un décès, et garantissent le versement de pensions annuels à partir d'une date déterminée (retraite) aux adhérents ayant cotisé.

**Fonds de pension** : caisses de retraite par capitalisation liées à une entreprise particulière ou à un secteur. Très développés aux USA (système par répartition moins important qu'en Europe).

Europe : compagnies d'assurance vie = principales institutions d'épargne contractuelle

USA : actif des compagnies d'assurance vie  $\approx$  actif des fonds de pension

**Compagnies d'assurance dommages :** assurent contre accidents, incendies, vols, inondations... reçoivent des primes, et versent des indemnités en cas de sinistre. Leurs réserves sont relativement plus faibles et doivent être plus liquides (comparées aux autres institutions d'épargne contractuelle).

### 4.3- Entreprises d'investissement

#### **Sociétés financières :**

USA : *finance companies* lèvent des fonds grâce à l'émission de certificats de trésorerie (*commercial paper*), instruments de dette à CT et grâce à l'émission de titres à LT (actions, obligations) pour accorder des prêts aux ménages (crédit à la consommation, crédit automobile) et aux petites entreprises

France : sociétés de financement de vente à tempérament, sociétés de crédit à la consommation, souvent filiales de groupes industriels (constructeurs automobile) ou bancaires, se refinancent auprès de leur maison mère.

#### **Fonds collectifs d'investissement :**

USA : *mutual funds*, vendent des parts au public pour acheter des portefeuilles diversifiés de titres cotés ou prendre des participations dans des sociétés non cotées (*private investment*), indépendants et concurrents des banques et compagnies d'assurance.

Europe : *Undertakings for collective investment in transferable securities* (UCITS) par la Commission Européenne. SICAV et FCP (en France) souvent gérés par les banques ou compagnies d'assurance. Existents au UK, développement à peine amorcé en Europe continentale.

#### **Fonds de placement monétaire** (déjà évoqué... pbs de classification)

**prestataires de services d'investissement** (France) regroupent d'une part, les établissements de crédit qui ont été spécifiquement agréés pour exercer à la fois des activités bancaires et financières (maison de titres, agents de marchés interbancaires, sociétés de bourses...) et, d'autre part, les entreprises d'investissement qui sont des personnes morales ayant pour profession habituelle et principale la fourniture de services d'investissement (sociétés de gestion de portefeuille par exemple...)

voir Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI)

**Banques d'affaires (investment banks)** : pas réellement des intermédiaires, mais plutôt des prestataires de services pour l'émission de titres (conseil sur le type d'opération, organisation de l'émission, garantie de placement) et pour des opérations telles que fusions et acquisitions.

En France, plus de régulation spécifique, fonctions assurées par les grandes banques commerciales.