

# Thème 7

## LA GLOBALISATION FINANCIERE

# **Globalisation financière**

## **I. DEFINITION DE LA GLOBALISATION FINANCIERE**

- A. La désintermédiation**
- B. Le décloisonnement**
- C. La déréglementation**

## **II. ESSOR ET ORGANISATION DU MARCHE FINANCIER**

- A. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)**
- B. L'entreprise de marché, Euronext**
- C. Les intermédiaires négociateurs**

## **III. LE FONCTIONNEMENT DU MARCHE FINANCIER**

- A. La capitalisation boursière**
- B. Les indices boursiers**
- C. La segmentation du marché boursier**
- D. Les produits financiers**

## **IV. LE ROLE DU MARCHE FINANCIER**

- A. Financement de l'économie et allocation des ressources**
- B. Gestion de l'information**
- C. Les dysfonctionnements des marchés financiers**
- D. La crise des subprimes**

# I. DEFINITION DE LA GLOBALISATION FINANCIERE

La globalisation financière correspond aux 3 D (déréglementation, désintermédiation, décloisonnement).

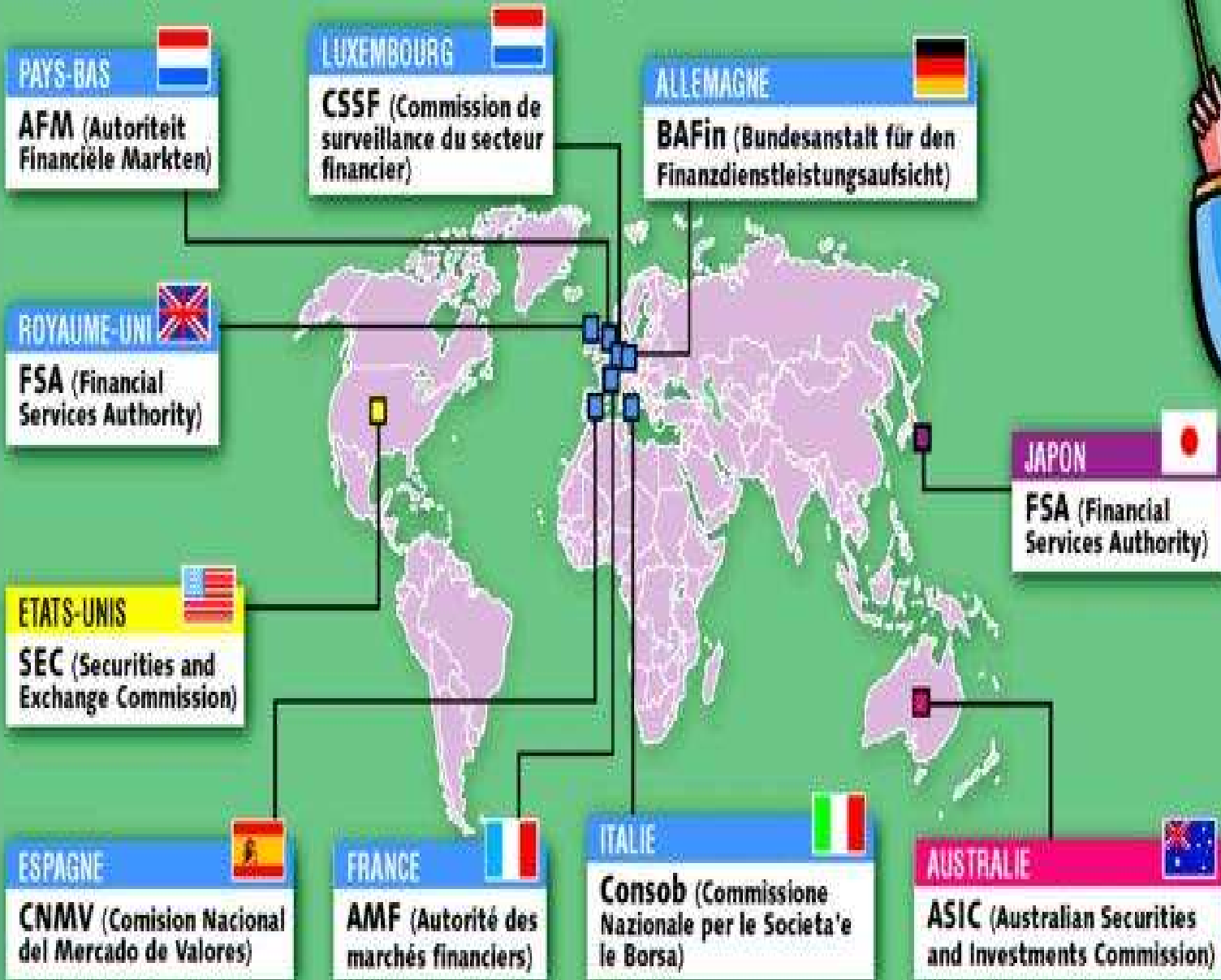
- *La déréglementation* consiste à abolir les réglementations entravant la liberté dans les opérations financières internationales. Elle s'est progressivement généralisée à l'ensemble des pays industrialisés. S'appuyant notamment sur l'ouverture du système financier japonais en 1983-1984, sur le démantèlement des systèmes nationaux de contrôle des changes (1985 en France), sur la création du marché unique des capitaux (1990) et une certaine harmonisation des fiscalités en Europe, la déréglementation s'inscrit dans le cadre de la vague de libéralisation des mouvements de capitaux qui s'est répandue dans l'ensemble des pays.
- *La désintermédiation* traduit le développement de la finance directe par rapport à la finance indirecte, c'est-à-dire le recours de plus en plus important, pour toute opération de placement ou d'emprunt, aux marchés financiers internationaux, sans passer par les intermédiaires financiers et bancaires.
- Enfin, le *décloisonnement* correspond non seulement à la suppression des frontières nationales entre les marchés mais aussi, à l'intérieur de ces marchés, à l'éclatement des compartiments existants : le marché monétaire (capitaux à court terme).

## II. ESSOR ET ORGANISATION DU MARCHE FINANCIER

### A. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

- L'AMF est un organisme public indépendant, doté de la personnalité morale et disposant d'une autonomie financière, qui a pour missions de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tout autre placement donnant lieu à appel public à l'épargne ; à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers.
- L'AMF réglemente et contrôle l'ensemble des opérations financières portant sur des sociétés cotées : introductions en bourse, augmentations de capital, offres publiques, fusions... et veille au bon déroulement des offres publiques boursières. Elle vérifie que les sociétés publient, en temps et en heure, une information complète et de qualité, délivrée de manière équitable à l'ensemble des acteurs.
- L'AMF autorise la création de SICAV et de FCP. Elle vérifie notamment l'information figurant dans le prospectus simplifié de chaque produit qui doit être remis au client avant d'investir.
- L'AMF définit les principes d'organisation et de fonctionnement des entreprises de marchés (Euronext Paris) et des systèmes de règlement-livraison (Euroclear France). Elle approuve les règles des chambres de compensation (Clearnet).
- L'AMF détermine les règles de bonne conduite et les obligations que doivent respecter les professionnels autorisés à fournir des services d'investissement ou des conseils en investissement.
- L'AMF contrôle les conseillers en investissements financiers et établit un rapport sur les agissements des agences de notation financière.

# Les principales instances mondiales de régulation des marchés financiers



## **B. L'entreprise de marché, Euronext**

- Le 20 mars 2000, les marchés financiers assistent à la fusion des bourses nationales de Paris (ParisBourse SA), Bruxelles (BXS) et Amsterdam (AEX) en vue de créer Euronext (automne 2000). La première bourse Paneuropéenne voit ainsi le jour le 22 septembre 2000. La Bourse de Paris représente 60% du nouvel ensemble, celle d'Amsterdam (32%) et celle de Bruxelles (8%).
- Le modèle de marché Euronext est entré en vigueur à Paris le 23 avril 2001. Euronext est ainsi l'entreprise de marché qui gère les marchés de la Bourse de Paris. Elle assure la gestion des systèmes informatiques de cotation ; l'enregistrement des négociations entre membres de la bourse, via une chambre de compensation qui garantit paiement et livraison des titres ; la gestion de l'adhésion des membres, de l'admission et de la radiation des valeurs ; la diffusion des informations boursières et des conditions d'exécution des négociations et la promotion du marché auprès des émetteurs ou des investisseurs. Pour assurer ses nombreuses missions, Euronext a le rôle d'une maison mère dirigeant un ensemble de filiales spécialisées dans les différents métiers boursiers.

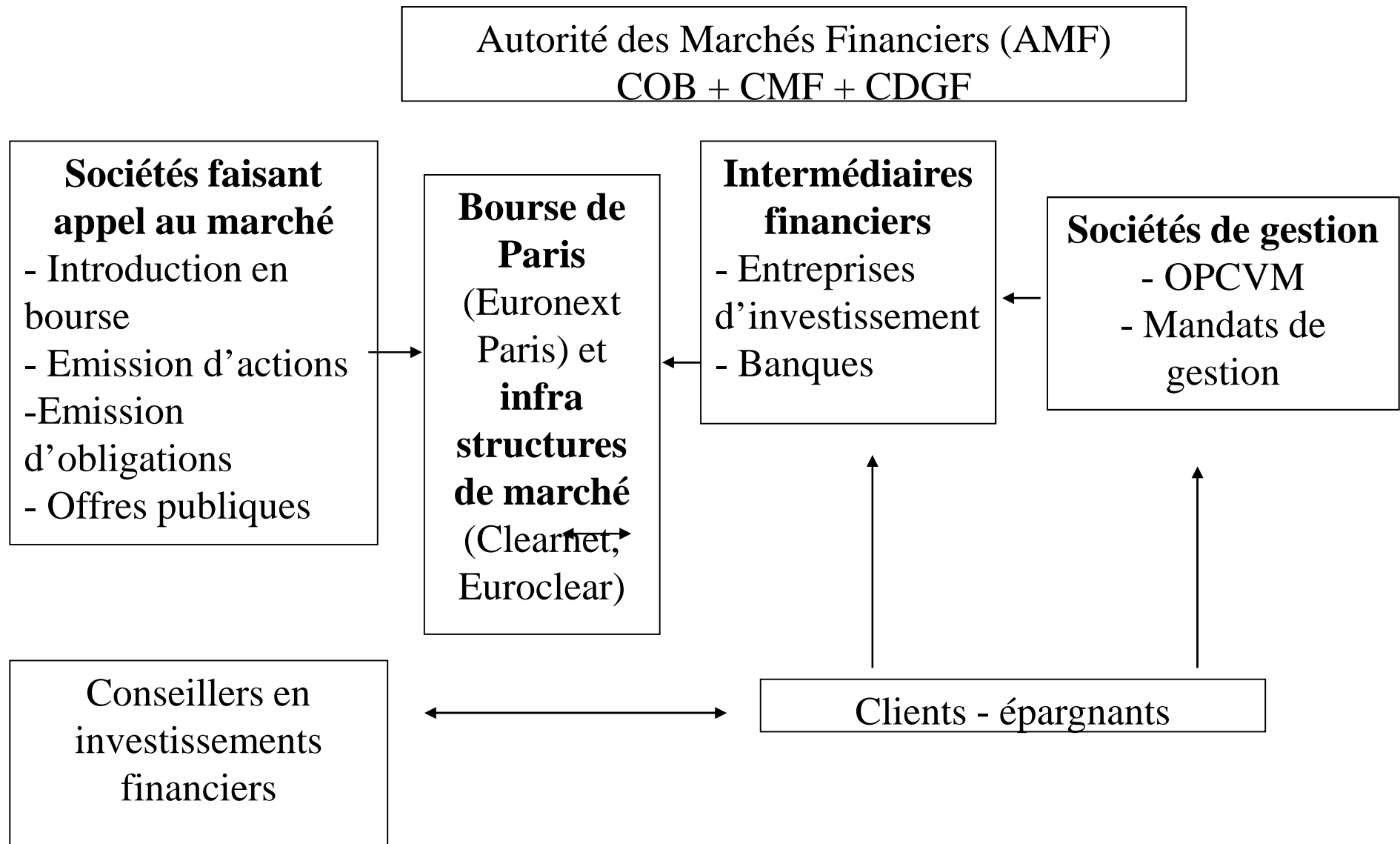
- *Eurolist* est un marché réglementé. Les sociétés y sont classées par ordre alphabétique avec un critère de capitalisation boursière. A pour les sociétés dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros, B pour les sociétés dont la capitalisation est comprise entre 1 milliard d'euros et 150 millions d'euros et C pour les sociétés dont la capitalisation est inférieure à 150 millions d'euros. Eurolist regroupe ainsi environ 700 sociétés cotées.
- *Alternext* est un marché non réglementé, c'est-à-dire un marché où les valeurs ne font pas l'objet d'une procédure d'admission et où les sociétés cotées (principalement des PME et des PMI) ne sont pas soumises à des obligations de diffusion d'informations.
- Le *marché libre* est un marché non réglementé mais organisé d'*Euronext*. Contrairement à *Eurolist*, les sociétés présentes sur le Marché libre (principalement des petites entreprises) n'ont aucune obligation d'information légale spécifique. Le Marché libre n'offre, par conséquent, pas le même niveau de liquidité, d'information et de sécurité qu'*Eurolist*.
- *Euronext.liffe* regroupe les marchés dérivés (marchés réglementés sur lesquels se modifient des contrats à terme et d'options, réservés à des spécialistes) d'Amsterdam, de Paris, de Londres, de Bruxelles et de Lisbonne. Euronext.liffe regroupe le MONEP (marché réglementé français de produits dérivés spécialisé dans les contrats à terme et les options sur actions ou sur indices, 1987) et le MATIF (marché réglementé français de produits dérivés spécialisé dans les contrats à terme et options sur les taux d'intérêt et les marchandises, 1986). Ces marchés sont dits dérivés de ceux des obligations et actions en ce sens qu'ils commercialisent des titres définis par rapport au risque.

## **C. Les intermédiaires négociateurs**

- En raison de la technicité des marchés de valeurs mobilières, des intermédiaires spécialisés sont chargés du bon déroulement des transactions. Depuis 1996, les métiers de la bourse sont ouverts à l'ensemble des prestataires de services d'investissement français et étrangers, soit les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, sous réserve d'avoir été agréé par l'AMF et le CECEI.



## Organisation du marché financier par l'AMF



### III. LE FONCTIONNEMENT DES MARCHES FINANCIERS

Le fonctionnement du marché financier est généralement associé à celui des marchés boursiers. Ces derniers sont de deux sortes.

- *Le marché primaire* où ont lieu les premières cotations en bourse (introductions). L'entreprise vend directement ses actions à des actionnaires. On pourrait assimiler le marché primaire à un marché des actions neuves.
- *Le marché secondaire* où les actionnaires se revendent les actions des sociétés. Le marché secondaire pourrait être assimilé à un marché d'actions d'occasion. Il assure la liquidité et la mobilité de l'épargne investie en valeurs mobilières. Son rôle est de fournir une évaluation permanente des titres cotés et d'effectuer des transactions.

**Un marché boursier est généralement caractérisé par sa capitalisation boursière, ses indices et ses produits financiers.**

## **A. La capitalisation boursière**

Un moyen de cerner l'activité de la bourse repose sur le calcul de la *capitalisation boursière*. Elle est égale au produit du cours d'un titre par le nombre de titres émis. *La capitalisation totale* est la valeur boursière de tous les titres inscrits à la cote d'une place financière. Il existe également une capitalisation boursière des actions, des obligations, des titres participatifs...

La capitalisation varie en fonction des fluctuations des cours boursiers et des opérations en capital. Les introductions en bourse, les privatisations, les augmentations de capital, l'inscription à la cote de nouveaux emprunts obligataires renforcent la capitalisation boursière.

*La capitalisation flottante* permet de caractériser la liquidité du marché d'une action. Elle correspond à la proportion de titres détenus par les actionnaires dont l'objectif n'est pas de contrôler l'entreprise mais de gérer un portefeuille d'actions de façon à obtenir la meilleure rentabilité. **Un flottant élevé garantit une bonne liquidité sur le marché secondaire.**

D'après le critère de la capitalisation boursière, il est possible de hiérarchiser les différentes places internationales et d'effectuer des comparaisons.

Ce calcul doit cependant tenir compte d'un fait nouveau. Euronext N.V et NYSE Group Inc se sont rapprochés pour donner naissance à *NYSE Euronext*, le 4 avril 2007. NYSE Euronext (NYSE/New York et Euronext/Paris: NYX) est ainsi le plus grand et le plus liquide groupe boursier au monde et offre la gamme de produits et de services financiers la plus diversifiée.

NYSE Euronext, qui rassemble 6 marchés au comptant dans 5 pays et 6 marchés dérivés, est numéro un mondial pour la cotation de valeurs, la négociation de produits au comptant, de produits dérivés d'actions et de taux, d'obligations et la diffusion de données de marché. Au 28 février 2007 (avant la crise des subprime), cette nouvelle entité réalisait une capitalisation boursière globale des sociétés cotées sur ses marchés de 28.500 milliards de dollars (21.500 milliards d'euros) et une valeur moyenne des échanges d'approximativement 118,8 milliards de dollars (89,9 milliards d'euros par jour).

## B. Les indices boursiers

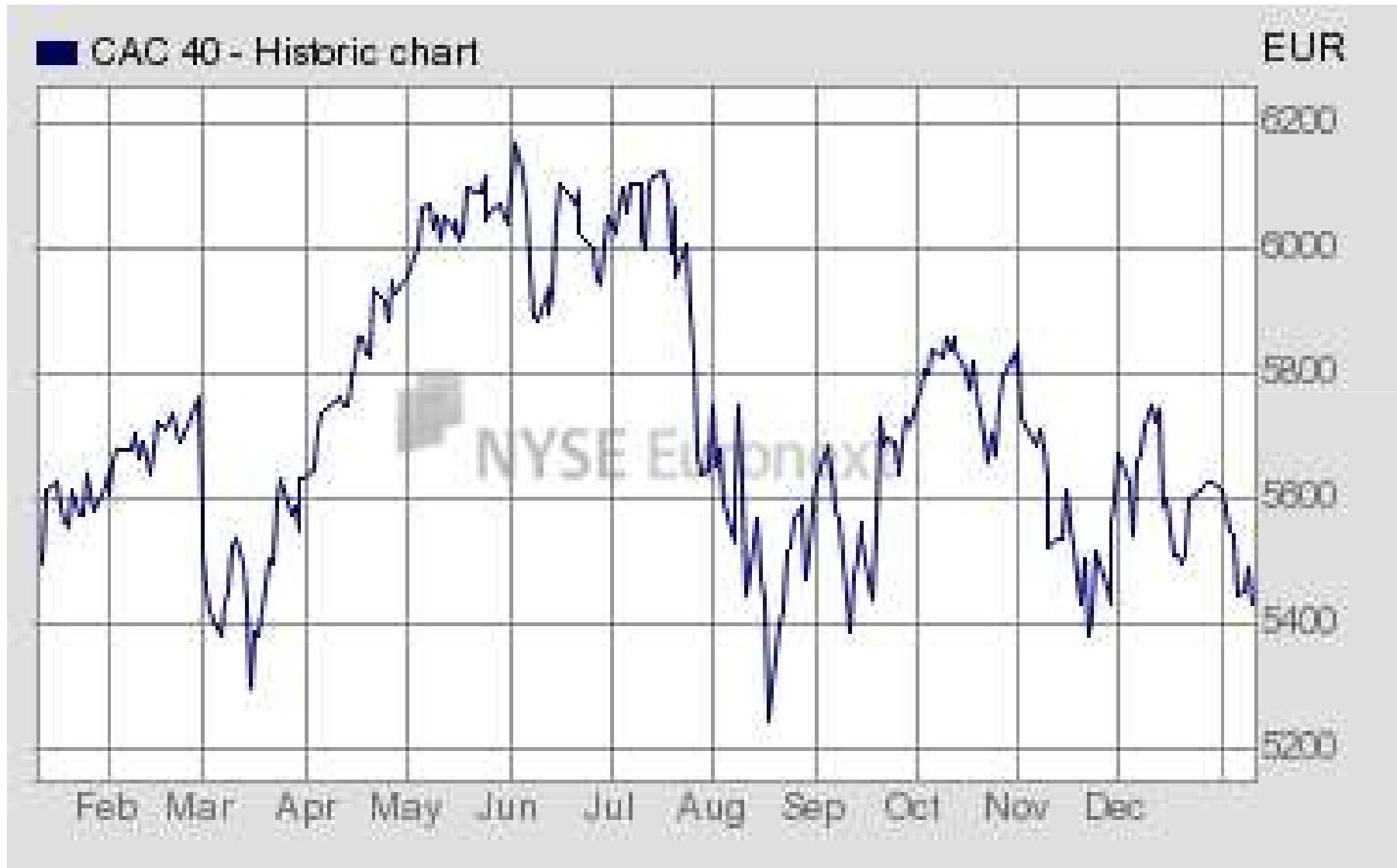
- Les indices boursiers permettent de mesurer l'évolution des marchés boursiers, de comparer les résultats des différentes places financières.
- Ils servent de référence pour mesurer les performances boursières des investisseurs et des gestionnaires de portefeuilles. Un indice boursier représente par un nombre unique la variation relative d'un ensemble de cours boursiers.
- Il se définit par l'échantillon des valeurs retenues, la pondération des valeurs le composant, la date de référence (ou période de base).
- La gestion des indices d'Euronext est confiée à *un* Conseil indépendant composé de personnalités reconnues pour leur expertise dans les domaines financiers et statistiques et de représentants des organes de tutelle des marchés financiers. Ce Conseil scientifique a pour mission de gérer les échantillons et d'en contrôler la fiabilité et la représentativité. Pour chaque indice, Euronext calcule plusieurs mesures ; *l'indice des prix* ou *indice nu* qui ne tient pas compte des dividendes versés, et deux indices de rentabilité.
- *La valeur de l'indice nu* se calcule de la manière suivante :

$$I = 1\ 000 \times \text{Somme des capitalisations quotidiennes des valeurs} / (K + \text{CB})$$

K est le coefficient de la base dû aux admissions, radiations, et opérations modifiant le capital, et CB représente la capitalisation de base au 31 décembre de l'année de référence.

- Euronext dispose d'une gamme complète d'indices boursiers qui sont adaptés à chaque segment de la bourse. Les indices CAC 40, SBF 120 et SBF 250 ont été conçus selon une logique d'emboîtements ( $SBF\ 250 > SBF\ 120 > CAC\ 40$ ). Les valeurs du CAC 40 doivent figurer parmi les 100 premières capitalisations boursières et avoir un capital flottant de l'ordre de 65%.
- Les trois indices CAC 40, SBF 80 et SBF 120 ; ainsi que les deux nouveaux indices technologiques (IT CAC et IT CAC 50) sont calculés en continu : chaque nouveau cours coté de l'une des valeurs de l'échantillon est diffusé toutes les 30 secondes.
- Quatre autres indices (SBF 250, MIDCAC, indices du second marché et du nouveau marché) sont calculés sur la base des cours d'ouverture et de clôture. Enfin une série de nouveaux indices ont été introduits durant l'année 2007.

# Evolution du CAC 40 (2007)



# EVOLUTION DU CAC 40 (2008)

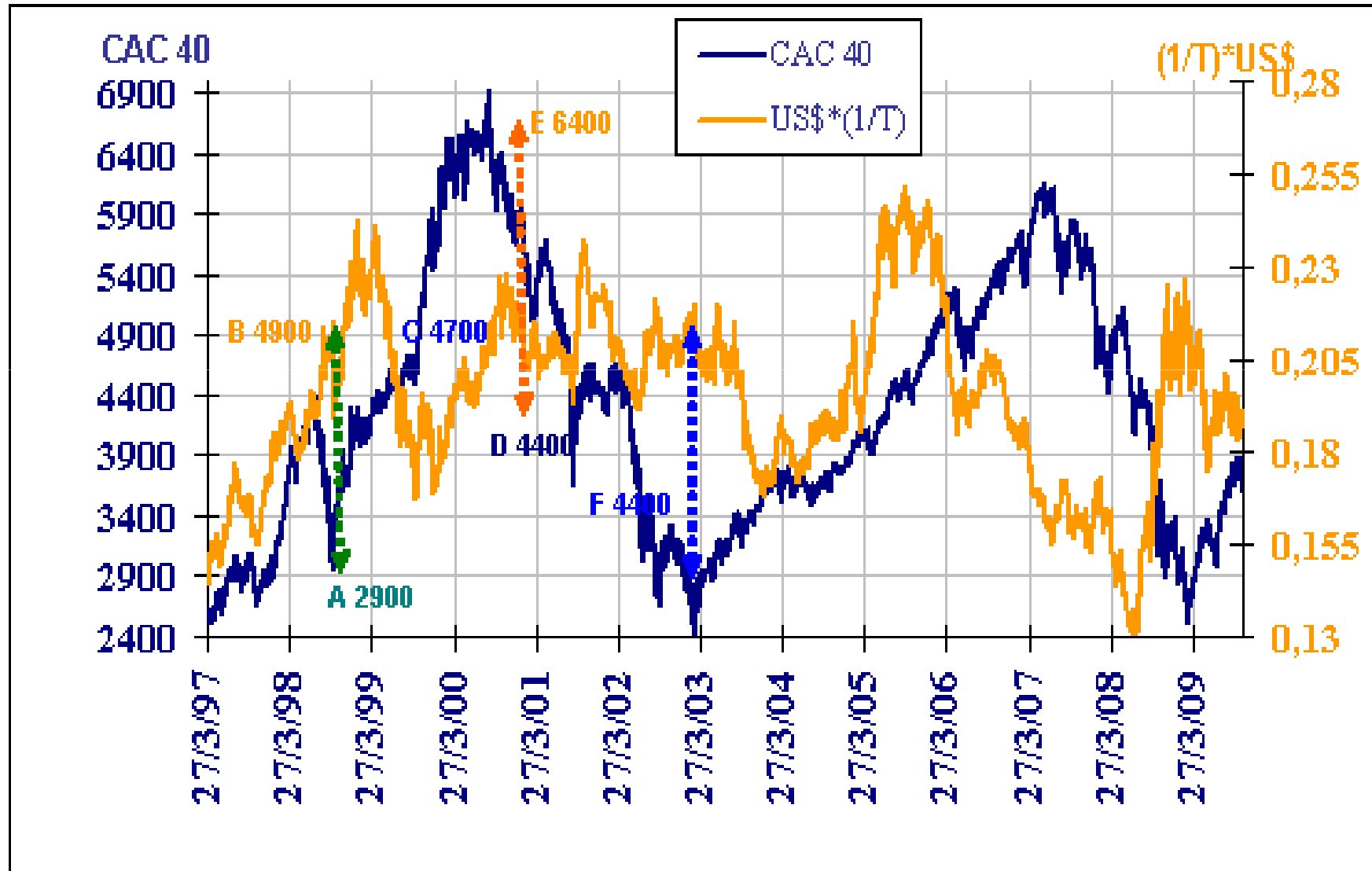
07/11/2008

Boursorama





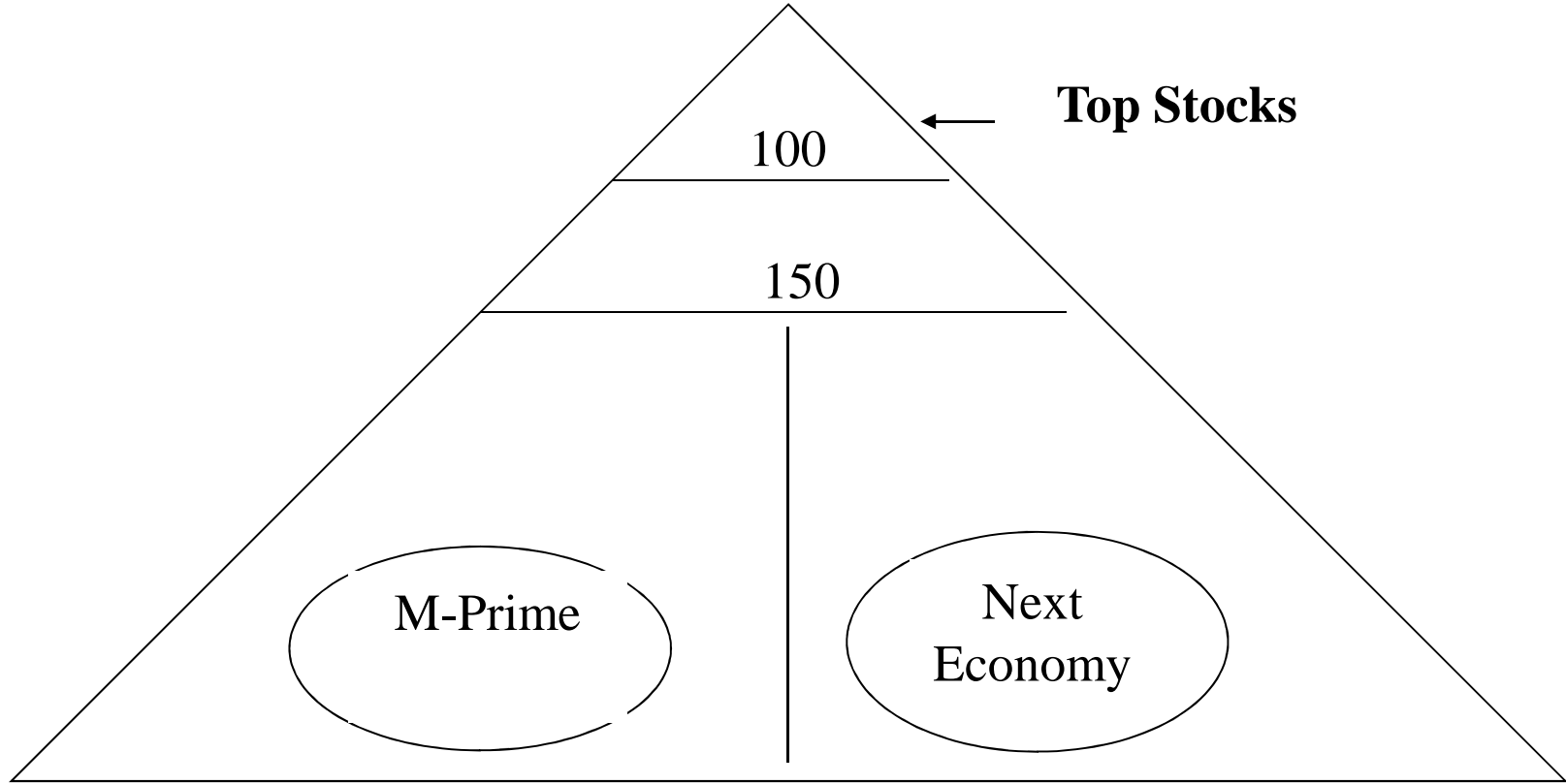
## Evolution du CAC 40 de 1997 à 2009



## C. La segmentation du marché boursier

Euronext a défini trois segments de marché :

- *Le segment des Blue Chips* qui regroupe les 250 plus fortes capitalisations. Il est reflété au travers de deux indices : Euronext 100 et Euronext 150. *Euronext 100* se compose d'un échantillon comprenant les actions des 100 plus grandes sociétés cotées sur Euronext et sélectionnées selon des critères de capitalisation boursière et de liquidité. Les valeurs françaises représentent 65% de l'indice. *Euronext 150* se compose quant à lui des actions des 150 plus grandes sociétés.
- - *Le segment des valeurs « Next Economy »* recense les valeurs technologiques (indice Next Economy). On y retrouve les entreprises exerçant des activités liées à l'informatique, les semi-conducteurs, l'internet, les logiciels, les télécommunications, le commerce électronique... Ces sociétés doivent remplir des conditions d'admission standardisées et harmonisées : publication de rapports trimestriels, de rapports en anglais, d'un calendrier de communication financière, mis en place de normes internationales de comptabilité (IAS)...
- - *Le segment « Prime Market » ou « P Prime »* conçu pour mettre en valeur les sociétés appartenant aux secteurs d'activité traditionnels et dont la capitalisation est faible ou moyenne.



## D. Les produits financiers

Trois types de produits (les actions, les obligations et les titres mixtes)

- **Les obligations** sont des titres de créance émis par les entreprises publiques ou privées, l'Etat ou les établissements de crédits. Pour les souscripteurs, il s'agit de créances sur les émetteurs, donnant droit à une rémunération en principe fixe, déterminée par le taux d'intérêt en vigueur au moment de l'emprunt. Sur le marché obligataire de la place de Paris, l'Etat est généralement le principal émetteur d'obligations.

On distingue généralement :

- \* les obligations à taux variable (le taux et le coupon annuel varient en fonction du taux pris comme référence)
- \* les obligations indexées (sur les prix)
- \* les obligations convertibles en actions (si le cours est supérieur au remboursement de l'obligation, le souscripteur peut exercer un droit d'option et devenir actionnaire)
- \* Les obligations à bons de souscription (OBSO), donnant droit à souscrire à de nouvelles obligations à un prix préalablement fixé.

- **Les actions** sont des titres de propriété qui correspondent à une part du capital social d'une société. Les actions sont émises lors de la constitution des sociétés ou de l'augmentation de capital. Elles sont la contrepartie d'un apport de fonds propres, et donnent droit aux actionnaires : (i) de participer à la gestion de la société (présence au conseil d'administration où ils ont droit de vote au prorata de leur apport); (ii) de percevoir des dividendes lors de la réalisation de bénéfices par la société.

On distingue *les actions à bons de souscription d'actions* (ASBA) émises à un prix supérieur à leur cote (permettant d'acheter ultérieurement d'autres titres de la même société) ; *les actions à dividende prioritaire sans droit de vote* (ADPSDV) ; les *dividendes titres ou actions accumulantes* dont les dividendes sont payés en actions et non en monnaie (cette procédure permet aux sociétés d'augmenter leurs capitaux propres sans puiser dans leur capacité d'autofinancement).

- **Les titres mixtes** comprennent les certificats d'investissement et les titres participatifs. Les CI sont divisés en un certificat de droit de vote et un certificat d'investissement négociable (droit aux bénéfices et aux réserves, droit à l'information). Lorsque les deux certificats sont entre les mains du même titulaire, l'action est reconstituée de plein droit. sont considérés comme des fonds propres. Les TP ne confèrent ni droit de vote, ni droit de regard dans la gestion de l'entreprise. Ils assurent cependant une rémunération comportant une partie fixe et une partie variable.

- **Les OPCVM (organisme de placement collectif en valeurs mobilières)** sont des produits d'épargne qui présentent deux caractéristiques principales ils permettent de détenir une partie d'un portefeuille de valeurs mobilières (actions, obligations...) commun à plusieurs investisseurs, la gestion de ce portefeuille collectif est confiée à un professionnel. Ils sont à capital variable.

On distingue généralement trois catégories d'OPCVM: (i) les OPCVM « actions » internationales et pays zone euro (marché financier) ; (ii) les OPCVM « obligations » internationales et pays zone euro (marché financier) et (iii) les OPCVM « monétaires » internationales et européennes (marché monétaire : SICAV et FCP).

- Depuis 1989, **des Fonds Commun de Créances (FCC)** peuvent également être créés. Sans personnalité morale et en copropriété, ces fonds ont pour objet d'acquérir des créances (crédits immobiliers, crédits consommation...) et d'émettre simultanément des parts représentatives de celles-ci (ce sont des valeurs mobilières cotées ou non). Grâce à ces opérations, les établissements de crédit peuvent convertir une partie de leurs créances (crédits bancaires) en titres. On parle alors de titrisation.

## IV. LE ROLE DU MARCHE FINANCIER

### A. Financement de l'économie et allocation des ressources

*Le marché financier* met en relation les agents à déficit de financement (les entreprises, les collectivités locales, l'Etat) et les agents à capacité de financement (principalement les ménages). Le financement par le marché primaire devient *direct* lorsque les émissions de titres sont réalisés par les agents économiques à déficit de financement (investisseur) et souscrites par les agents qui épargnent (épargnant). Grâce au marché financier, l'investisseur n'a pas à rechercher l'épargnant (et inversement), il existe bien une dissociation des décisions d'investissement et d'épargne. Le marché financier permet également aux intermédiaires financiers de lever des capitaux, de se procurer des ressources, principalement sous forme d'émissions d'obligations qu'elles prêtent aux entreprises.

La fonction de financement du marché financier sera généralement appréciée par la comparaison entre les ressources collectées sur ce marché (émissions d'actions d'obligations et autres valeurs mobilières) et un indicateur économique (généralement le PIB ou la FBCF). Le ratio émissions de valeurs mobilières sur le PIB permet de comparer les ressources collectées sur le marché financier et la production.

## B. Gestion de l'information

Les différentes économies étant caractérisées par un certain degré d'incertitude, le marché financier constitue le lieu privilégié où les agents viennent estimer « *l'état de confiance* » et la rentabilité estimée des capitaux. En d'autres termes, les agents estiment la rentabilité de projets futurs en tenant compte de la *psychologie du marché*. Cet état de confiance est évalué en Bourse. Le prix d'un titre évolue en fonction des offres et des demandes, c'est à dire des positions que prennent les agents en termes d'estimation des revenus futurs et de leur préférence pour la liquidité. Si le prix d'un titre augmente, c'est parce qu'une majorité d'agents se portent acheteurs, pensant que la situation de l'entreprise ou la conjoncture économique vont s'améliorer dans l'avenir. Le prix d'un titre en Bourse mesure l'évaluation, par le marché, du capital d'une entreprise cotée. *Dans un monde incertain, le marché financier permet donc de déterminer le prix du capital d'une entreprise, ce dernier conditionnant largement le volume d'investissements et donc le niveau d'activité dans l'économie.*

De manière concrète, *le marché secondaire* remplit la fonction fondamentale d'évaluer quotidiennement les titres, compte tenu de toute l'information disponible. On dit que le marché *assure la découverte du prix*. La valeur du marché, c'est à dire le prix des titres sur le marché secondaire est une valeur de référence qui indique les conditions auxquelles peuvent émis les nouveaux titres sur *le marché primaire*.



## C. Les dysfonctionnements des marchés financiers

Si les marchés fonctionnaient de manière convenable, le prix d'un actif devrait toujours refléter son niveau normal (la finance parle de prix fondamental), c'est à dire la somme actualisée des revenus futurs qu'il procure. Dans la réalité, des anomalies apparaissent suite à des problèmes d'information ou d'irrationalité des agents.

- ***Les problèmes d'information*** interviennent lorsque les acteurs présents sur le marché ne disposent pas de la même information (l'asymétrie d'information est étudiée par la théorie de l'agence) ou d'une mauvaise information. Ceux qui bénéficient d'un avantage en la détention d'informations que d'autres n'ont pas (les spéculateurs, les initiés connaissant à l'avance les entreprises et leurs stratégies, les dirigeants d'entreprises) peuvent manipuler les marchés à leur profit (exemple des affaires Enron, MobilCom, Vivendi...).
- ***Les problèmes d'irrationalité*** d'agents surgissent lorsque les agents économiques se trompent sur les évolutions futures ou sur les mécanismes économiques les expliquant (exemple des erreurs d'anticipations liées à une sur-évaluation ou une sous-évaluation des résultats d'une entreprise). Dans tous les cas de figure, les prix des actifs vont diverger par rapport à leurs prix fondamentaux. De tels mouvements conduisent à des corrections brutales de cours. Ainsi paradoxal que cela soit, plus les marchés financiers auront une bonne connaissance du monde économique (c'est à dire des informations fiables et pertinentes sur la situation économique et financière des agents qui interviennent sur les marchés), plus les corrections risquent d'être brutales.

## D. La crise des subprime

Cette crise a pour origine des prêts accordés aux ménages américains présentant de trop faibles garanties pour accéder aux emprunts normaux dits *prime*. En 2006, ce type de crédits représentait près de 45% des nouveaux prêts hypothécaires.

Dans ce système, tout le monde y trouvait son compte. Les ménages les moins solvables étaient séduits par une politique bancaire qui leur permettait d'accéder à la propriété (cette politique tablait sur des remboursements faibles durant les premières années, puis un alourdissement progressif de la charge de la dette). Les conseillers financiers et immobiliers empochaient des commissions importantes. Les établissements bancaires sortaient ces créances « douteuses » de leur actif pour les convertir en titres vendus sur les marchés financiers (*titrisation*). Des investisseurs achetaient ces titres qui offraient des rémunérations élevées.

Toutefois, la machine commença à se gripper au 4<sup>ème</sup> trimestre 2006. Un nombre croissant de ménages ne pouvant faire face à leurs échéances, les taux de défaut sur les prêts dits *subprime* augmentèrent dans des proportions importantes. Certains ménages furent ainsi amenés à revendre leur bien immobilier sur le marché désormais en pleine déprime. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2007, ce fût le tour des établissements spécialisés qui s'étaient trop engagés sur ces produits. Près d'une vingtaine d'établissements durent fermer leurs portes.

## CRISE DES SUBPRIMES

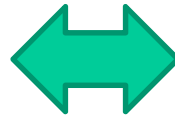
### **Bulle immobilière (30 000 milliards de \$ ?)**

Taux de croissance de  
l'immobilier (2007)

- + 211% au Royaume Uni
- + 189% en Espagne
- + 171% aux USA
- + 139% en France

Bien immobilier n'est pas un bien ordinaire, il est recherché pour son utilité intrinsèque et pour son rendement d'actif.

Hausse des prix de l'immobilier de 1996 à 2007. En 2005, près de 28% des acheteurs américains étaient des spéculateurs.



### **Bulle du crédit**

Les acteurs financiers ont participé à l'euphorie financière. La croissance des crédits immobiliers a été considérable entre 2000 et 2006, on est passé de 4800 à 9800 milliards de \$ (le taux d'épargne des ménages est devenu négatif, - 1.25% en 2005)

Le montant des prêts hypothécaires, dits subprime, a été multiplié par 7 de 2001 à 2007, soit 1170 milliards de \$ (12% de l'encours des crédits immobiliers).

Spread (écart entre taux des crédits subprime à 30 ans et obligations d'Etat à 30 ans a baissé de 225 à 175 pts de 2001 à 2005).

Innovations et techniques financières (titrisation, effet levier)

# BILAN D'UNE BANQUE

**Actif**

**Passif**

*Actif Stable*

Crédit aux entreprises  
propres  
Crédit immobilier  
Crédit à la consommation

*Passif Stable*

Capitaux

*Actif Circulant*

Titres de créances

*Passif circulant*

Titrisation

# BILAN D'UNE ENTREPRISE

**Actif**

**Passif**

*Actif Stable*

Immobilisations

*Passif Stable*

Capitaux propres

*Actif Circulant*

Stocks  
Créances clients

*Passif circulant*

Dettes

Effet  
Levier



# La crise financière de l'été 2007 : le mécanisme de contagion



Principales étapes



Facteurs amplificateurs

**1** **Poussée de défaillances et de saisies chez les emprunteurs immobiliers peu solvables (« subprime ») aux Etats-Unis.**  
8 février. HSBC annonce de lourdes provisions dans sa filiale américaine.  
2 avril. Le deuxième plus gros prêteur à cette clientèle, New Century Financial, dépose le bilan.

**2** **Désaffection pour les titres obligataires garantis par des crédits immobiliers à risque et fin du boom de l'activité de « titrisation ».**

**4** **Crise de confiance sur la qualité et la valorisation des actifs.**  
3 mai. UBS décide de fermer son « hedge fund » (fonds d'arbitrage ou spéculatif), qui accuse des pertes sur des titres adossés à des créances « subprime ».  
Juin. Bear Stearns doit renflouer l'un de ses « hedge funds », qui a un gros portefeuille de titres garantis indirectement par des créances « subprime » (« CDO »).

**3** **Brusque montée de l'aversion au risque sur tous les marchés du crédit, par contagion.**

**5** **Anticipations de pertes et de cessions forcées de portefeuille.**  
10 juillet. Les agences de notation financière dégradent une série de titres adossés à des créances. Les opérateurs s'inquiètent de possibles faillites de « hedge funds ».

L'innovation financière diffuse des produits complexes et opaques, souvent vendus de gré à gré à des investisseurs pas toujours assez avertis.

L'effet de levier (le recours à la dette, aux dérivés...) joue au maximum chez une multitude d'acteurs extérieurs au secteur bancaire. En cas de pertes, ils doivent céder des actifs pour se désendetter.





