

PLACES ET MARCHES FINANCIERS

Bourses et places financières mondiales

Places et marchés financiers américains
Places et marchés financiers européens
Marchés émergents
Les plateformes électroniques

1) **LES PLACES ET MARCHES FINANCIERS AMERICAINS**

La place financière américaine est de loin la plus importante au monde. Les principales bourses du pays sont aussi les principales bourses mondiales. Les grandes innovations du dernier demi-siècle y ont été initiées (les marchés de contrats).

i) **Le New York Stock Exchange (NYSE)**

C'est la bourse phare de *Wall Street*, créée en 1792 dans cette rue de New York. Avec environ 2.300 sociétés cotées pour une capitalisation de 15.400 G\$, soit 30% de la capitalisation mondiale en actions et près de 22.000 G\$ de transactions annuelles (fin 2006), c'est la première bourse mondiale. La plupart des grandes sociétés mondiales y sont cotées, dont 450 non américaines grâce au dispositif des ADR (*American Depositary Receipts*), sortes de bons déposés en banque et qui leur permettent d'être cotées sans que la société émettrice ait à se faire inscrire en bourse aux Etats-Unis.

Le NYSE est un marché par les ordres hybride (avec des teneurs de marché) où la confrontation des offres et demandes se fait parfois encore à la criée. Les ordres sont transmis sur le parquet par les *brokers* (courtiers) agissant au nom de leurs clients. Les *specialists* exécutent les ordres mais veillent aussi à la régulation du prix et à la liquidité du titre en se portant acquéreurs ou vendeurs de ce titre selon la nécessité (ils agissent comme teneurs de marché). Dans la période récente la cotation électronique est devenue dominante et les 7 derniers *specialists* ont vu leur part de marché décliner.

Jusqu'en 2005 le NYSE ne traitait que les valeurs mobilières au Etats-Unis. Après sa démutualisation et sa transformation en société commerciale, il s'est engagé dans une politique de croissance externe marquée notamment par l'absorption de la plateforme électronique de négociation Archipelago en 2005, d'Euronext en 2006 et des intentions manifestées vers des bourses de produits dérivés. En peu de temps le NYSE est devenu une bourse multinationale et diversifiée à tous les instruments financiers.

L'indice qui mesure le niveau des cours est le Dow Jones, en fait une famille d'indices issus de celui créé à la fin du 19^{ème} siècle par Charles Dow [cf. plus loin les indices].

ii) Le NASDAQ

Le *National Association of Securities Dealers Automated Cotations* est de création récente (1971). Il a connu un succès exceptionnel à la fin des années 1990 où il a bénéficié de la bulle Internet. Il a alors réalisé des performances du même ordre de grandeur que le NYSE (et l'a même parfois dépassé) en matière de volume de transactions et de capitalisation. Il est revenu aujourd'hui à 8-9% du nombre de sociétés cotées et de la capitalisation dans le monde.

Il comporte deux segments : le NASDAQ *National Market* et le NASDAQ *Small Cap Market* pour les sociétés nouvellement créées. Le NASDAQ inscrit une part importante de valeurs dites technologiques.

Le NASDAQ est un marché par les prix : les 450 *market makers* entrent en concurrence pour proposer des prix d'achat et de vente aux investisseurs et former les prix [cf. microstructure des marchés par les prix].

Le NASDAQ cherche à s'internationaliser. L'EASDAQ, créé en 1997, été remplacé en 2000 par le NASDAQ *Europe* et un NASDAQ *Japan* et un coréen ont été créés. Mais c'est plus la fusion ou l'association avec une grande bourse européenne qui est réalisée en 2007 avec la prise de contrôle de la bourse scandinave OMX.

Le principal indice qui mesure le niveau des cours est le NASDAQ *Composite*.

iii) Les deux grandes bourses de dérivés : CME et CBoT

Aux E-U. les grands marchés de valeurs mobilières et ceux de produits dérivés sont distincts. Le négoce de contrats à terme et d'options y est né, créé par des bourses de marchandises à Chicago – CME (*Chicago Mercantile Exchange*) et CBoT (*Chicago Board of Trade*) dans un premier temps pour offrir des solutions de couverture de risques aux opérateurs sur les marchés de produits de base agricoles. Cette activité de dérivés (options et *futures*) sur produits de base agricoles et miniers est aujourd'hui exercée par les bourses de marchandises de New York – principalement le NYMEX (New York Metal Exchange) – et de Londres – le LME (London Metal Exchange).

A partir des années 70 le CME et le CBoT (qui a créé pour cela le CBoE, Chicago Board of Exchange) ont proposé des options et contrats à terme sur des actifs financiers, des indices et des taux et ont pris des positions mondiales dominantes concurremment aux bourses européennes (Eurex de Francfort) et LIFFE d'Euronext. Le CME occupait en 2005 [source WFE] la première place mondiale pour les dérivés de change et de taux d'intérêts courts terme (*futures* et options) et les contrats sur indices. Le CBoE occupait la première pour les options sur actions et les options sur taux longs, la seconde place sur les options sur indices et les *futures* de taux longs. la troisième sur les dérivés de taux courts.

Le CME et le CBoT ont fusionné pour former CME Group, première bourse de dérivés au monde.

iv) Les autres principales bourses américaines

Derrière le NYSE et le NASDAQ six autres bourses se partagent la plus grande part des transactions :

- L'AMEX (*American Stock Exchange*) également installée à Wall Street.
- Cinq bourses régionales : Boston S.E., Cincinnati S.E., Midwest S.E., Pacific S.E. et Philadelphia S.E. Elles cotent des valeurs inscrites au NYSE et dans une moindre mesure à l'AMEX.

2) LES PLACES ET MARCHES FINANCIERS EUROPEENS

La plupart des pays européens ont une ou plusieurs bourses de valeurs. L'ensemble est en recomposition par fusions ou associations. Deux doivent être évoquées avant Euronext qui fera l'objet d'un traitement ultérieur.

i) Le London Stock Exchange (LSE)

La bourse de Londres est la quatrième au monde après le NYSE, le NASDAQ et Tokyo, et la première européenne. Son rôle est historique dans la création de produits financiers sophistiqués et par la qualité des intermédiaires qui interviennent. Le marché est conduit par les prix et est très adapté aux grandes transactions et aux titres (actions principalement) très activement traités par gros paquets, ainsi qu'aux petites capitalisations, par nature moins liquides.

Le LSE ne dispose pas de compartiment négociation des produits dérivés, à l'inverse de ses principaux concurrents européens. Le projet de fusion entre le LSE et le LIFFE (London International Financial Future Exchange, marché de produits dérivés de Londres) a échoué au début des années 2000. Le LIFFE a préféré l'intégration à Euronext.

Le LSE est un marché par les prix contrôlé par une multitude de *market makers* dont beaucoup travaillent seuls et pour leur propre compte sur un nombre limité de titres. Ils avaient une part prépondérante dans le capital du LES avant sa démutualisation récente qui rend désormais plus facile son évolution. Le LSE a fait échec en 2000-2001 au projet de fusion avec la *Deutsche Börse* ainsi qu'à la tentative d'OPA lancée par la bourse électronique suédoise OM Gruppen. La nouvelle tentative d'OPA lancée fin 2004 par *Deutsche Börse* a échoué ainsi qu'un éventuel rapprochement avec Euronext.

Depuis 2007 le LES s'est aussi lancé dans des opérations de croissance externe (Bourse de Milan) et d'accords internationaux (Tokyo)

Les Indices FTSE (dont le célèbre Footsie) du Financial Times indiquent l'évolution des cours.

ii) La Deutsche Börse

Le dispositif boursier allemand comporte (fédéralisme oblige) huit bourses : Berlin, Brême, Düsseldorf, Francfort, Hambourg, Hanovre, Munich et Stuttgart. Francfort est de loin la plus importante : la *Deutsche Börse* est la troisième bourse européenne après Londres et Euronext. Les faiblesses liées à cette dispersion (liquidité insuffisante, moindre transparence, coûts d'intermédiation) sont en partie compensées par la mise en place d'un système électronique centralisé de négociation (IBIS, *Inter Banken Informationen System*).

Deutsche Börse est une entreprise intégrée verticalement et comprenant tous les compartiments – actions, obligations, dérivés – ainsi que les activités de back office. Le groupe *Deutsche Börse* offre l'ensemble des services d'actions et de commerce de produits dérivés à travers :

- La plate-forme électronique de négociation Xetra pour les opérations au comptant électronique du monde. Elle associe la bourse allemande à celles de Vienne et de Dublin.
- Eurex, marché spécialisé pour les options et contrats à terme, constitué en commun avec la bourse suisse. Eurex est associé au Chicago Board of Trade.
- La société de clearing et de règlement-livraison Clearstream, fruit de la fusion de celle de Francfort et de la Cedel luxembourgeoise.

L'évolution des cours est donnée par un ensemble d'indices DAX.

iii) Autre places européennes

En dehors de Londres, Francfort et des bourses réunies dans Euronext (Paris, Bruxelles, Amsterdam, Lisbonne et le LIFFE traitées plus loin), l'Europe comprend encore quelques places significatives comme Zurich, Milan, Stockholm et Madrid par exemple. Ces bourses proposent tous les compartiments : valeurs mobilières et contrats. Elles coexistent parfois avec des bourses régionales historiquement installées dans de grandes villes industrielles.

3) LES AUTRES PLACES ET MARCHES FINANCIERS

i) La place financière de Tokyo

La place de Tokyo a été créée en 1878. Elle est la seconde au monde après les Etats-Unis. L'institution la plus importante est la Bourse de Tokyo (le *Tokyo Stock Exchange*, TSE, réalise plus de 80% de la capitalisation) loin devant celles d'Osaka, de Nagoya, de Fukuada et de Kyoto. La bourse de Tokyo est la troisième bourse de valeurs au monde, après le NYSE et le NASDAQ. Les dirigeants de cette bourse cru qu'elle devenait la première bourse mondiale, devant le NYSE, à la fin des années 90. Mais la crise financière qu'a connue le Japon a réduit les prétentions. Les institutions de la place de Tokyo éprouvent des difficultés à évoluer. Peut être la concurrence du NASDAQ *Japan* provoquera-t-elle le mouvement d'innovation et de déréglementation que connaissent les autres places...

C'est un marché par les ordres qui appartient à ses membres (intermédiaires et grands opérateurs accédant à la cotation). Le ramassage des ordres et la fixation des cours sont réalisés grâce à une plate-forme électronique de négociation. Le TSE est associé à deux sociétés assurant le back office : *Japan Securities Clearing Corporation* et *Tosho System Service Company*.

Les indices représentant l'évolution des cours sont les Nikkei.

ii) Les marchés émergents

Le nombre de marchés boursiers augmente tous les ans. Les nouvelles places sont beaucoup plus petites que celles qui viennent d'être évoquées. Certaines commencent à occuper une part intéressante.

- ✓ En Chine le *Hong Kong Exchanges and Clearing* réunit une capitalisation voisine de celle de l'Espagne et de la Suède. Le Singapore Exchange le suit. En fait ces deux places, auxquelles on peut ajouter le *Taiwan Exchange* se sont surtout développées pour les transactions sur les produits dérivés.
- ✓ De création également récente l'*Australian Stock Exchange* de Sidney (ASX) a dépassé Hong Kong, l'Espagne et la Suède en capitalisation. L'entreprise de marché elle-même fait l'objet d'une cotation sur son propre marché.
- ✓ La liste est longue des *bourses récemment créées* : *Johannesbourg, Sao Paulo par exemple*. Le *Financial Times* fournit chaque jour les indices d'évolution de la cote pour une soixantaine de pays comportant au moins une bourse...

4) LES MARCHES ELECTRONIQUES (ECNS)

On désigne parfois sous cette appellation des systèmes électroniques de négociation (*Electronic Communication Networks* ou *ECNs*) qui se sont développés rapidement aux Etats-Unis dans les années 1990¹. Un ECN est un *alternativ Trading System* (ATS).

Ce sont des plateformes de négociation électronique qui gèrent des carnets d'ordres d'achat et de vente et les exécutent si les contreparties sont trouvées sur la plateforme. Certains s'identifient donc à des marchés par les ordres en continu. Parmi les participants (*suscribers*) à un ECN se trouvent des *market makers* qui assurent l'exécution des ordres.

En fait ces ECN sont enregistrés par la SEC (*Security Exchange Commission* qui veille à la régularité des opérations sur les bourses de valeurs aux Etats-Unis et régule les marchés) comme des *brokers-dealers*, des courtiers négociateurs qui se posent en contrepartie temporaire entre les vendeurs et d'achat. Dès lors qu'un ECN se conforme aux obligations de son *Order Display Rules* du NASDAQ,

¹ On lira avec intérêt sur ce point l'étude de la COB de septembre 1999, parue dans son bulletin n°340 de novembre 1999. Accessible sur le site www.cob.fr.

la SEC autorise les teneurs de marché de ce même NASDAQ à avoir recours à ses services.

La conséquence est que les ECNs sont devenus des opérateurs tampons entre les donneurs d'ordre et la bourse particulièrement sur les marchés par les prix (le NASDAQ et le LSE). Leur double statut de courtier et de teneur de marché les conduit souvent à arbitrer au mieux de leur intérêt entre l'exécution de l'ordre sur la plate-forme ECN et sa transmission sur le NASDAQ.

- La première conséquence est de distraire une part des transactions du NASDAQ et d'agir contre les intérêts de ce dernier alors qu'ils prennent appui sur lui. Les ECN sont en position favorable par rapport aux teneurs classiques sur le marché principal.
- La seconde conséquence est une augmentation des marges, établies sur le *spread* entre deux prix proposés aux acheteurs et aux vendeurs.

En 1999 les ECN réalisaient 30% des transactions sur le NASDAQ. Ce faisant, même s'ils en perturbent le fonctionnement, les ECN ne sont pas en concurrence avec le NASDAQ lui-même (ou le LSE). Ils en sont membres. Ils ont capté une partie du marché aux teneurs de marché en substituant à ceux-ci un système de carnets d'ordre. Des règles ont été établies par les bourses concernées pour obliger les ECN à déclarer tous les ordres du carnet qui n'avaient pas été compensés. Les ECN devraient sur cette base au contraire augmenter l'efficacité des marchés par les prix, comme le demandent les gérants des investisseurs institutionnels.

La réforme des services financiers de l'Union européenne avec la directive MIF (Marchés d'Instruments Financiers) a pour vocation d'étendre la place des ECN dans les transactions à partir de 2006.