

CHAPITRE

1

L'évolution des marchés financiers en 2006

1 > Le contexte macroéconomique	26
2 > Les marchés d'actions	31
3 > Les marchés obligataires	48
4 > Les marchés de produits dérivés	57
5 > Les produits de gestion pour compte de tiers	62

Après le rebond enregistré en 2005, les marchés financiers ont été particulièrement dynamiques en 2006 : forte progression des indices boursiers mais aussi du nombre et des montants des introductions, des émissions de titres de capital et des opérations de fusions et acquisitions. Cette année a également été caractérisée par la poursuite de la baisse de la volatilité à des niveaux historiquement bas. Dans le même temps, les marchés obligataires ont continué de bénéficier de conditions très favorables, avec le maintien de conditions monétaires accommodantes et la poursuite de l'amélioration de la qualité du crédit. Les marchés de dérivés ont, pour leur part, enregistré des progressions très significatives, dans un contexte de concurrence et d'intégration accrues.

Principales évolutions du marché financier français (en milliards d'euros)

	2005	2006
Capitaux levés lors des introductions sur Eurolist ⁽¹⁾	13,5	9,3
Émissions de titres de capital ⁽²⁾ (sociétés cotées sur Eurolist)	14,1	27,1
Émissions de titres de créance ⁽³⁾	166,6	110,9
<i>dont État</i>	84,7	63,1
<i>dont émetteurs privés ⁽⁴⁾</i>	81,9	47,8
Marchés boursiers des valeurs françaises		
Capitalisations (données fin d'année)	2 349,5	2 671,7
Actions (sociétés cotées sur Eurolist)	1 490,9	1 841,6
Obligations ⁽⁵⁾	858,6	830,1
Transactions ⁽⁶⁾	1 108,7	1 538,9
Actions (sociétés cotées sur Eurolist)	1 103,3	1 534,8
Obligations ⁽⁵⁾	5,4	4,1
Nombre de sociétés cotées sur Eurolist	749	730
Placements collectifs (SICAV + FCP) ⁽⁷⁾		
Actifs gérés au 31 décembre ⁽⁸⁾	1 155,1	1 343,4
Nombre de SICAV et FCP au 31 décembre	7 758	8 092

Source : AMF-Euronext Paris

- (1) Eurolist, marché réglementé unique d'Euronext-Paris, regroupe depuis janvier 2005 toutes les entreprises des Premier, Second et Nouveau marchés.
- (2) Sont compris : les émissions en numéraire par appel public à l'épargne (APE), les levées d'options, les exercices de bons de souscription d'actions, les paiements de dividende en actions et enfin les émissions réservées.
- (3) Sont ici considérées toutes les émissions de l'État et des émetteurs privés sur Euronext-Paris.
- (4) Dans les rapports annuels précédents, étaient comptabilisées les émissions visées par l'AMF (cf. annexe I). Cette méthodologie a été abandonnée du fait de la transposition de la directive Prospectus (Directive 2003/71/CE). En effet, cette dernière permet aux émetteurs de procéder à une offre ou à une demande d'admission d'instruments financiers sur la base d'un seul et même prospectus dans l'ensemble de l'Espace économique européen sans avoir à obtenir de nouvelle autorisation de la part de l'autorité de régulation du pays d'accueil. En conséquence, les émissions de sociétés cotées visées par l'AMF ne représentent plus aujourd'hui qu'une partie des émissions obligataires effectuées sur la Place parisienne.
- (5) Y compris emprunts d'État (source Euronext-Paris).
- (6) Transactions *Electronic Order Book*.
- (7) SICAV : sociétés d'investissement à capital variable. FCP : fonds communs de placement. Ces données ne comprennent pas les FCPE (fonds communs de placement d'entreprise) ni les SICAVAS, SICAV ayant pour objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières émises par l'entreprise.
- (8) Calcul effectué sur la base du dernier actif net connu.

Le département des études de l'AMF s'est attaché en 2006 à analyser les comportements des individus en matière d'épargne et, plus généralement, les grandes tendances observées sur l'offre et la demande de produits financiers. Les problématiques liées au renforcement de la protection des investisseurs ont également fait l'objet d'une attention particulière¹. S'agissant du premier point, ont été plus précisément étudiées les raisons pour lesquelles la détention directe de valeurs mobilières par les épargnants est relativement faible, l'insuffisante diversification de leur portefeuille, ainsi que la « procyclicité » des investissements. Du point de vue de l'offre, ont été analysés l'impact de l'innovation sur l'offre de gestion d'actifs en Europe, les tendances de l'offre et de la demande d'obligations en Europe et aux États-Unis, ainsi que les radiations volontaires de la cote à Paris. S'agissant de l'analyse des risques pesant sur les investisseurs et des moyens d'améliorer la protection de leur épargne, ont été traités les thèmes de la concentration indicielle, de l'éligibilité des indices de *hedge funds* aux fonds grand public, ou encore de la qualité de la dette cotée à Paris.

1 > Le contexte macroéconomique

A > Une croissance économique mondiale élevée en 2006

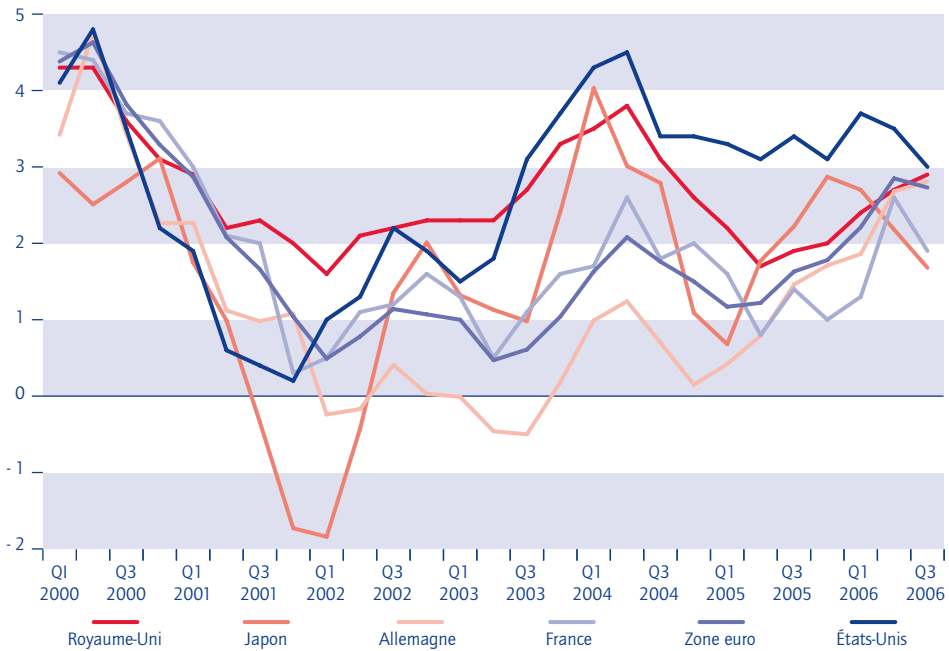
Au cours de l'année 2006, la conjoncture mondiale a été caractérisée par le maintien d'une croissance économique élevée, dont les principaux moteurs sont restés le dynamisme de la demande intérieure américaine et la forte croissance des économies asiatiques émergentes (notamment la Chine). Un phénomène de relative convergence des rythmes de croissance des principales économies a en outre pu être observé, le ralentissement de l'économie américaine trouvant son symétrique dans un rebond plus fort qu'attendu de la croissance dans la zone euro (2,8 % en 2006 - graphique 1).

L'Allemagne, notamment, a bénéficié d'une embellie dans le secteur de la construction et de gains de compétitivité bénéfiques pour le commerce extérieur. Compte tenu des délais de réaction du marché du travail par rapport aux évolutions conjoncturelles, la réduction du chômage devrait se prolonger en Europe en 2007, soutenant la confiance des ménages et leur consommation. Les enquêtes de conjoncture traduisent cette dynamique, qui a porté, fin 2006, les indicateurs de confiance des consommateurs, tout comme ceux des industriels, à leur plus haut niveau depuis 2001 (graphique 2).

¹ Ces études ont été publiées dans la *Lettre Économique et Financière* et les *Cahiers scientifiques*, disponibles sur le site internet de l'AMF.

GRAPHIQUE 1

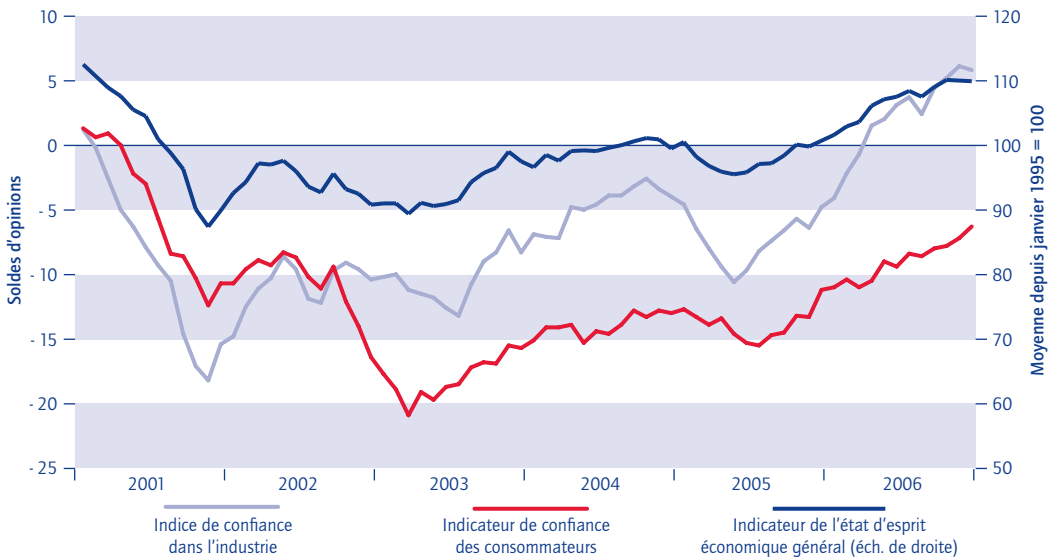
Variation du PIB en volume (glissement annuel, %)



Source : Comptes nationaux

GRAPHIQUE 2

Enquêtes de conjoncture dans la zone euro



Source : Commission européenne

Dans l'ensemble, l'évolution de l'inflation tout au long l'année 2006 a été assez contrastée. Marqué initialement par une poursuite de la hausse des cours des matières premières, le contexte inflationniste international est resté tendu au cours du premier semestre, les prix du pétrole atteignant en particulier des sommets historiques proches de 80 dollars par baril de brut, au cours de l'été (graphiques 3 et 4). Aussi, l'insistance de Ben Bernanke, le nouveau Président de la Réserve fédérale des États-Unis, à rappeler la nécessité de fonder la politique monétaire sur des analyses prospectives (tenant plus compte des anticipations que de l'inflation observée), s'est-elle traduite, surtout sur les marchés d'actions, par la crainte que ne se développent des processus inflationnistes – et en particulier, les revendications salariales (effets « de second tour »). Les marchés percevant, par ailleurs, le risque d'un ralentissement de la croissance économique américaine plus fort que prévu, ils ont oscillé entre l'anticipation d'un *overshooting* (dépassement des objectifs d'inflation) et celle d'un *hard landing* (atterrissage brutal au terme duquel l'économie se serait trouvée en récession).

Au second semestre, le repli significatif des prix des matières premières et de l'inflation, un fléchissement du marché immobilier et de la demande intérieure aux États-Unis, dont l'impact sur la croissance est resté limité, puis les bonnes surprises en matière de croissance économique de la zone euro, ont permis de dissiper progressivement les craintes des marchés.

GRAPHIQUE 3

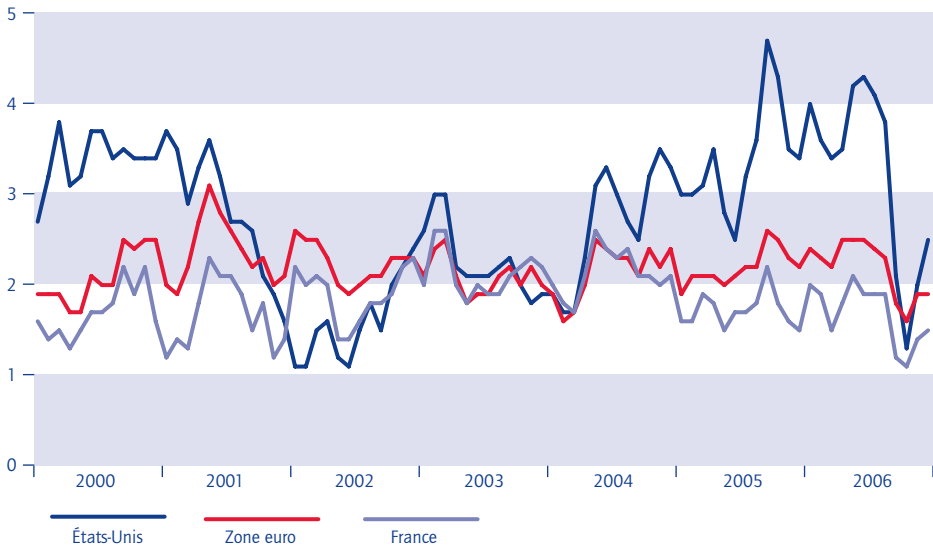
Prix du baril de pétrole (London Brent Crude Oil)



Source : Thomson Financial

GRAPHIQUE 4

Croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation



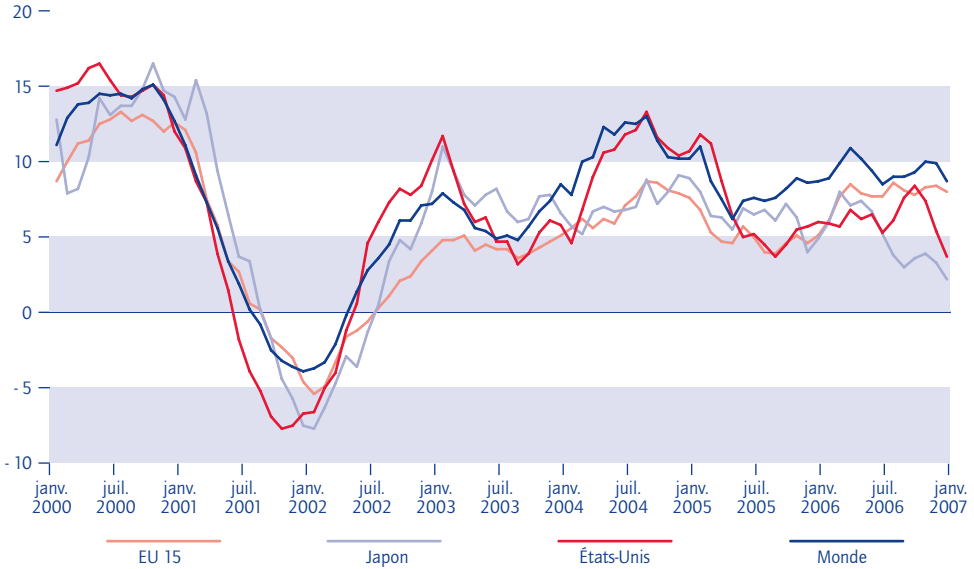
Source : Thomson Financial

B > Vers un ralentissement progressif en 2007

Au cours du second semestre 2006, l'économie mondiale semble néanmoins être entrée dans une phase de ralentissement progressif, perceptible notamment aux États-Unis et dans certains pays de l'Asie émergente. Par ailleurs, le mouvement de resserrement des conditions monétaires initié aux États-Unis en juin 2004 et dans la zone euro fin 2005, s'est étendu en juillet 2006 au Japon, où la Banque centrale a mis fin à sa politique de taux zéro, et au Royaume-Uni en août (graphique 5). Il s'est accompagné, dans certains pays européens, de restrictions budgétaires et fiscales (notamment en Italie et Allemagne) et, dans la zone euro, d'une appréciation de la monnaie (graphique 6). Ces évolutions pourraient, à terme, avoir des effets directs sur la croissance de ces économies.

GRAPHIQUE 5

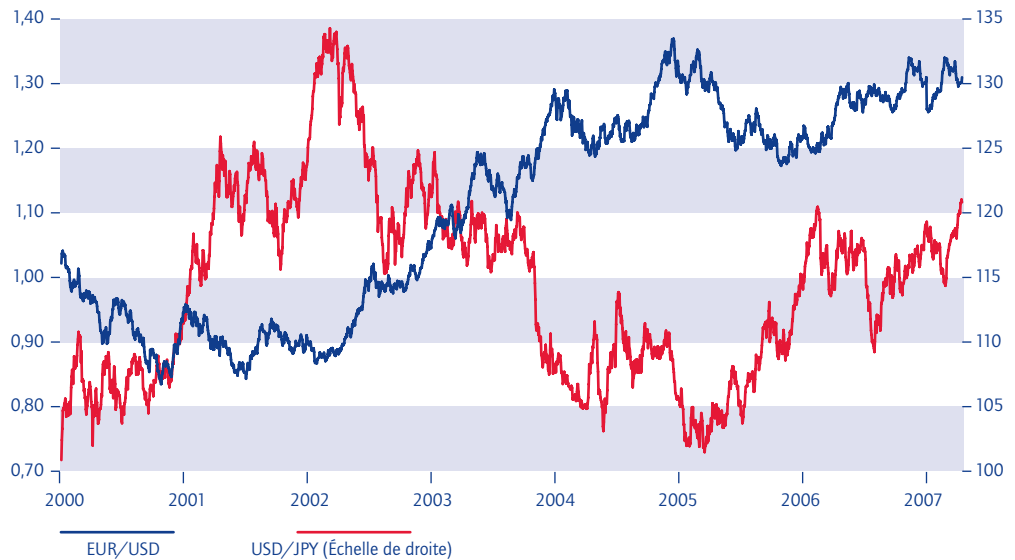
**Croissance annuelle du commerce mondial
(indice des importations en volume, moyenne sur 3 mois, en %)**



Source : Central Planning Bureau

GRAPHIQUE 6

Taux de change euro/dollar et dollar/yen



Source : Thomson Financial

2 > Les marchés d'actions

A > Une nouvelle année de hausse pour les indices boursiers

La tendance haussière à l'œuvre sur les marchés d'actions depuis plusieurs années s'est prolongée en 2006. Cette bonne orientation des marchés boursiers a trouvé ses racines dans un contexte macroéconomique et financier favorable, caractérisé par une croissance forte des bénéfices des entreprises, une faible volatilité boursière et le maintien des taux d'intérêt de long terme à des niveaux historiquement faibles.

Par ailleurs, l'accélération des opérations de fusions et acquisitions a certainement apporté une contribution positive à ce mouvement. Comme en 2005, l'Europe a tiré parti de niveaux de valorisation relativement attractifs par rapport aux marchés outre-Atlantique, avec comme conséquence une progression plus importante de ses indices boursiers (+ 18 % pour le DJ STOXX). Les marchés américains ont cependant retrouvé une performance à deux chiffres sur l'ensemble de l'année 2006 (+ 13,6 % pour le S&P et 16,3 % pour le DJIA), le DJIA enregistrant même un record historique le 27 décembre 2006, à 12 510 points (tableau 1).

1 > De fortes progressions malgré une correction au printemps

La progression des indices boursiers n'a pas été linéaire sur l'ensemble de l'année (graphique 7). Dans le prolongement de la fin 2005, les marchés d'actions ont débuté l'année 2006 sur une note positive, en particulier en Europe. Entre le début janvier et le plus haut du 9 mai 2006, les indices DAX et CAC 40 ont ainsi gagné respectivement 13,5 % et 12,7 %, alors que la hausse a été de plus faible ampleur pour les principaux indices américains (8,6 % pour le DJIA et 6,2 % pour le S&P 500) et japonais (6,7 % pour le NIKKEI). Ce mouvement de hausse a cependant été interrompu dans le courant du printemps par une sévère correction, qui a trouvé son origine dans les interrogations des opérateurs sur le rythme du resserrement de la politique monétaire américaine et, plus généralement, sur les perspectives d'un ralentissement des économies américaine et mondiale et son ampleur.

À la mi-juin, les marchés avaient ainsi retrouvé leur niveau de la fin de l'année 2005, effaçant les gains accumulés jusque-là. Durant cette période, ce sont les marchés qui avaient auparavant enregistré les plus fortes hausses qui ont corrigé le plus sévèrement, à l'image des marchés japonais (- 16 % environ pour le NIKKEI) ou européens (- 10 % en moyenne). Le début de l'été a été synonyme de reprise des cours boursiers. Ce mouvement, alimenté notamment par la solidité des bénéfices des entreprises, s'est traduit par une remontée très importante des marchés d'actions dans la seconde partie de l'année : fin décembre 2006, le DAX et le CAC 40 avaient ainsi respectivement regagné 24,5 % et 20 % par rapport au creux de mai-juin, terminant l'année en hausse de 22 % et 17,5 %.

GRAPHIQUE 7

Évolution des principaux indices boursiers sur un an



Source : Thomson Financial

TABLEAU 1

Performances des marchés d'actions

	29/12/06	Maximum depuis 10 ans	Date	2006	2005	2004
DJIA	12 463,2	12 510,6	27/12/06	16,3 %	- 0,6 %	3,1 %
S&P 500	1 418,3	1 527,5	24/03/00	13,6 %	3,0 %	9,0 %
NASDAQ	2 415,3	5 048,6	10/03/00	9,5 %	1,4 %	8,6 %
CAC 40	5 541,8	6 922,3	04/09/00	17,5 %	23,4 %	7,4 %
DAX 30	6 596,9	8 065,0	07/03/00	22,0 %	27,1 %	7,3 %
FTSE 100	6 220,8	6 930,2	30/12/99	10,7 %	16,7 %	7,5 %
MIB 30	41 570,0	51 093,0	06/03/00	17,5 %	13,3 %	16,9 %
DJ EURO STOXX 50	4 119,9	5 464,4	06/03/00	15,1 %	21,3 %	6,9 %
DJ STOXX 600	365,3	405,5	06/03/00	17,8 %	23,5 %	9,5 %
NIKKEI 225	17 225,8	20 833,2	12/04/00	6,9 %	40,2 %	7,6 %

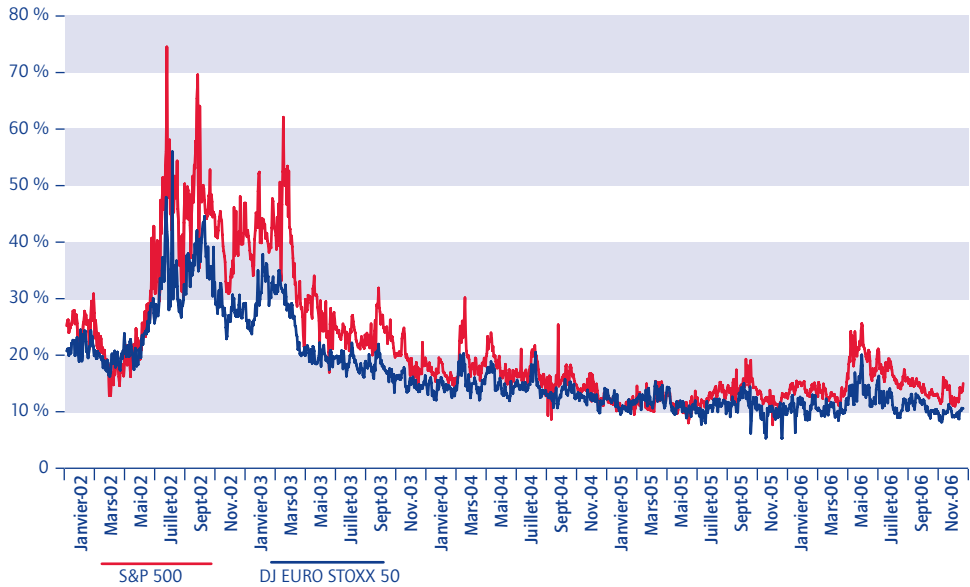
Source : Thomson Financial

Les bonnes performances boursières se sont inscrites dans un contexte de faible volatilité et d'une moindre aversion pour le risque. La volatilité historique des principaux indices boursiers est en effet retombée, fin 2006, à ses plus bas niveaux depuis près de dix ans (graphique 8).

En outre, la volatilité implicite, estimée à partir de la tarification des options sur indices boursiers, et qui correspond aux fluctuations futures anticipées de ces derniers, est également à son plus bas depuis des années (graphique 9).

GRAPHIQUE 8

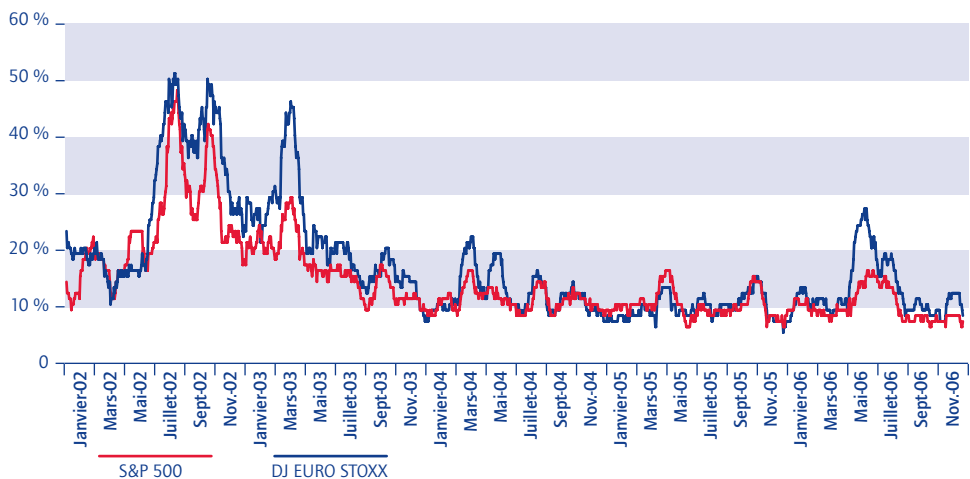
Volatilité historique (20 jours)



Sources : Thomson Financial, calculs AMF

GRAPHIQUE 9

Volatilité implicite (20 jours)



Sources : Thomson Financial, calculs AMF

2 > Une progression différenciée selon les zones géographiques

La forte progression des marchés d'actions n'a pas uniquement concerné les grands pays industrialisés. Mesurée par les indices Morgan Stanley Capital International (MSCI) exprimés en dollars, la valorisation des marchés d'actions dans le monde ont crû de 18,8 % en 2006 (tableau 2).

Dans ce panorama d'ensemble, les marchés émergents ont affiché une surperformance remarquable et ce, en dépit d'un ajustement sévère au printemps, dans le sillage de la correction généralisée des marchés. L'indice MSCI pour la zone émergente a ainsi progressé de 29,2 % sur l'ensemble de l'année 2006, contre 18 % pour les pays développés. On retrouve dans cette évolution une demande forte des investisseurs internationaux pour les actifs risqués, demande alimentée par la faiblesse des rémunérations offertes sur certains actifs traditionnels, obligataires en particulier, et par des perspectives de croissance économique attrayantes sur ces zones en développement.

TABLEAU 2

Performances comparées par zone géographique (indices MSCI, %)

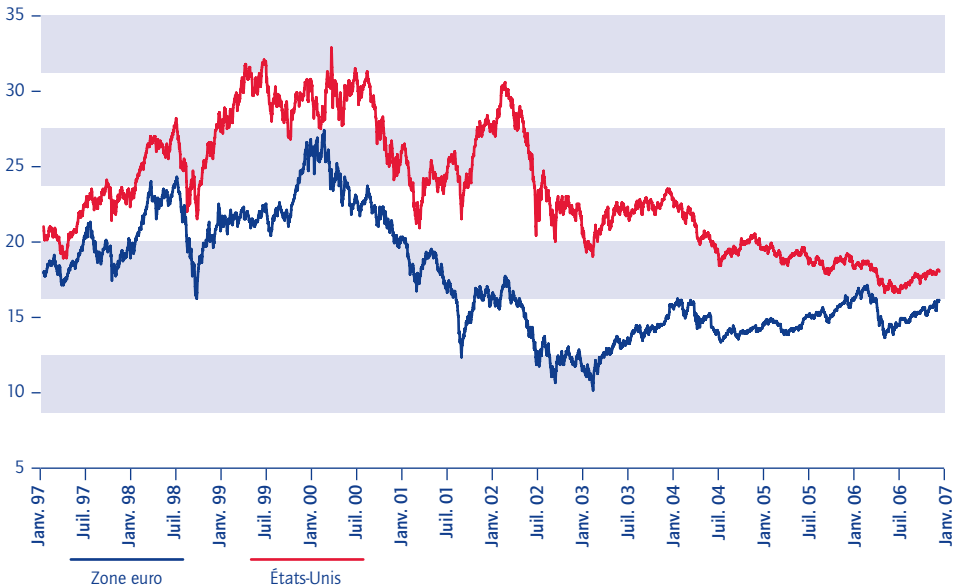
	En monnaies locales			En dollars		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Indice Monde	9,7	14,8	14,4	13,3	8,8	18,8
PAYS DÉVELOPPÉS	9,5	13,7	13,5	12,8	7,6	18,0
Amérique du Nord	8,9	4,8	13,3	9,4	5,0	13,3
Zone euro	10,1	22,4	19,0	18,7	6,2	33,0
Pacifique	12,3	35,4	9,6	17,2	20,6	10,4
Japon	9,7	42,9	6,1	14,7	24,1	5,1
MARCHES ÉMERGENTS	13,2	31,5	25,6	22,4	30,3	29,2
Asie	5,1	24,5	24,4	12,2	23,5	29,8
Amérique Latine	27,6	32,9	33,7	34,8	44,9	39,3
Europe de l'Est	21,5	55,8	37,1	32,1	46,1	43,6

Source : MSCI

Au sein des pays développés, les marchés européens ont continué d'afficher une performance plus importante que leurs homologues américains. Cette surperformance relative des indices européens témoigne de l'attrait des investisseurs pour des titres dont la valorisation demeure encore attractive, au regard des multiples de valorisation (PER graphique 10).

GRAPHIQUE 10

PER sur les marchés d'actions - États-Unis et zone euro

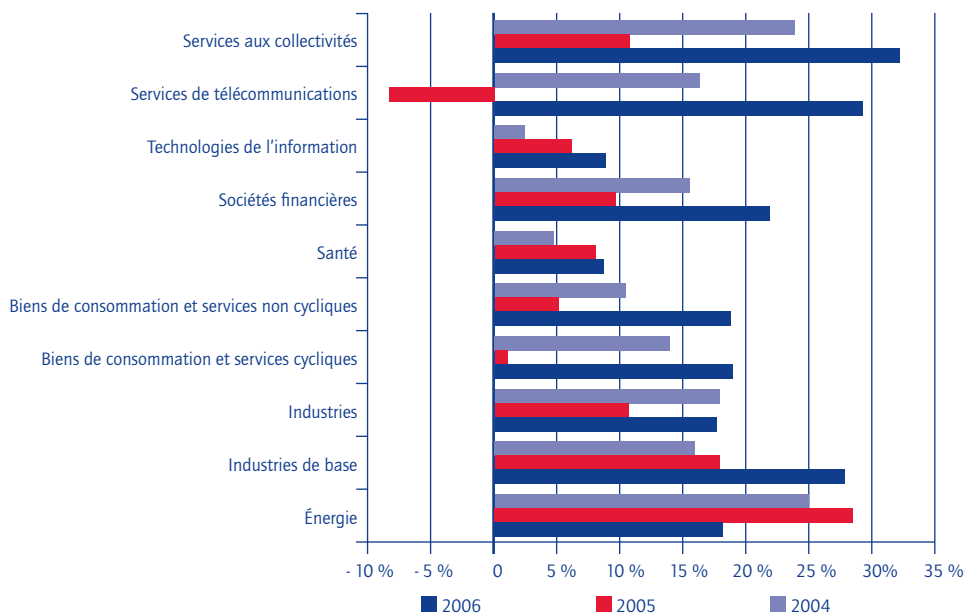


Source : Thomson Financial

La surperformance des marchés européens s'explique aussi par la composition sectorielle des indices. En effet, si le rebond boursier a bénéficié à l'ensemble des secteurs en 2006, ce sont les secteurs cycliques (industries, matériaux de base et services aux collectivités) et ceux sensibles aux conditions des marchés financiers (banques, assurances, services financiers) qui ont affiché les meilleures performances (graphique 11). Or, au sein du DJ STOXX 600, les sociétés financières pèsent 28 %, contre 23 % pour le SP 500. Quant aux valeurs cycliques, leur poids dans les indices est respectivement de 35 % pour le DJ STOXX 600 et 18 % au sein du SP 500. Ces différences structurelles pénalisent mécaniquement les indices américains par rapport à leurs homologues européens en période de forte croissance mondiale, comme cela a été le cas en 2006.

GRAPHIQUE 11

Évolution annuelle des indices sectoriels MSCI - Monde (en dollars)



Source : MSCI

3 > Les petites et moyennes capitalisations ne surperforment plus

Contrairement aux années précédentes, les petites et moyennes capitalisations ont affiché des performances en demi-teinte par rapport aux entreprises de plus grande taille. L'indice MSCI Small Caps en dollars a, par exemple, enregistré une hausse de 15 %, contre 18 % pour le MSCI World. Cette sous-performance relative des petites et moyennes capitalisations s'explique par leur plus grande sensibilité aux variations du prix de l'énergie et des matières premières, par leur moindre insertion dans le commerce mondial ainsi que par la multiplication des opérations de fusions-acquisitions parmi les grosses capitalisations.

Enfin, la distinction entre valeurs de croissance et valeurs de rendement s'est également avérée significative, les valeurs de rendement enregistrant en 2006 des hausses de cours supérieures à celles des valeurs de croissance. Ainsi, les indices MSCI World Value et MSCI World Growth ont-ils respectivement crû de 22,1 % et 13,8 %. Cet écart de performance traduit notamment la hausse des profits au niveau mondial et un attrait pour les valeurs dont les rendements sont distribués sous forme de dividendes.

4 > Une forte croissance des capitalisations boursières

La capitalisation boursière des actions domestiques d'Euronext a connu une croissance notable en 2006 : entre fin 2005 et fin 2006, elle est passée de 2 706 milliards de dollars à 3 708 milliards de dollars, soit une hausse de 37 %. Cette évolution s'explique par la forte hausse

des cours, conjuguée à l'augmentation du rythme des introductions et des émissions d'actions. En fin d'année, Euronext présentait ainsi une capitalisation du même ordre de grandeur que le marché londonien, et se situait loin devant la Deutsche Börse (1 638 milliards de dollars - tableau 3).

TABLEAU 3

Classement mondial 2006 des capitalisations d'actions domestiques

Rang	Bourse	Montant (milliards de dollars)	Variation sur un an
1	NYSE	15 421,2	15,9 %
2	Tokyo SE	4 614,1	0,9 %
3	Nasdaq	3 865,0	7,2 %
4	London SE	3 794,3	24,1 %
5	Euronext	3 708,2	37,0 %
	- dont Euronext-Paris	2 428,3	38,0 %
6	Hong Kong Exchanges	1 715,0	62,6 %
7	TSX Group	1 700,7	14,7 %
8	Deutsche Börse	1 637,6	34,1 %
9	BME Spanish Exchanges	1 322,9	37,8 %
10	Swiss Exchange	1 212,3	29,6 %

Source : World Exchange Federation (WFE)

B > Le dynamisme du marché primaire des actions

1 > Des introductions en bourse nombreuses mais qui ne freinent pas l'érosion des cotes

Sur le plan des introductions, l'année 2006 poursuit la tendance très dynamique débutée un an auparavant. Avec 718 introductions, les trois principaux marchés européens (Londres, Euronext et Deutsche Börse) ont permis de lever près de 80 milliards d'euros. Le fort dynamisme européen a été soutenu par les entreprises internationales, qui ont préféré Londres (en particulier son segment le plus actif, AIM, *Alternative Investment Market*) à New York, qui demeure pénalisée par une réglementation plus contraignante pour les émetteurs, depuis l'entrée en vigueur de la loi Sarbanes-Oxley. Londres reste, en effet, la place la plus attractive en termes de nombre d'introductions, avec 574 nouvelles sociétés cotées et près de 50 milliards d'euros de capitaux levés, suivie par Euronext, avec 109 introductions et 21,4 milliards d'euros de capitaux levés. À Paris, le nombre d'introductions (transferts de marché inclus) s'est élevé à 82, dont 50 sur Alternext et 32 sur Eurolist². Les capitaux levés lors de ces opérations (y compris les cessions) sont passés de 13,6 milliards d'euros en 2005³ à 9,7 milliards en 2006.

2 Ne sont pas prises en compte ici les admissions de fonds indiciels cotés (Exchange Traded Funds - ETF) ni les inscriptions sur le Marché libre qui se sont élevées à respectivement 60 et 23 en 2006.

3 Les introductions d'EDF et de Gaz de France avaient, à elles seules, contribué à lever 10,5 milliards d'euros en 2005.

La hausse du nombre d'introductions n'a néanmoins pas été suffisante pour enrayer la tendance à l'érosion des cotes enregistrée sur les principales places financières européennes. À la fin de l'année 2006, la cote d'Euronext-Paris comptait 730 entreprises, contre 749 à la fin de l'année 2005. À l'inverse, le marché londonien enregistre une extension de sa cote, mais celle-ci est principalement attribuable au développement toujours très rapide de l'AIM. Outre-Atlantique, un mouvement d'attrition est également visible sur le Nasdaq, contrairement au NYSE où le nombre de sociétés cotées a rebondi en 2006 (tableau 4).

TABLEAU 4

Évolution de la cote des principaux marchés boursiers ⁽¹⁾

	London Stock Exchange	dont AIM	Deutsche Börse	Euronext	dont Alternext Paris ⁽²⁾	dont Eurolist Paris	NASDAQ	NYSE
Nombre d'introductions (transferts inclus)								
2004	423	355	6	32	-	24	170	152
2005	624	519	15	54	20	22	139	146
2006	574	462	35	109	50	32	267	-
Nombre d'entreprises inscrites à la cote								
2004	2 837	1 021	819	1 333	-	787	3 229	2 293
2005	3 091	1 399	764	1 279	20	749	3 164	2 270
2006	3 240	1 634	760	1 285	69	730	3 133	2 280

Sources : World Exchange Federation, Bloomberg, sources nationales

(1) LSE : AIM inclus, DBAG hors Freiverkehr. Euronext hors Marché libre, Alternext inclus.

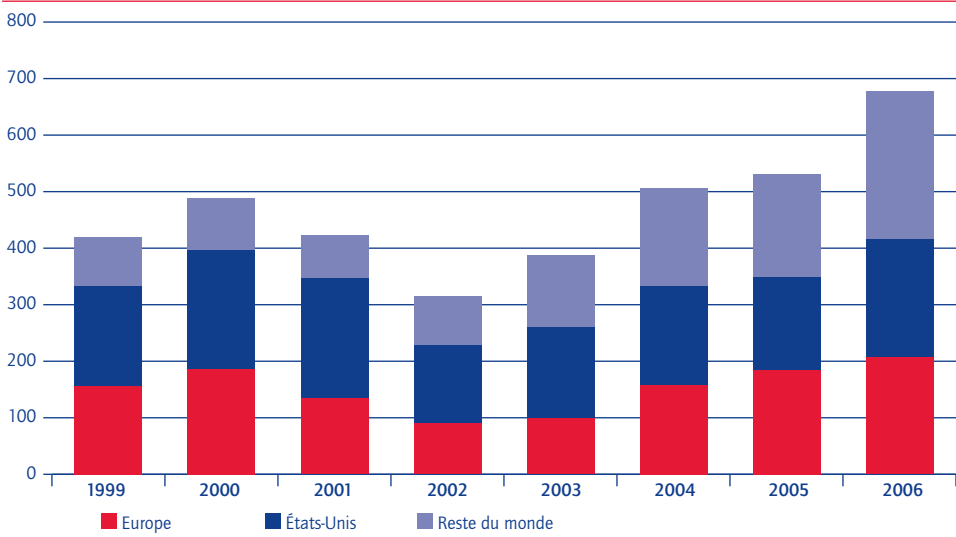
(2) Alternext a été créé en mai 2005.

2 > Des émissions de titres de capital plus importantes mais des rachats d'actions massifs dans certains pays

Les émissions mondiales de titres de capital ont conservé un rythme soutenu et ce, en dépit des profits importants dégagés par les entreprises (qui sont propices à l'autofinancement) et du faible niveau des taux d'intérêt. Ces émissions ont certainement été justifiées par le financement de très grosses opérations de fusions-acquisitions (cf. *infra*). En 2006, les émissions de titres de capital à l'échelle mondiale se sont inscrites en hausse de 29 %, passant à 680 milliards de dollars. Cette évolution a pu être observée dans l'ensemble des zones, en particulier en Europe et aux États-Unis, où les montants émis ont été de l'ordre de 200 milliards de dollars.

En distinguant le type de titres émis, actions ou obligations convertibles en actions, on note une nette diminution de la part relative des émissions d'obligations convertibles depuis 2004. Ces dernières ont sans doute pâti de la faible volatilité et de l'envolée des cours sur les marchés d'actions. Elles représentent, désormais, moins de 20 % des émissions globales, contre 40 % en 2000.

GRAPHIQUE 12

Émissions de titres de capital au niveau mondial (actions et convertibles, en milliards de dollars)

Source : Bloomberg

Le marché parisien ne fait pas exception à cette tendance générale. Les émissions de titres de capital ont connu une forte augmentation en 2006, après l'accroissement d'activité déjà observé en 2005. Elles se sont élevées sur l'année à 27,1 milliards d'euros sur Eurolist, soit un quasi-doublement par rapport à 2005.

Comme en Europe, ce sont les augmentations de capital qui expliquent l'essentiel de cette hausse (tableau 5). Concentrant 64 % des montants émis en 2006, elles se sont élevées à plus de 17 milliards d'euros. Compte tenu de la relative stabilité du nombre d'opérations (34 contre 36 en 2005), cette évolution reflète une très forte augmentation de la taille moyenne unitaire des opérations, qui est passée de 140 millions d'euros en 2005 à plus de 500 millions d'euros en 2006. De fait, les trois plus importantes opérations (celles de BNP-Paribas pour un montant de 5,5 milliards d'euros, d'AXA pour 4,6 milliards d'euros et de Vinci pour 3,5 milliards d'euros) ont représenté un peu plus de la moitié du montant annuel émis sur Eurolist.

TABLEAU 5

Émissions brutes de titres de capital sur Euronext-Paris (hors introductions)

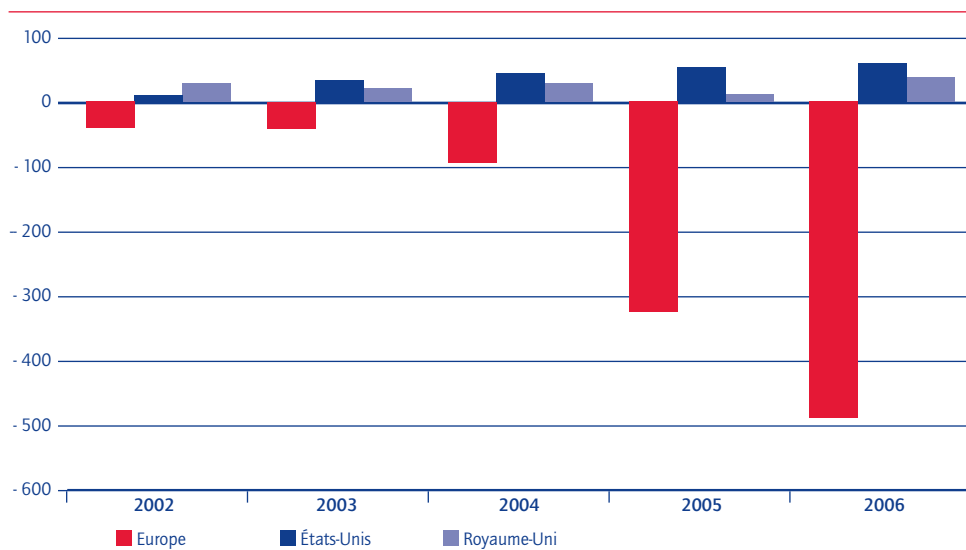
En millions d'euros	2004	2005	2006
Augmentations de capital en numéraire	3 928,4	4 882,3	17 243,5
Réservées aux salariés	736,3	2 050,9	2 929,0
Autres réservées	2 850,4	665,8	2 263,0
Paieement du dividende en actions	520,0	802,4	299,1
Exercice de bons de souscription	1 274,6	3 689,9	1 078,0
Levées d'options	1 281,6	1 986,2	3 258,8
Total	10 591,3	14 077,5	27 071,5

Source : Euronext, calcul AMF

Pour mesurer l'apport net des marchés d'actions au financement des entreprises, il convient de déduire de l'ensemble des émissions et des cessions d'actions, lors des introductions, les rachats d'actions effectués par les sociétés cotées. Dans le cas de la France, le financement net de l'économie par le marché est ainsi apparu positif en 2006 (près de 23 milliards d'euros), le montant des rachats d'actions – qu'ils soient ou non suivis d'annulations – s'étant élevé à près de 13,5 milliards d'euros contre 36,4 milliards d'euros pour les émissions brutes de capital.

GRAPHIQUE 13

Émissions nettes d'actions par les sociétés cotées (émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros)



Sources : FED, BCE et ONS

Si l'on compare, au niveau international, les émissions d'actions nettes des rachats suivis d'annulations effectuées par les sociétés cotées, des différences très importantes sont constatées entre les zones géographiques. En Europe, l'appel net au marché apparaît peu soutenu mais demeure positif. Dans la zone euro, les émissions nettes se sont ainsi élevées à 60 milliards d'euros en 2006, contre un peu moins de 40 milliards d'euros au Royaume-Uni, où les sociétés non financières ont davantage racheté leurs actions qu'elles n'ont émis de titres. Aux États-Unis, les rachats nets d'actions ont atteint des montants colossaux et ce, pour la seconde année consécutive (près de 500 milliards d'euros en 2006 contre plus de 300 en 2005 – graphique 13). Ces statistiques témoignent de la tendance largement répandue des entreprises américaines à distribuer leurs bénéfices sous forme de rachats, en complément ou en substitution des versements de dividendes.

3 > Les volumes d'activité des Bourses atteignent des niveaux records

Sur les marchés d'actions, les performances enregistrées par les indices boursiers en 2006 se sont accompagnées d'une très nette accélération de l'activité sur les marchés secondaires. S'il s'agit d'un mouvement généralisé à l'ensemble des places financières, certains marchés se singularisent par des progressions plus marquées. C'est en particulier le cas du NYSE et de la Deutsche Börse, sur lesquels les volumes de transactions ont augmenté respectivement de 55 % et de 43 % (tableau 6). Sur l'ensemble des marchés d'Euronext, les montants échangés ont progressé de 36 %, pour un nombre record de transactions de 209 millions (+ 34,7 % par rapport à 2005).

TABLEAU 6

Volumes de transactions en 2006* (en milliards de dollars)

	2005		2006		Variation 2006/2005 (%)	
	Carnet d'ordres	Total	Carnet d'ordres	Total	Carnet d'ordres	Total
NYSE	-	14 048	-	21 710	-	55 %
Nasdaq	-	9 196	-	10 697	-	16 %
Tokyo Stock Exchange	4 385	4 385	5 405	5 795	23 %	32 %
London Stock Exchange	1 906	5 674	2 808	7 584	47 %	34 %
Deutsche Börse	1 393	1 912	2 019	2 742	45 %	43 %
Euronext	2 207	2 901	3 006	3 805	36 %	31 %
Swiss Exchange**	672	973	876	1 393	30 %	43 %
Borsa Italiana	1 182	1 300	1 452	1 596	23 %	23 %
Bolsas y Mercados Españoles	1 051	1 568	1 460	1 941	39 %	24 %

Source : World Fédération of Exchanges

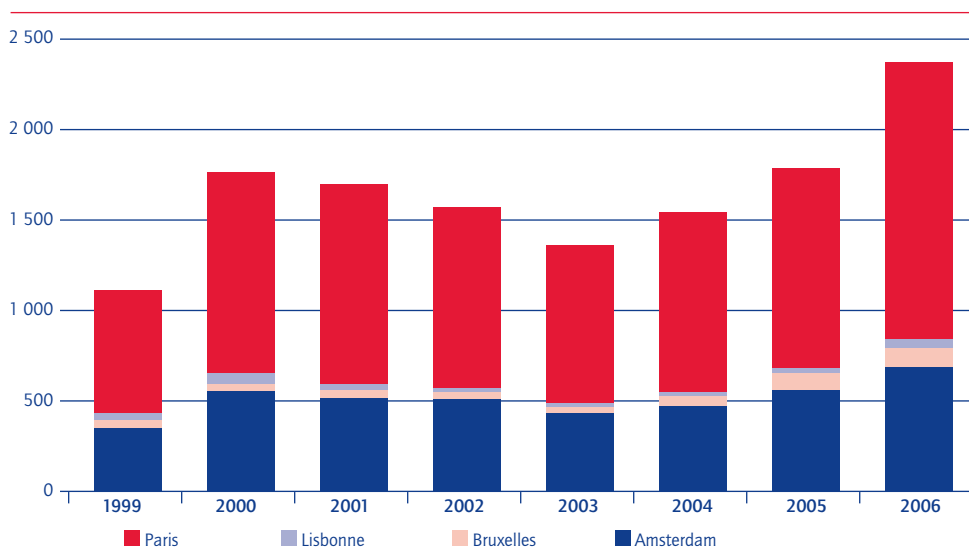
* Ces statistiques ne sont pas strictement harmonisées. Les données « Carnet d'ordres » recensent les opérations enregistrées sur les systèmes centraux (système de négociation ou marché à la criée) et offrent une base de comparaison plus étroite mais plus pertinente. Les statistiques globales comptabilisent les opérations sur la base des déclarations aux autorités de marché ou sur celle des opérations de dénouement.

** SWX et VirtX.

Sur le système central NSC à Paris, la moyenne quotidienne de capitaux échangés est passée à 6 milliards d'euros, en hausse de 42 % sur l'année (graphique 14). Le dynamisme de l'activité boursière sur la place européenne s'est également accompagné d'une forte croissance du nombre d'ordres. En moyenne quotidienne, ils se sont élevés à 906 000, contre près de 653 000 un an plus tôt.

GRAPHIQUE 14

Montant des capitaux échangés sur le carnet d'ordres central d'Euronext (en millions d'euros)



Source : Euronext Paris

Le marché des 160 OPCVM indiciels cotés (*Exchange Traded Funds*, ETF) sur Euronext est également apparu très dynamique en 2006, avec 29 milliards d'euros échangés (en hausse de 76 %, soit 112 millions d'euros échangés en moyenne quotidienne) pour un encours sous gestion s'élevant à 48 milliards d'euros.

La Place de Paris a connu des évolutions similaires. Les transactions relatives aux 8 423 bons d'option (*warrants*) cotés à Paris se sont également inscrites en forte hausse (+ 60 % à 7,3 milliards d'euros - tableau 7).

TABLEAU 7

Montants échangés sur actions, OPCVM indiciels cotés (ETF) et bons d'options (warrants) sur Euronext Paris (en milliards d'euros)

	Actions	ETF	Bons d'option
2004	993,9	12,0	3,2
2005	1 103,4	16,2	4,6
2006	1 534,8	28,6	7,3

Source : Euronext Paris

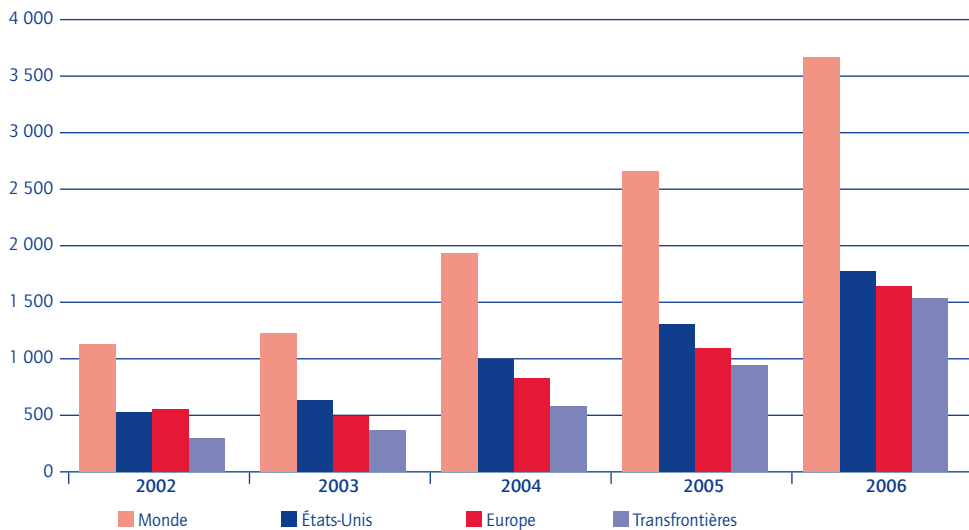
4 > Les fusions-acquisitions et l'activité des fonds de capital investissement

L'activité sur le marché des fusions et acquisitions a retrouvé en 2006, en termes de nombre comme de montant, son plus haut niveau depuis 2000, précédent record enregistré au moment de la bulle internet. Le marché des fusions et acquisitions a connu un net rebond en 2006, avec un montant cumulé de l'ordre de 3 677 milliards de dollars au niveau mondial, soit une augmentation de 38 % par rapport à 2005. Ce mouvement, qui touche l'ensemble des zones géographiques, a été particulièrement prononcé en Europe, où les transactions ont atteint 1 648 milliards de dollars, soit une hausse de 50 % par rapport au niveau de 2005. Cette zone a d'ailleurs représenté 44 % du marché.

Le phénomène marquant est le retour d'opérations de très grande taille, avec comme conséquence une hausse de la taille moyenne des opérations, qui est passée de 187 millions de dollars à 225 millions. Le nombre de fusions et acquisitions a été lui aussi élevé, porté par des vagues de concentration industrielle en Europe et par l'intense activité des fonds de capital investissement (28 000 opérations annoncées aux États-Unis contre 10 000 en Europe).

GRAPHIQUE 15

Montant des fusions et acquisitions par zones géographiques (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

TABLEAU 8

Les opérations les plus importantes au niveau mondial annoncées en 2006 (en milliards de dollars)

Date d'annonce	Cible	Acquéreur	Montant (milliards de dollars)
Mars 2006	BELLSOUTH CORP.	AT & T INC.	83,1
Fév. 2006	ENDESA SA	E.ON AG	66,6
Déc. 2006	BURLINGTON RESOURCES INC.	CONOCOPHILLIPS	36,1
Janv. 2006	ARCELOR	MITTAL STEEL CO NV	35,9
Nov. 2006	AMERICA TELECOM SA DE CV-A1	AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	34,7
Nov. 2006	EQUITY OFFICE PROPERTIES TR	BLACKSTONE GROUP	32,5
Juil. 2006	HCA INC.	MULTIPLE ACQUIRERS	32,2
Oct. 2006	O2 PLC	TELEFONICA SA	31,1
Avril 2006	AUTOSTRADA SPA	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	29,9
Juin 2006	BAA PLC	GOLDMAN SACHS GROUP INC.	28,9
Mai 2006	KINDER MORGAN INC.	KNIGHT HOLDCO LLC	27,4
Mars 2006	PRUDENTIAL PLC	AVIVA PLC	27,4
Mars 2006	BAA PLC	MULTIPLE ACQUIRERS	27,4
Nov. 2006	SCOTTISH POWER PLC	IBERDROLA SA	27,2
Oct. 2006	HARRAH'S ENTERTAINMENT INC.	MULTIPLE ACQUIRERS	27,2
Nov. 2006	CLEAR CHANNEL COMMUNICATIONS	MULTIPLE ACQUIRERS	26,7
Déc. 2006	PUBLIC SERVICE ENTERPRISE GP	EXELON CORP.	26,0

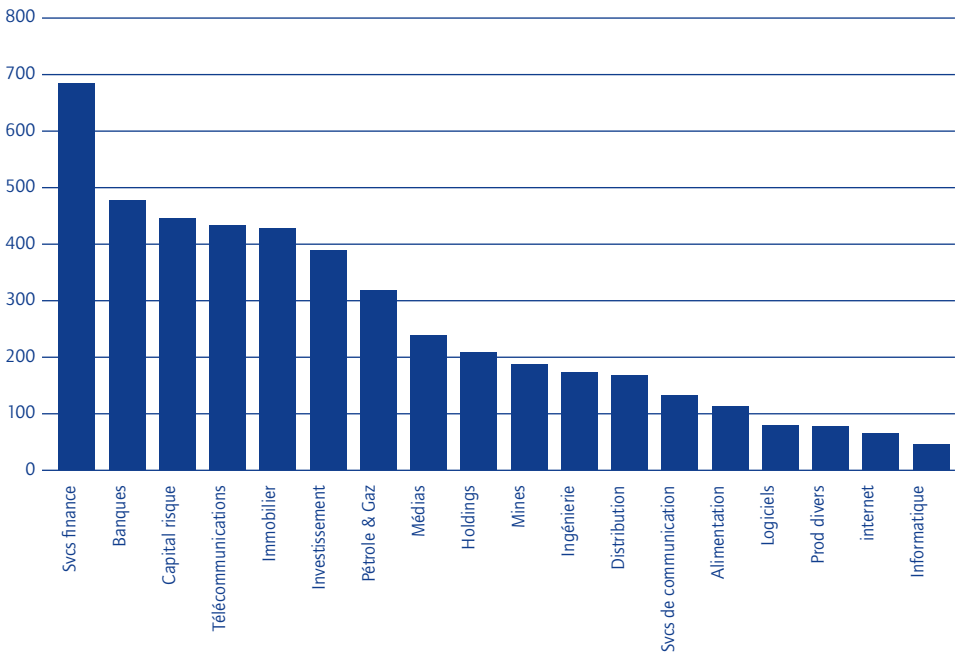
Source : Bloomberg

Par rapport à 2000, la nouvelle vague de fusions et acquisitions diverge sur plusieurs aspects. La structure sectorielle du marché est très différente, car elle est beaucoup moins concentrée. Tous les secteurs sont concernés par les concentrations : les secteurs technologiques, les secteurs financiers, l'énergie mais aussi la « vieille économie » industrielle. En 2006, les montants les plus importants concernent les services financiers (686 milliards de dollars) et les banques (479 milliards de dollars).

Un autre élément caractéristique est la multiplication des opérations transfrontières, qui témoigne du déplacement des enjeux du marché domestique vers le marché européen et mondial. Elle illustre des stratégies de croissance externe plus ambitieuses de la part d'entreprises qui visent l'élargissement et la diversification de leurs revenus. Après une année 2005 déjà remarquable sur ce plan, le nombre d'opérations impliquant une société étrangère s'est encore accru en 2006 (10 329 contre 7 991). Le montant de ces opérations a, pour sa part, progressé de 62 % en un an, passant de 935 milliards de dollars à 1 535 milliards de dollars en 2006.

GRAPHIQUE 16

**Répartition par secteurs des fusions et acquisitions à l'échelle mondiale
(en milliards de dollars)**



Source : Bloomberg

En France, le nombre de visas relatifs aux offres publiques s'est nettement infléchi en 2006 (64 contre 86 en 2005), alors que le montant des opérations a fait plus que doubler, pour atteindre 26 milliards d'euros⁴. Pour autant, l'essentiel de cette hausse est imputable aux seules garanties de cours et plus précisément aux opérations sur les groupes Sanef, Autoroutes du Sud de la France et Autoroutes Paris-Rhin-Rhône.

Un dernier élément remarquable de la vague actuelle de fusions et acquisitions est l'implication des fonds de capital investissement, qui sont devenus des acteurs majeurs. En 2006, les acquisitions annoncées ont atteint, dans certains cas, des montants colossaux : le groupe Blackstone a annoncé mi-novembre le rachat de la société américaine d'immobilier commercial Equity Office Property Trust pour un montant de 32,5 milliards de dollars. On peut également citer l'acquisition du groupe hospitalier américain HCA par un consortium d'investisseurs, dont le fonds américain KKR (Kolhberg Kravis Roberts), pour un montant de 32 milliards de dollars.

⁴ *Sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2006. En outre, la méthodologie traditionnelle, retenue dans les statistiques de l'AMF, ne valorise pas les offres publiques par échange de titres, alors que les diffuseurs d'informations les valorisent au premier cours coté pour permettre des comparaisons internationales.*

TABLEAU 9

Les opérations de capital investissement les plus importantes au niveau mondial annoncées en 2006

Date d'annonce	Cible	Acquéreur	Montant (milliards de dollars)
Nov. 06	EQUITY OFFICE PROPERTIES TR	BLACKSTONE GROUP	32,5
Juil. 06	HCA INC.	MULTIPLE ACQUIRERS	32,2
Mai 06	KINDER MORGAN INC.	KNIGHT HOLDCO LLC	27,4
Mars 06	BAA PLC	MULTIPLE ACQUIRERS	27,4
Oct. 06	HARRAH'S ENTERTAINMENT INC.	MULTIPLE ACQUIRERS	27,2
Nov. 06	CLEAR CHANNEL COMMUNICATIONS	MULTIPLE ACQUIRERS	26,7
Sept. 06	CABLEVISION SYSTEMS-NY GRP-A	MANAGEMENT GROUP	18,5
Sept. 06	FREESCALE SEMICONDUCTOR-A	FIRESTONE HOLDINGS LLC	16,2
Janv. 06	ALBERTSON'S INC.	SUPERVALU INC.	16,1
Oct. 06	THAMES WATER PLC	MACQUARIE BANK LTD	14,9
Sept. 06	COLES GROUP LTD	MULTIPLE ACQUIRERS	14,6
Nov. 06	TDC A/S	NORDIC TELEPHONE CO APS	13,8
Juin 06	UNIVISION COMMUNICATIONS-A	MULTIPLE ACQUIRERS	12,6
Déc. 06	BIOMET INC.	MULTIPLE ACQUIRERS	10,9
Août 06	VNU GROUP B.V.	VALCON ACQUISITION BV	10,6
Oct. 06	AWG PLC	OSPREY ACQUISITIONS LTD	10,4

Source : Bloomberg

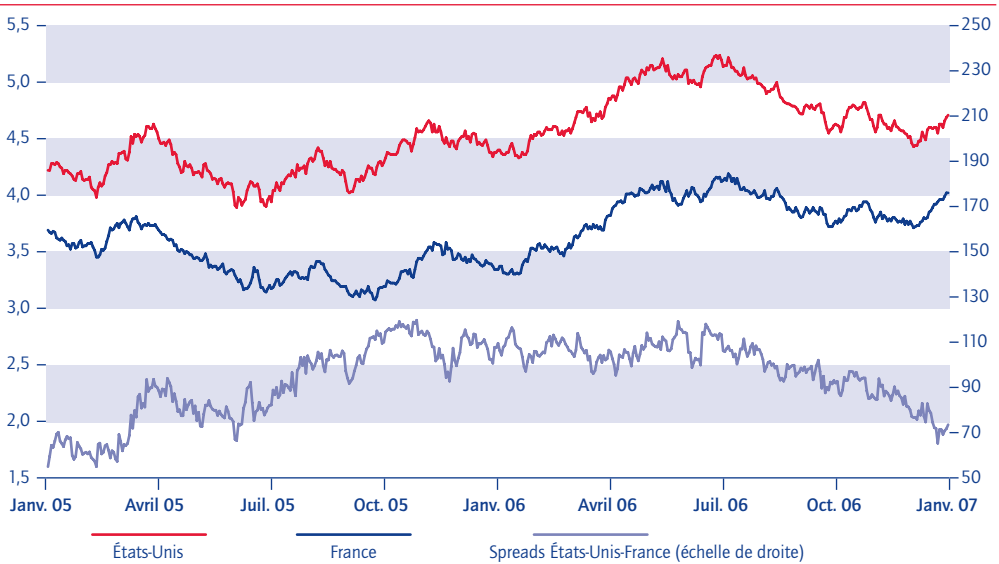
3 > Les marchés obligataires

A > La stabilisation à bas niveau des taux longs et l'aplatissement de la courbe des taux

Après une hausse d'environ 75 points de base (pb) au premier semestre 2006, le ralentissement progressif de l'économie américaine et la stabilisation de l'inflation ont induit, sur la seconde partie de l'année, une baisse d'environ 50 pb des taux d'intérêt à 10 ans des obligations souveraines aux États-Unis et un mouvement de stabilisation aux alentours de 4 % dans la zone euro (graphique 17).

GRAPHIQUE 17

Rendement des obligations d'État à 10 ans

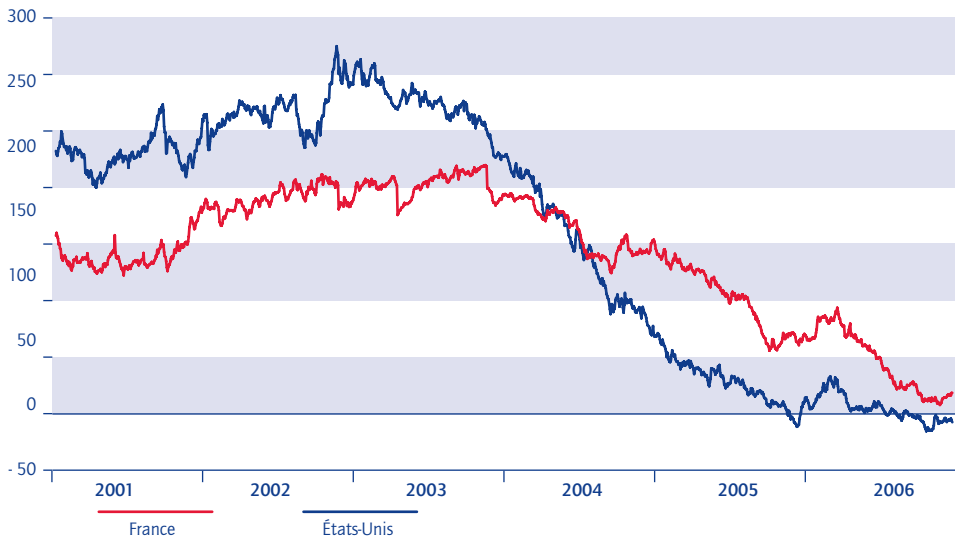


Source : Thomson Financial

Il s'en est suivi, d'une part, une réduction de l'écart des taux longs entre les États-Unis et la zone euro, attribuable au « découplage » des économies des deux zones et, de façon plus remarquable, un aplatissement significatif, voire une inversion aux États-Unis des courbes de taux par maturité (graphique 18). De façon générale, la volatilité est restée globalement basse sur ces marchés tout au long de l'année et les effets de fuite vers les titres les mieux notés (*flight to quality*) sont restés très limités pendant la période de correction de mai-juin.

GRAPHIQUE 18

Pente de la courbe des taux (échéance 10 ans - échéance 2 ans)



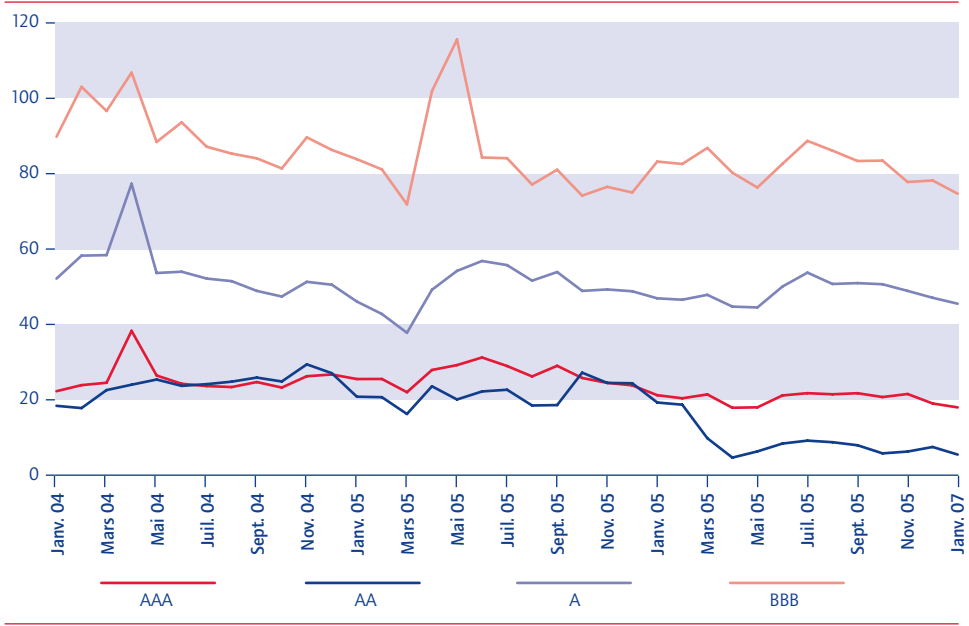
Source : Thomson Financial

Sur le marché européen de la dette *corporate*, les *spreads* de crédit sont restés en 2006 à des niveaux très faibles (graphique 19). Plusieurs facteurs peuvent expliquer ces faibles niveaux de primes de risque. Tout d'abord, la qualité du crédit est restée robuste, et ce en dépit de la montée en puissance des opérations capitalistiques avec effet de levier (*leveraged buyouts*). Les taux de défaut sont demeurés à des niveaux historiquement faibles et le rapport entre les dégradations et les relèvements de notes données par les agences de notation, est resté stable. Toutes catégories confondues, les taux de défaut ont atteint en 2006 des plus bas historiques de 0,5 % au niveau mondial et 0,3 % pour les émetteurs européens, alors que le consensus tablait initialement sur une hausse.

En outre, les défaillances, qui, selon l'agence de notation Moody's, se sont inscrites en légère baisse par rapport à l'année précédente (27 au niveau mondial, pour la plupart aux États-Unis, contre 34 en 2005), ont porté sur des montants nettement moindres, soit moins de 8 milliards de dollars contre plus de 29 milliards l'année précédente. La faiblesse des émissions et l'excès de demande manifeste sur le marché obligataire, en l'occurrence sur son segment *corporate*, représentent un second facteur.

GRAPHIQUE 19

Évolution des *spreads* de crédit européens (IBOXX, pb)



Source : Thomson Financial, calculs AMF

Le haut niveau de qualité du crédit, comme d'ailleurs la faiblesse de l'offre de titres *corporate*, ne sont pas indépendants du contexte macroéconomique : la croissance économique et les bénéfices substantiels dégagés par les entreprises dans le courant de l'année ont été de nature à éloigner le spectre d'accident de crédit et à renforcer les capacités d'autofinancement. Toutefois, l'importance des acquisitions à fort effet de levier et les perspectives de ralentissement de l'activité économique pourraient être de nature à entraîner à plus ou moins long terme une dégradation de la qualité du crédit, comme le suggère l'augmentation en 2006 du nombre d'entreprises placées sous surveillance par les agences de notation.

B > Le développement du marché européen de la dette *corporate* reste limité

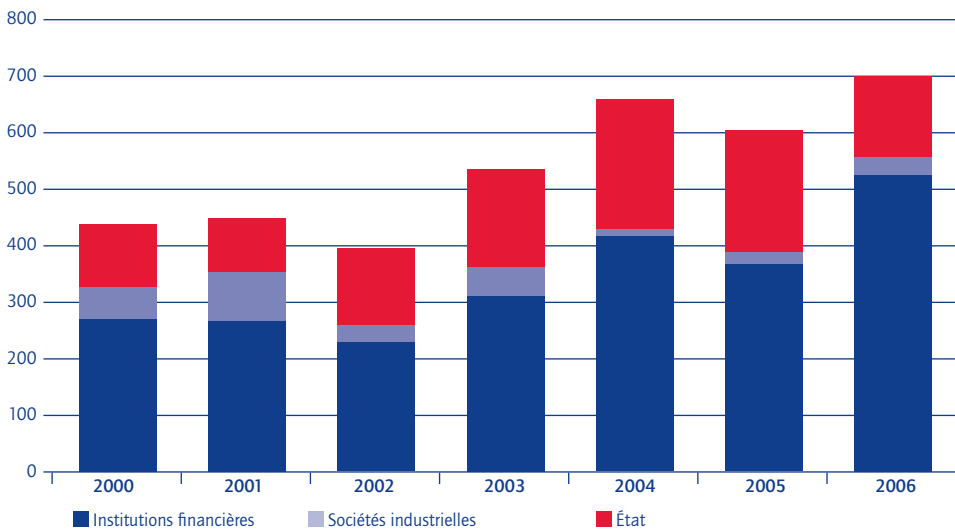
Fondamentalement, on peut trouver dans l'évolution générale des prix sur les marchés obligataires (emprunts d'État et *corporate*) le résultat d'un certain déséquilibre entre l'offre et la demande au plan international. La demande de titres, en particulier aux États-Unis, est alimentée par les achats des banques centrales asiatiques, soucieuses d'investir les dollars accumulés dans le cadre de leurs échanges commerciaux. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels tendent à renforcer leur position sur les marchés de taux, soit en réaction aux changements passés ou à venir des modes de comptabilisation des éléments d'actif et de passif (généralisation de la comptabilité en valeur de marché), soit simplement du fait d'une épargne longue émanant des ménages de plus en plus abondante dans la plupart des pays industrialisés. L'exemple français est une bonne illustration de ce dernier aspect, les compagnies d'assurance-vie recyclant chaque année sur le

marché obligataire une épargne importante collectée auprès des ménages français.

D'un autre côté, les sociétés non financières, en particulier, exercent un rôle très modeste aux États-Unis comme en Europe : à titre d'exemple, elles ont représenté en 2006 à peine 10,5 % de l'ensemble des émissions brutes non souveraines (soit près de 140 milliards d'euros) et moins de 4 % des émissions nettes dans la zone euro (soit 31 milliards d'euros, en nette hausse par rapport à l'année précédente – graphique 20).

GRAPHIQUE 20

Émissions nettes de dette à long terme des résidents dans la zone euro (en milliards d'euros)



Source : BCE

De fait, l'offre de titres est alimentée presque partout par deux grands acteurs, les administrations publiques et les institutions financières. Mais si l'offre de titres publics contribue à satisfaire une part substantielle de la demande des investisseurs, son évolution est limitée, dans certaines zones, par les politiques de maîtrise des déficits publics. Ainsi, c'est plutôt du côté des institutions financières qu'il faut rechercher une véritable dynamique de l'offre de titres. On trouve dans cette catégorie des banques, qui obtiennent sur le marché obligataire des sources de financement, mais également des véhicules de titrisation, dont la naissance et le développement rapide trouvent précisément des éléments d'explication dans la demande abondante des investisseurs institutionnels.

C > Le développement des marchés de la titrisation et de la dette sécurisée (*covered bond*)

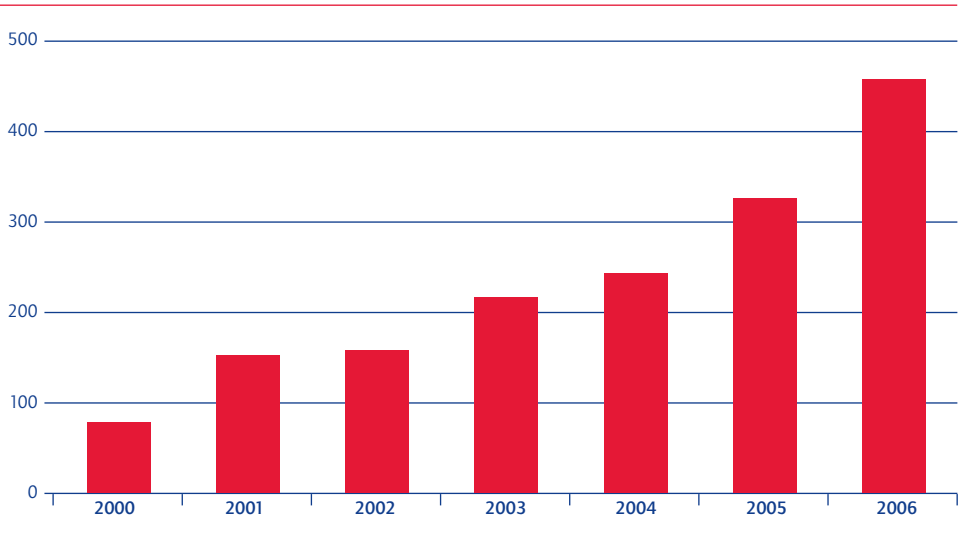
Le maintien des taux de référence à des niveaux historiquement faibles dans un contexte d'insuffisance relative de l'offre de titres de dette traditionnels a incité les investisseurs institutionnels à se porter sur des actifs susceptibles d'offrir un rendement additionnel, comme les titres de la dette émergente, les titres émis par les véhicules de titrisation et les *covered bonds* qui correspondent aux *Pfandbriefe* allemands ou à leurs homologues français, les obligations foncières.

Si l'information agrégée sur les flux nets de collecte enregistrés par le marché mondial de la titrisation reste inexistante, certaines statistiques peuvent être exploitées pour montrer le développement exponentiel de ce type de titres. En Europe, selon l'*European Securitisation Forum*, les émissions brutes de véhicules de titrisation se sont montées en 2006 à 459 milliards d'euros, les montants ayant triplé depuis cinq ans (graphique 21). Le marché européen de la titrisation⁵ reste dominé par les *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS), qui représentent 54 % du montant total des émissions, suivis par les *Collateralised Debt Obligations* (CDO) avec 20 % du marché. Malgré une forte croissance en 2006 (+ 60 %), les *Asset Backed Securities* (ABS) représentent, avec 25 milliards d'euros, seulement 6 % du marché. Le Royaume-Uni domine encore le marché européen avec plus de 192 milliards d'euros de nouvelles émissions (hors CDO), en hausse de 52 % par rapport à 2005, suivi par l'Espagne (44 milliards d'euros), l'Allemagne (37,7 milliards d'euros) et loin derrière, la France, avec 7,7 milliards d'émissions. À titre de comparaison, aux États-Unis, les émissions d'ABS se sont élevées à 1 230 milliards de dollars en 2006. Leur encours s'accroît à un rythme rapide depuis le début de la décennie et s'élève à près de 2 130 milliards de dollars fin 2006.

5 Sur le marché de la titrisation, les ABS désignent les titres émis par une institution spécifique, le SPV (*Special Purpose Vehicle*), pour financer l'acquisition de créances cédées par un établissement de crédit. On parle de RMBS lorsque les créances titrisées sont des crédits hypothécaires résidentiels. Proches des ABS dans leur principe général, les CDO se distinguent quant à eux par la nature du portefeuille d'actifs sur lequel repose l'opération de titrisation. En particulier, alors que les ABS sont adossés à un portefeuille d'actifs homogènes et présentant un nombre important de lignes, les CDO font davantage jouer le principe de diversification (à travers un portefeuille diversifié/hétérogène) et sont en règle générale composés d'un nombre de lignes plus réduit.

GRAPHIQUE 21

Émissions de véhicules de titrisation en Europe (en milliards d'euros)

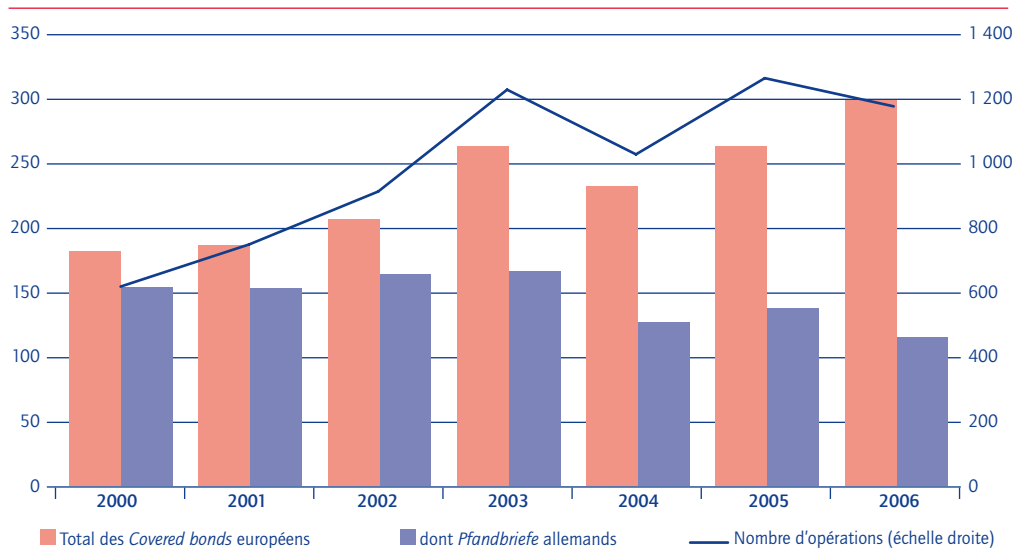


Source : European Securitisation Forum

Parallèlement, le marché de la dette privée est soutenu en Europe par la croissance des émissions de titres de dette sécurisée, dans un contexte d'évolution des réglementations nationales et européennes. Après une année 2005 dynamique, le montant de ces opérations a progressé de 13 % en 2006, à près de 300 milliards d'euros (graphique 22). Si le marché reste aujourd'hui dominé par les *Pfandbriefe* allemands, la croissance très rapide des *Cedulas hipotecarias* espagnoles doit être soulignée.

GRAPHIQUE 22

Émissions de *covered bond* en Europe (en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

D > Un recul des émissions et un marché secondaire atone à Paris

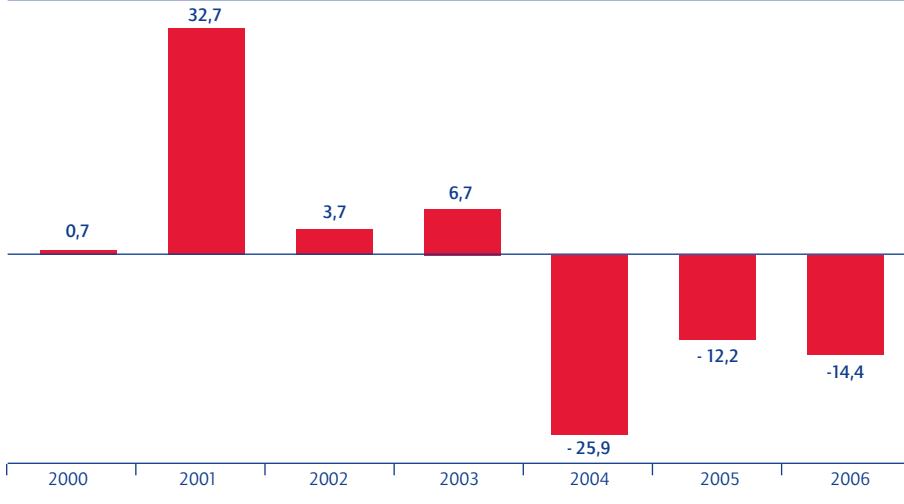
À Paris, la capitalisation boursière du marché obligataire est passée de 859 milliards d'euros en 2005 à 830 milliards d'euros en 2006, soit une baisse de 3 %. L'activité y est en outre apparue très mal orientée, notamment sur le marché primaire.

1 > Une moindre attractivité de la Place de Paris sur le marché primaire

En 2006, les émissions brutes réalisées sur Euronext-Paris ont avoisiné 120 milliards d'euros contre 162 milliards d'euros l'année précédente. Cette baisse est principalement imputable au segment des émissions privées qui s'est effondré de plus de 40 % à 49 milliards d'euros⁶. Compte tenu des remboursements intervenus en cours d'année, les émissions nettes totales sont devenues légèrement négatives en 2006 (- 0,4 milliard d'euros) alors qu'elles demeuraient encore largement positives en 2005 à 20 milliards d'euros. S'agissant plus particulièrement des émissions nettes des sociétés non financières, elles sont apparues négatives et ce, pour la troisième année consécutive, atteignant - 14,4 milliards d'euros en 2006 (graphique 23).

⁶ Les émissions réalisées par l'État se sont inscrites en recul de 13 % à 70 milliards d'euros (soit près de 80 % de l'ensemble des émissions).

GRAPHIQUE 23

Émissions nettes d'obligations par les sociétés non financières en France
(en milliards d'euros)

Source : Banque de France

Au-delà d'un désendettement des sociétés, cet important recul de l'activité sur le marché primaire à Paris témoigne d'une tendance lourde à la délocalisation des émissions par les sociétés françaises vers d'autres places financières, notamment la Bourse de Luxembourg. Sur cette dernière, plus de 90 % des sociétés cotées sont étrangères et la quasi-totalité des lignes de cotation concernent des émetteurs non-résidents (tableau 10). Fin 2006, 98 émetteurs français privés⁷ offraient ainsi au moins une ligne de cotation au Luxembourg et 529 programmes d'émissions EMTN (*Euro Medium Term Notes*) y ont été ouverts. Il convient néanmoins de noter l'important contraste, s'agissant de la Bourse de Luxembourg, entre le dynamisme du marché primaire et le faible développement du marché secondaire, les montants échangés en 2006 sur le système central ayant à peine dépassé 1,3 milliard d'euros.

⁷ Ces 98 émetteurs français détenaient 2 415 lignes de cotation d'obligations. Parmi eux figuraient, notamment, les grandes banques françaises (BNP Paribas, SG Option Europe, Calyon) mais aussi des sociétés industrielles (Réseau Ferré de France, Renault, Rhodia ou encore Véolia Environnement).

TABLEAU 10

Nombre de lignes obligataires sur les principales places européennes à fin 2006

Bourse	Nombre de lignes de cotation			Variation sur un an	
	Total	Domestiques publiques	Domestiques privées		Étrangères
Luxembourg SE	28 626	1	0	28 625	7 %
Deutsche Börse	18 387	1 336	11 612	5 439	69 %
Irish SE	16 643	27	4 266	12 350	71 %
London SE	12 620	124	6 990	5 506	15 %
OMX	4 727	350	4 095	282	9 %
BME Spanish Exchanges	4 129	377	3 707	45	26 %
Euronext	3 366		343	3 023	- 4 %
- dont Euronext-Paris	1 495		154	1 341	- 11 %
Wiener Börse	2 929	149	2 530	250	26 %
Swiss Exchange	1 271	130	417	724	5 %

Source : World Exchange Fédération

Si l'on s'intéresse plus spécifiquement aux opérations visées par l'AMF, il apparaît qu'en 2006, les émissions privées de titres de créance se sont repliées de près de 60 % à 17 milliards d'euros. Ce mouvement peut en grande partie s'expliquer par la mise en place du passeport européen, issu de la transposition de la directive Prospectus⁸. Cependant, il a été en partie compensé par l'augmentation des programmes EMTN. En 2006, 15 programmes EMTN ont été visés par l'AMF pour un montant maximum d'émissions de 276 milliards d'euros et les émissions à Paris se sont élevées à 12 milliards d'euros.

Concernant les bons d'option (*warrants*), la baisse tendancielle du nombre de visas s'est accentuée en 2006, la quasi-totalité de ces produits faisant désormais l'objet de programmes d'émission. Après 13,2 milliards d'euros en 2005, les émissions de bons d'option visées par l'AMF n'ont atteint que 2,2 milliards. Un constat similaire peut être fait concernant les émissions de certificats visées par l'AMF, qui sont passées de 6,3 milliards d'euros en 2005 à moins d'un milliard d'euros en 2006 pour seulement deux émetteurs. En revanche, le nombre de *warrants* et certificats cotés sur Euronext Paris a fortement augmenté, passant de 5 071 (dont 4 565 bons d'option) à 5 838 (dont 5 241 bons d'option) entre 2005 et 2006.

2 > Le marché secondaire

De nouveau et à l'inverse des marchés d'actions, les montants échangés en 2006, dans le cadre de transactions passant par le système central NSC, sont en net recul, revenant à 4,1 milliards d'euros (dont 3,3 pour les obligations privées) contre 5,3 milliards d'euros l'année précédente,

⁸ La directive Prospectus (Directive 2003/71/CE) permet aux émetteurs de procéder à une offre ou à une demande d'admission d'instruments financiers sur la base d'un seul et même prospectus dans l'ensemble de l'Espace économique européen sans avoir à obtenir de nouvelle autorisation de la part de l'autorité de régulation du pays d'accueil.

soit une baisse de 23,3 %. Ces données ne sont néanmoins pas représentatives de l'ensemble du marché secondaire, essentiellement constitué d'opérations de gré à gré. En particulier, elles ne rendent pas compte des transactions passant par des plate-formes.

Si l'on s'intéresse aux marchés de gré à gré, les montants échangés sur les titres de créance à moyen et long terme d'émetteurs privés se sont élevés à 125 milliards d'euros contre 148 milliards d'euros en 2005, soit une baisse de seulement 8 %⁹.

4 > Les marchés de produits dérivés

A > La forte croissance des marchés organisés s'accompagne d'un renforcement de leur spécialisation

Mesurée par les montants notionnels traités, l'activité enregistrée sur les marchés organisés de dérivés au cours des trois premiers trimestres de 2006 a crû au rythme soutenu de + 29,5 %, en glissement annuel, après + 30,8 % en 2004 et + 22,2 % en 2005.

On constate plus précisément :

- une croissance particulièrement forte des transactions sur contrats d'options (+ 40,3 %) ;
- par ailleurs, la forte croissance du segment des dérivés d'indices d'actions, soit + 48,8 % *futures* et options confondus, permet à cette catégorie de représenter 9,7 % des encours de l'ensemble des produits dérivés cotés sur les marchés organisés à fin septembre 2006¹⁰ ;
- dans le même temps, la faible croissance du marché des dérivés de change ne permet pas d'accroître significativement le poids dans l'ensemble des produits dérivés cotés sur les marchés organisés, soit à peine 0,3 % des montants notionnels à fin septembre 2006 (0,5 % pour les seuls contrats de *futures*) ;
- une croissance légèrement plus marquée des marchés d'Amérique du Nord, due en partie au développement des options de taux fixes.

Eu égard aux positions stratégiques des marchés de produits dérivés, on observe, de part et d'autre de l'Atlantique, une tendance au renforcement des positions dominantes. Ainsi, Eurex sur le segment des dérivés de taux longs, comme Euronext.Liffe sur celui des dérivés de taux courts, détiennent des quasi-monopoles en Europe. Le principe selon lequel « la liquidité attire la liquidité » semble donc prévaloir. Des exceptions existent cependant. Sur le marché des dérivés d'indices, par exemple, où, mis à part les dérivés d'indices européens pour lesquels les contrats STOXX et Euro STOXX d'Eurex dominent largement, l'activité reste sur les marchés d'origine des indices nationaux. Cette tendance à la spécialisation des marchés se double par ailleurs d'un mouvement de concentration. Ainsi, en octobre 2006, les deux principaux marchés à terme, à savoir le *Chicago Mercantile Exchange*, leader notamment sur les dérivés de taux courts, et le *Chicago Board of Trade*, leader notamment sur les dérivés de taux longs et de marchandises, décidaient de se regrouper.

⁹ Ces statistiques sont issues de données Euroclear et sont donc calculées sur des flux qui peuvent parfois être compensés. Par ailleurs, elles ne comprennent pas les transactions pour lesquelles les titres sont déposés chez Clearstream.

¹⁰ Dans une nomenclature qui distingue trois catégories, à savoir les dérivés de change, les dérivés de taux d'intérêt et les dérivés d'indices d'actions.

Le degré de concurrence auquel sont soumis les marchés organisés de produits dérivés reste élevé, contribuant ainsi à stimuler l'innovation financière. Aux États-Unis, la confirmation du succès de l'*International Securities Exchange* (ISE), un marché lancé en mai 2000 et qui détient aujourd'hui la plus grosse part de marché sur le segment des options sur actions, en est un exemple probant. Le succès de ce marché, probablement dû à l'adoption d'un système de négociation entièrement automatisé, souligne en effet la promptitude de la sanction de tout manque de réactivité des Bourses établies. Par ailleurs, le mouvement en cours, y compris transatlantique, de concentration des Bourses pourrait également être de nature à intensifier la concurrence sur les marchés à terme. Dans ce contexte, et compte tenu de la compétition croissante entre des entreprises de marché de plus en plus fréquemment cotées et indépendantes de leurs clients, la concurrence avec les marchés de gré à gré devrait également s'intensifier. Ceci semble d'autant plus probable que les principales innovations financières de ces dernières années, à l'image des dérivés de crédit, se sont développées sur les marchés de gré à gré.

TABLEAU 11

Encours des contrats de dérivés des marchés organisés^(1,2) (notionnels, fin de période)

En milliards de dollars	Fin déc. 2004	Fin juin 2005	Fin déc. 2005	Variation annuelle	Fin juin 2006	Variation annuelle
Contrats de change	164	169	174	+ 6,1	188	+ 11,2
Dérivés de taux ⁽³⁾	42 769	53 794	52 297	+ 22,3	76 838	+ 42,8
Dérivés d'actions	3 659	4 554	5 346	+ 46,1	7 389	+ 62,3
Total	46 592	58 517	57 816	+ 24,1	84 415	+ 44,3

Source : Banque des Règlements Internationaux

1 Ajusté du double comptage. Encours notionnels ajustés en divisant par deux les positions par rapport aux autres négociateurs couverts par l'enquête.

2 Sources : Fow Trade data ; Futures Industry Association ; divers marchés de *futures* et d'options.

3 Contrats libellés en une seule monnaie.

B > Les développements contrastés d'Euronext.Liffe

Dans ce contexte favorable, Euronext.Liffe semble se situer légèrement en retrait par rapport aux Bourses concurrentes. Les performances relativement homogènes entre les différentes catégories de produits masquent quelques disparités. En particulier sur les segments de dérivés d'actions individuelles, on observe une faible croissance du marché des options. L'atonie de ce marché est cependant partiellement compensée par le développement significatif des marchés de *futures*, qu'il s'agisse des contrats sur actions individuelles (*single stock futures*) ou sur indices boursiers.

Un rapport inverse est observé entre les marchés d'options et de *futures* sur les segments de dérivés de marchandises et de change. Eu égard à l'importance et au développement du marché de gré à gré, la forte croissance du segment des dérivés de change, notamment celui des options, paraît prometteuse. Finalement, le marché des taux courts, en l'absence d'un développement des segments de dérivés de taux sur des maturités longues, semble avoir atteint un certain degré de maturité et continue de constituer la principale source d'activité sur le marché des produits dérivés d'Euronext.Liffe.

TABLEAU 12

Volumes traités sur les marchés de dérivés d'Euronext.Liffe en 2006 (nombre de lots)

	2005*	2006**	Variation annuelle (en %)
Dérivés d'actions	307 470 232	249 724 658	23,1
Dérivés d'actions individuelles	185 067 736	151 316 573	22,3
- Futures	29 515 726	12 158 093	142,8
- Options	155 552 010	139 158 480	11,8
Dérivés d'indices	122 402 496	98 408 085	24,4
- Futures	72 135 006	56 142 676	28,5
- Options	50 267 490	42 265 409	18,9
Dérivés de taux	412 239 663	347 223 274	18,7
Dérivés de taux courts	388 994 159	328 144 901	18,5
- Futures	296 008 444	248 662 893	19,0
- Options	92 985 715	79 482 008	17,0
Dérivés de taux de moyen et long terme	23 245 504	19 078 373	21,8
- Futures	23 245 504	19 078 373	21,8
- Options	0	0	-
Dérivés de marchandises	9 851 385	8 498 870	15,9
- Futures	9 124 195	8 054 116	13,3
- Options	727 190	444 754	63,5
Dérivés de change	741 846	411 392	80,3
- Futures	8 807	7 435	18,5
- Options	733 039	403 957	81,5
TOTAL EURONEXT. LIFFE	730 303 126	605 858 194	20,5
- dont futures	430 037 682	344 103 586	25,0
- dont options		261 754 608	14,7

Source : Euronext.Liffe

* Du fait des changements de taille de certains contrats, les données 2005 ont été ajustées pour permettre la comparaison.
- le 21 février 2005, le contrat à terme ferme sur le BEL 20 est passé d'une taille de 20 euros à 10 euros par point d'indice ;
- depuis le 20 juin 2005, les options sur actions américaines traitées à Paris portent sur 100 et non plus 10 actions ;
- le 9 mai 2005, les options CAC 40 sont passées de 1 euro à 10 euros par point d'indice.

** Les données relatives à 2006 sont ajustées car le passage aux nouvelles tailles de contrats n'est pas encore achevé. Elles excluent 1,7 million de lots de transactions sur options exceptionnelles, dues à des paiements de dividendes.

C > Le regain de croissance des marchés de gré à gré provient surtout de certains segments de marché

Concernant les marchés de gré à gré, l'information statistique fait largement défaut en dehors des enquêtes conduites sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). À cet égard, la dernière enquête de la BRI fait ressortir une croissance de 24 %, à 370 trillions (milliers de milliards) de l'encours notionnel de l'ensemble des contrats traités sur les marchés de gré à gré entre juin 2005 et juin 2006, soit un niveau nettement inférieur à la croissance observée sur les marchés organisés au cours de la même période (+ 45 %).

L'analyse des différentes catégories de produits montre, par ailleurs, au premier semestre 2006 :

- un développement accéléré du marché des dérivés de crédit avec la croissance, en particulier, de 46 % sur le marché des *Credit Default Swaps* (CDS), dynamisée par le marché des contrats multi-émetteurs (*multi-name CDSs*). Sur cette période, l'encours des contrats multi-émetteurs a crû de 86 % à 6,5 trillions de dollars, contre une hausse d'un peu moins de 33 %, à 13,9 trillions de dollars, pour les contrats portant sur un émetteur unique. La croissance la plus forte a été enregistrée par les contrats portant sur des maturités courtes (inférieures à un an) et longues (supérieures à cinq ans), les maturités intermédiaires continuant cependant de constituer l'essentiel des contrats. D'après l'enquête de la *British Banker's Association* (BBA), si le marché demeure toujours dominé par les CDS (33 % du marché), la tendance récente montre la montée en puissance des produits dérivés sur indices, qui concentrent désormais 30 % du marché alors qu'ils étaient quasi inexistants au début des années 2000. Ils sont suivis par les CDO synthétiques, qui représentent 16 % du marché en 2006. La Place londonienne demeure la place financière où se traitent 40 % des volumes, contre 10 % pour le reste de l'Europe ;
- un regain de croissance de 24 %, au premier semestre 2006, du marché des dérivés de taux. Celui-ci peut particulièrement être attribué aux contrats libellés en euros, ces derniers représentant désormais 104 trillions de dollars contre 88 pour les contrats en dollars. Un autre segment de forte croissance a été celui des *swaps* et options de taux, les contrats à terme ferme (*forwards*) ayant crû moins rapidement ;
- une activité robuste du marché des dérivés de change dont les montants notionnels traités ont crû de + 22 % au premier semestre. Cette croissance est liée au dynamisme des options de change et, dans une moindre mesure, à des *forwards*, qui constituent le segment principal de ce marché. Sur ce dernier, la prédominance des contrats libellés en dollars reste par ailleurs incontestée, puisqu'ils représentent 83 % des contrats traités, contre 40 % pour les contrats libellés en euros ;
- un ralentissement de la croissance des contrats sur marchés de matières premières à 18 % au premier semestre, le principal facteur de croissance (+ 36 %) ayant été le marché de l'or et des métaux précieux ;
- un ralentissement de la croissance du segment des dérivés d'actions (à + 17 % contre + 27 % au second semestre 2005). Ce segment est constitué à près de 50 % de contrats sur actions européennes, soit plus du double de la part des dérivés sur actions américaines. Selon la BRI, ceci résulte probablement du fait que les Américains traitent plus largement les dérivés d'actions sur des marchés organisés. En outre, à la différence des contrats de taux et de change, les dérivés OTC d'actions sont dominés par les options, qui représentent 80 % des contrats.

TABLEAU 13

Marchés de dérivés – Marché gré à gré (notionnels)

En milliards de dollars	Fin déc. 2004	Fin juin 2005	Fin déc. 2005	Glissement annuel	Fin juin 2006	Glissement annuel
Contrats de change	29 289	31 081	31 364	+ 7,1	38 111	+ 22,6
Dérivés de taux ⁽¹⁾	190 502	204 795	211 970	+ 11,3	262 296	+ 28,1
Dérivés d'actions	4 385	4 551	5 793	+ 32,1	6 783	+ 49,0
Marchandises ⁽²⁾	1 443	2 940	5 434	+ 276,6	6 394	+ 117,5
<i>Credit Default Swaps</i>	6 396	10 211	13 908	+ 117,4	20 352	+ 99,3
Autres ⁽³⁾	25 879	27 915	29 199	+ 12,8	35 969	+ 28,9
Total (CDS inclus)	257 894	281 493	297 670	+ 15,4	369 906	+ 31,4

1 Contrats libellés en une seule monnaie.

2 Les ajustements pour double-comptage sont partiellement estimés.

3 Inclus les contrats de change, de taux, d'actions et de marchandises des entités non déclarantes ; basé sur l'enquête triennale des banques centrales sur l'activité des marchés de change et de dérivés.

Source : Banque des Règlements Internationaux

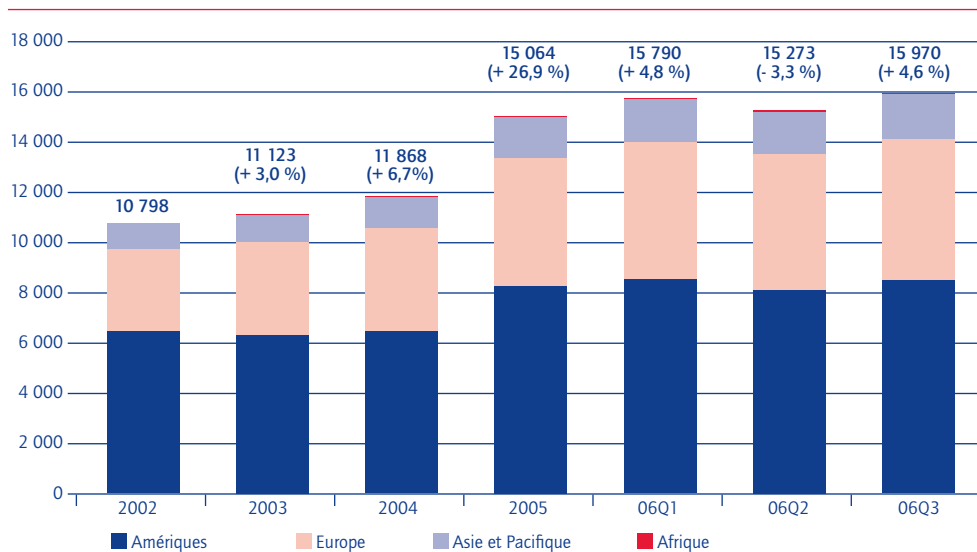
5 > Les produits de gestion pour compte de tiers

A > Une croissance significative des encours globaux de la gestion pour compte de tiers

Dans le contexte de maintien des faibles rendements obligataires et de dynamisme des marchés d'actions, la croissance mondiale des actifs gérés pour compte de tiers, bien qu'affectée par les turbulences des marchés du second trimestre, a été significative en 2006 (graphique 24). En France, en particulier, les encours gérés au titre de la gestion collective (OPCVM) et de la gestion sous mandat ont progressé d'environ 15 % à près de 2 500 milliards d'euros, dont trois cinquièmes relèvent de la gestion collective.

GRAPHIQUE 24

Part des différentes zones géographiques dans l'actif net mondial des OPCVM (en milliards d'euros)



Source : ICI

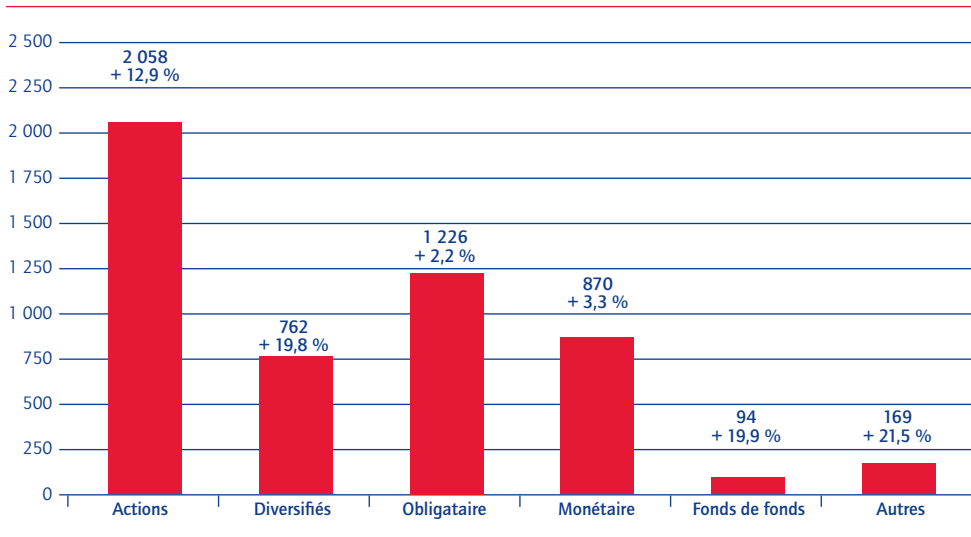
L'industrie de la gestion a donc enregistré une forte collecte et a probablement continué de bénéficier d'une tendance maintenant décennale d'institutionnalisation de l'épargne liée au développement de la capitalisation des retraites par les fonds de pension et, notamment en France, de l'assurance-vie en unités de compte. Ainsi, en France, la collecte des onze premiers mois de 2006, réalisée par les contrats en unités de compte – des contrats qui font largement recours à l'investissement en fonds de gestion collective – a enregistré un rythme de croissance annuel de + 52 %.

Dans le monde, la forte croissance globale des encours d'OPCVM s'explique donc en partie par la vigueur de la collecte nette. Elle s'explique aussi par la performance des fonds gérés qui a notamment contribué à la forte croissance des encours des fonds actions et diversifiés, respectivement de + 12,9 % et + 19,8 % en Europe, contre + 2,2 % pour les fonds obligataires

(graphique 25). Pour autant, ces effets de valorisation des encours gérés ont également été un facteur de volatilité, notamment aux États-Unis où l'on a observé au second trimestre un léger recul de l'actif net de l'ensemble des fonds mutuels.

GRAPHIQUE 25

Europe : encours sous gestion à fin septembre 2006 (en milliards d'euros) et variation d'actif des OPCVM par rapport à fin 2005



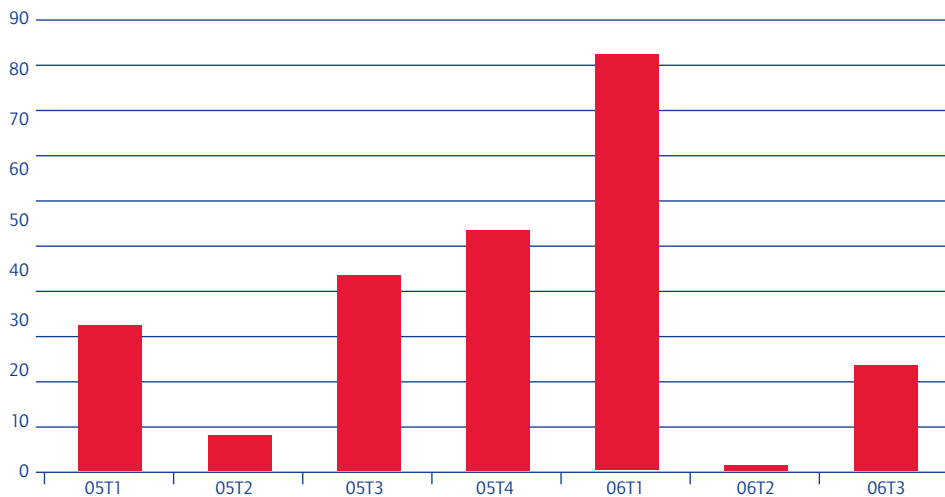
Source : EFAMA

B > La demande des investisseurs reste favorable aux fonds actions mais s'oriente de plus en plus vers une offre alternative

Dans un contexte boursier porteur, les achats nets de parts d'OPCVM actions ont été très significatifs en Europe, puisque malgré le retournement des marchés d'actions de mai-juin, ils ont totalisé 105 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de l'année 2006, soit 40 % de plus que sur la période équivalente de l'année précédente (graphique 26). Ces achats ont porté pour une grande partie sur des fonds luxembourgeois et, dans une moindre mesure, français. S'agissant de ces derniers, la collecte nette réalisée par les OPCVM actions a avoisiné 33 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année 2006 (tableau 14).

GRAPHIQUE 26

Flux nets de placements en OPCVM actions en Europe (en milliards d'euros)



Source : EFAMA

Une autre tendance notable est l'essor de la gestion alternative qui vise à réaliser une performance « absolue » décorrélée des principaux indicateurs de performance (*benchmarks*) des marchés d'actions. Ce type de gestion mesure en effet, en général, ses performances (et ses objectifs de gestion) par un écart absolu au taux sans risque (ex. : Euribor 3 mois + x pb).

TABLEAU 14

Décomposition de la variation d'actif net des OPCVM français (en milliards d'euros)

	Fonds actions	Fonds diversifiés	Fonds obligataires*	Fonds monétaires	Fonds à formule	Fonds de fonds alternatifs	Total**
Encours au 31 déc. 2005	256,3	250,9	181,0	389,5	61,1	16,3	1 155,10
Encours au 31 déc. 2006	332,3	295,2	190,6	429,2	69,6	26,5	1 343,40
Effet de marché	43,2	21,7	1,9	9,9	3,4	2,7	82,8
Souscriptions nettes	32,8	22,6	7,7	29,8	5,1	7,5	105,5

Source : Banque de France, ACAM, AFG AMF

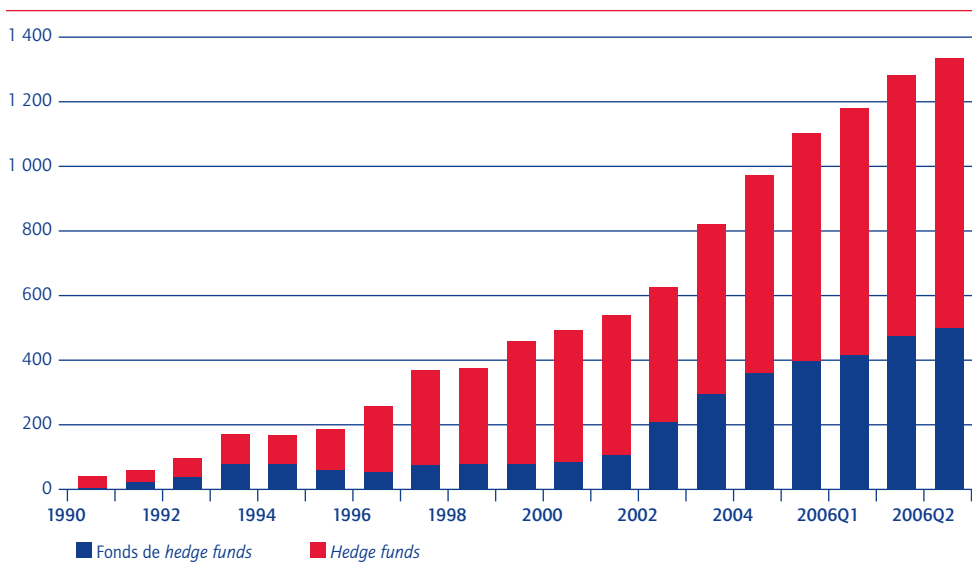
* L'internalisation de la gestion du fonds obligataire d'Epiposte (32 milliards) avait induit une décollecte de 14,5 milliards d'euros en 2005.

** Hors FCPE, FCPR et FCIMT.

Cette croissance de la gestion alternative est en premier lieu mesurée par celle des encours des *hedge funds* (graphique 27). Il convient d'observer ici que cette dernière trouve de plus en plus des relais dans la gestion de fonds de fonds et, par le biais de la cotation, sur les marchés organisés. Sur l'Eurolist d'Euronext Amsterdam, notamment, des actions du fonds de la société Boussard & Gavaudan Holding Limited ont, par exemple, été admises à la négociation début novembre 2006. Leur capitalisation atteignait 474,3 millions d'euros le 2 février 2007. Début janvier 2007, des actions du plus important fonds de ce segment de la cote d'Amsterdam par la capitalisation (1 028,4 millions de capitalisation), le fonds Marshall Wace Tops¹¹, ont également été admises. La croissance des *hedge funds* concerne donc potentiellement de plus en plus une population d'investisseurs particuliers. La croissance – certes encore embryonnaire – de ce type de fonds dans l'univers des fonds alternatifs réglementés, est également vigoureuse. On en juge par exemple par l'accroissement de 62,6 %, à 10,2 milliards d'euros, de l'encours des fonds de fonds alternatifs (ARIA) de droit français.

GRAPHIQUE 27

Encours mondiaux de *hedge funds* (en milliards de dollars)



Source : HFR

C > Des facteurs de réorganisation de l'industrie en Europe

Les progrès de l'intégration du marché européen de la gestion d'actifs sont sensibles à de nombreux égards et peuvent, par exemple, être mesurés par le développement de l'importance des fonds commercialisés de façon transfrontière. Plus spécifiquement, ce processus est susceptible de s'intensifier avec la poursuite de l'harmonisation du cadre réglementaire européen. Ainsi, le

¹¹ Le fonds Boussard et Gavaudan est « multi-stratégique » ; la stratégie du fonds MW Tops est « long-short equity ».

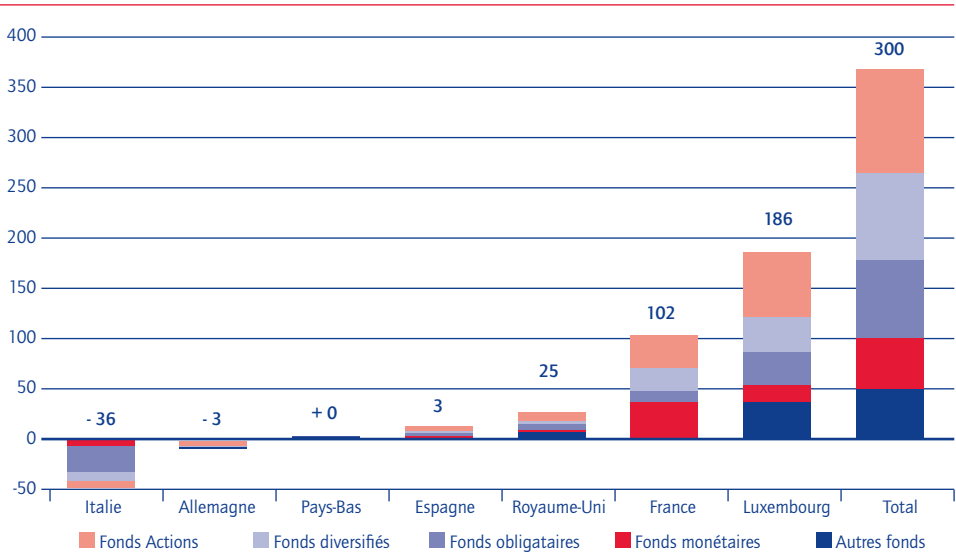
Livre blanc de la Commission européenne sur la gestion d'actifs, publié le 16 novembre 2006¹², précise-t-il, sans être prescriptif à ce stade, certaines orientations réglementaires, par exemple sur les fusions de fonds transfrontières ou sur la distribution des fonds. Ces orientations sont de nature à avoir un impact sur les conditions de la concurrence sur ce marché.

Certains facteurs de différenciation selon les pays méritent en outre d'être évoqués, comme, par exemple, l'hétérogénéité des niveaux de frais prélevés. On relève tout d'abord que l'architecture des réseaux de distribution de produits de gestion continue d'être caractérisée par un modèle d'intégration bancaire dans les pays d'Europe continentale, et, au Royaume-Uni, par un modèle d'architecture dite « ouverte », c'est-à-dire dans laquelle les distributeurs indépendants des producteurs sont plus à même de distribuer les offres de producteurs concurrents. En second lieu, les flux de décollecte enregistrés dans certains pays comme l'Allemagne et, plus particulièrement l'Italie en 2006, semblent largement résulter d'un phénomène de domiciliation des fonds dans d'autres juridictions, un phénomène qui ne semble pas toucher la France et le Royaume-Uni dans des proportions similaires (graphique 29). Ainsi, les statistiques de rachats nets significatifs de fonds actions enregistrés en Italie en 2006, en dépit d'une croissance de 18,0 % de l'indice MIB 30, peuvent-elles perdre une partie de leur signification.

En France, par ailleurs, la vigueur de l'activité est attestée non seulement par la collecte positive observée plus haut, mais aussi par un dynamisme de l'activité entrepreneuriale qui a conduit l'AMF à agréer 42 sociétés de gestion en 2006 contre 26 l'année précédente.

GRAPHIQUE 28

Ventes nettes d'OPCVM en Europe et dans les principaux pays européens par types de produits (en millions d'euros)

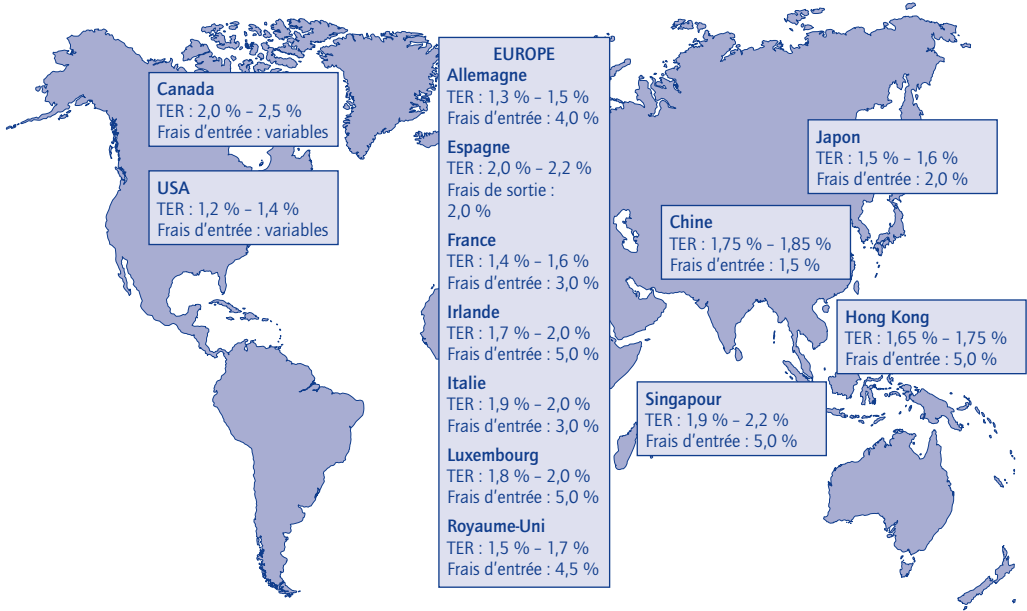


Source : EFAMA

¹² Le Livre blanc sur l'amélioration du cadre réglementaire du marché unique des fonds d'investissement est disponible en ligne sur le site de la Commission européenne, rubrique « Marché Intérieur/Valeurs mobilières et fonds d'investissement/Gestion d'actifs (Fonds d'investissement) ».

GRAPHIQUE 29

Frais de gestion* : niveaux « typiques »



* Les TER (*Total Expense Ratios*) sont des mesures harmonisées des frais de gestion.

Sources : Khorana, Servaes, *Mutual Fund Fees Around the World* (mai 2006), cité par : Lipper Fitzrovia (novembre 2006)