

CHAPITRE INTRODUCTIF

I- Le système monétaire international

Le Système Monétaire International (SMI) représente le cadre institutionnel des échanges internationaux. L'objectif du SMI est d'assurer le développement équilibré des échanges internationaux de biens, de services et de capitaux et donc de favoriser la croissance des économies nationales.

Un système monétaire international est caractérisé notamment par la nature du régime de change. Le régime de change se définit à partir de l'existence ou non d'un système institutionnel entre deux ou plusieurs pays pour organiser, selon certaines règles, les variations de parités. Le choix d'un régime de change dépend des caractéristiques de l'économie nationale et de l'évolution de l'environnement économique et financier international.

1. le régime de change fixe

Dans le sens le plus large, le régime de change fixe est défini comme un système de rattachement de la monnaie nationale à une devise ou à un panier de devises avec une parité fixe (USD, EUR, ou autres paniers). Le choix des devises de rattachement se fait en fonction de la structure du commerce extérieur.

2. le régime de change flottant

Aucun engagement n'est pris au sujet du taux de change, qui évolue librement, en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des changes. Une monnaie dont le taux de change est flottant est, par définition, peu soumise aux interventions de la banque centrale.

II- les places financières internationales

Les places financières internationales jouent un rôle fondamental dans le fonctionnement des marchés internationaux de capitaux.

Une place financière internationale se définit comme étant un lieu de rencontre de flux financiers internationaux, redistribués à travers le monde. La place doit témoigner d'une capacité d'attraction des capitaux étrangers et doit offrir suffisamment de débouchés pour ces fonds.

Les conditions nécessaires au développement d'une place financière internationale sont :

- L'existence d'une infrastructure matérielle (réseaux d'information et de télécommunication, système informatique) et humaine (expertise des opérateurs en matière bancaire et financière) adaptée ;
- Un environnement économique, politique et réglementaire favorable aux opérations internationales : un vaste marché national des capitaux, la garantie d'un organisme de surveillance, une liberté des changes, des coûts de transactions faibles, une fiscalité favorable.... ;
- Les institutions financières présentes localement doivent être dynamiques en offrant une multitude de produits financiers diversifiés qui permettent de répondre à la fois aux besoins des investisseurs et des emprunteurs.

L'importance d'une place financière internationale est mesurée par la capitalisation boursière¹, par le nombre de sociétés étrangères cotées et par le nombre de banques étrangères installées.

Les principaux marchés sont localisés dans trois zones géographiques distinctes : l'Europe, l'Amérique du Nord et l'Extrême-Orient. Les marchés de ces trois zones interagissent entre eux et sont étroitement interdépendants. Les principales places financières européennes sont Londres, Francfort et Zurich. Les principales places financières d'Amérique du Nord sont celles de New York, Chicago et Philadelphie. Enfin, les principaux centres en Extrême-Orient sont ceux de Tokyo, Singapour et Hong Kong.

¹ La capitalisation boursière d'une société cotée est définie par le cours boursier d'une action multiplié par le nombre d'actions en circulation. La capitalisation boursière d'une place financière est la somme des capitalisations de chaque société cotée.

III- Le marché des changes

Le marché des changes est un marché sur lequel il y a une confrontation entre les offres (les ventes) et les demandes (les achats) de devises afin de déterminer les cours ou taux de change.

1. Les participants

a) Les banques :

Les banques sont les principaux participants au marché des changes. Elles peuvent agir soit pour le compte de leurs clients soit pour leur propre compte. Pour répondre efficacement aux besoins de leurs clients, les banques doivent être actives et présentes d'une manière continue sur le marché. Cette présence n'est pas la même pour toutes les banques car elle est très coûteuse. En effet, pour pouvoir opérer sur le marché des changes, les banques doivent disposer d'une infrastructure adéquate, humaine et matérielle, à savoir une salle des marchés.

Dans les banques, les spécialistes du marché des changes sont *les cambistes* qui opèrent dans les salles des marchés. Les cambistes peuvent être :

- Des *traders* qui sont des *market makers* ou *teneurs de marché* : ces opérateurs assurent en permanence la liquidité du marché car ils sont en mesure d'offrir à tout instant des cours de change à l'achat et à la vente sur un grand nombre de devises. Ils assurent un rôle de contrepartie. Les cours qu'ils fixent servent de référence pour les autres opérateurs. Seules les très grandes banques peuvent exercer cette fonction.

- Des *cambistes clientèle* ou *salers* qui sont chargés de répondre à la demande de leurs clients. Pour faciliter ses opérations, toute banque agissant sur le marché des changes doit disposer d'un réseau de banques correspondantes à l'étranger qui servent d'intermédiaires pour verser ou recevoir les devises négociées sur le marché. Un compte de correspondant pour une banque d'un pays A est un compte ouvert dans une banque partenaire dans un autre pays B et tenu dans la monnaie de ce pays B.

b) La banque centrale :

La banque centrale assure deux fonctions :

- Elle exécute les ordres de sa clientèle : les administrations publiques, les banques centrales étrangères et les organismes internationaux.

- Elle intervient pour régulariser l'évolution du cours de la monnaie nationale par rapport aux devises étrangères soit pour des raisons de politique économique interne, soit pour respecter des parités fixes dans le cadre d'un système de taux de change fixe. Elle intervient également dans le cas d'un système de change flottant quand des turbulences et des incertitudes provoquent des fluctuations erratiques des cours qu'elle estime dénuées de justification économique. Compte tenu de l'ampleur du marché des changes et des réserves des banques centrales, leurs interventions sont en général limitées. Pour être efficaces, ces interventions doivent être massives, coordonnées et se produire à des moments opportuns.

c) Les courtiers ou brokers :

Pour opérer sur le marché des changes, il n'est pas indispensable de passer par les services des courtiers. Ces derniers n'interviennent pas sur le marché des changes pour leur propre compte. Ce sont de simples intermédiaires qui ne prennent aucune position de change.

Les courtiers sont des professionnels indépendants qui jouent un rôle essentiel sur le marché des changes en tant qu'intermédiaires et informateurs. D'une part, grâce au grand nombre de leurs contacts, ils centralisent les ordres d'achat et de vente de plusieurs banques. D'autre part, ils informent les opérateurs des meilleurs cours auxquels s'achètent et se vendent les différentes devises.

d) Les clients :

Ils n'interviennent pas directement sur le marché des changes, mais ils le font par l'intermédiaire des banques ou des courtiers. Ce sont : les entreprises industrielles et commerciales, les petites banques, les investisseurs institutionnels et les particuliers.

Les grands groupes industriels et commerciaux, dont le volume d'activité en devises est important, ont créé leur propre salle des marchés, au niveau de leur filiale financière, pour pouvoir intervenir directement sur le marché des changes. De même, les investisseurs institutionnels (fonds de pension, sociétés d'assurance et organismes de placement collectif) et les agents privés détenant de grandes fortunes sont devenus, eux aussi, des acteurs de première importance, car les gérants de ces fonds mettent de plus en plus l'accent sur les placements à l'étranger pour diversifier leurs risques et améliorer leurs rendements.

2. Les supports utilisés :

Les supports utilisés sont principalement les virements interbancaires (le change scriptural) et accessoirement le numéraire (le change manuel).

a) Les virements interbancaires :

Les achats et les ventes de devises sur le marché des changes donnent lieu à des transferts sous forme de virements interbancaires entre comptes libellés en monnaies différentes. Ces transferts nécessitent à l'évidence la conversion d'une monnaie en une autre.

Les mouvements de devises s'effectuent par un simple jeu d'écriture entre comptes bancaires. Les banques doivent détenir des comptes auprès de banques correspondantes à l'étranger². Le compte *nostri* est le compte ouvert par la banque auprès de son correspondant étranger, il enregistre des écritures en devises. Le compte *lori* est le compte ouvert par le correspondant étranger auprès de la banque, il enregistre des écritures en monnaie nationale. Il n'y a pas de passage possible entre les deux comptes.

La rapidité d'exécution est le principal avantage des virements interbancaires. Les ordres de paiement sont de plus en plus transmis par le système *SWIFT* (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*) au détriment du télex.

b) Le numéraire :

Le numéraire est peu utilisé en comparaison des masses échangées par virements bancaires. Les cours appliqués aux particuliers (touristes, hommes d'affaires...) sont défavorables par rapport aux conditions obtenues sur le marché interbancaire car les transactions ont lieu en général sur de petits montants et les banques sont obligées de détenir en permanence dans leurs caisses des devises subissant ainsi un coût d'opportunité et un coût de détention de billets (transport, assurance, manipulation...).

² Une banque correspondante est une banque qui réalise des opérations dans son pays et dans sa monnaie pour le compte d'une banque partenaire située à l'étranger.

3. Les opérations effectuées sur le marché des changes :

Trois types d'opérations peuvent être effectués sur le marché des changes dont le degré de risque est différent. Les intervenants peuvent effectuer des opérations de couverture, de spéculation et d'arbitrage. Ces intervenants sont les banques et les autres institutions financières qui agissent pour leur propre compte ou pour celui de leur clientèle.

a) La couverture :

La couverture est le premier et le plus important des motifs pour lesquels les agents interviennent sur le marché des changes. Ces agents cherchent à couvrir un risque de change généré par des opérations, commerciales ou financières, d'encaissement ou de décaissement en devises, à une échéance donnée³. Dès la date de couverture l'agent connaît avec certitude la contrepartie dans sa monnaie nationale des flux futurs en devises.

Les opérations de couverture réalisées par les banques pour leur propre compte sont le plus souvent la conséquence des opérations de couverture initiées par les entreprises. En effet, les banques agissent pour couvrir leur risque de change ou pour résoudre des problèmes de trésorerie générés par les opérations effectuées avec leurs clients.

b) La spéculation :

La spéculation a un objectif totalement opposé à la couverture. Elle consiste à s'exposer volontairement au risque de change en espérant réaliser un gain. Par définition, une opération de spéculation n'est pas motivée par des transactions commerciales (exportations et importations de biens et services) ou financières (prêts et emprunts en devises).

La spéculation consiste à anticiper l'évolution future des cours pour une échéance donnée et à prendre immédiatement une position de change en conséquence. Cette position est liquidée à l'échéance. Ainsi, selon que les anticipations se réalisent ou non à l'échéance, les gains et les pertes potentiels sont illimités. Ces opérations de spéculation sont risquées, c'est pourquoi les directions générales des différentes banques imposent aux cambistes des limites de risques.

³ L'agent qui va encaisser à terme une somme en devise craint une baisse du cours de la devise par rapport à sa monnaie nationale. Inversement, un agent craint une hausse de ce cours en cas de décaissement en devise à une échéance donnée.

c) L'arbitrage :

Les opérations d'arbitrage sont initiées par les cambistes pour le propre compte de la banque ou pour celui de la clientèle. Ces opérations constituent une partie significative des transactions sur le marché des changes.

L'arbitrage consiste à tirer profit sans risque de l'existence au même moment d'écarts de cours de change. Ces écarts sont provoqués par une mauvaise propagation de l'information et par certaines réglementations.

Les opérations d'arbitrage exigent une grande rapidité car les taux de change varient instantanément. Elles sont, de ce fait, réservées aux institutions financières qui interviennent directement sur le marché. Avec le développement des moyens d'information et de communication, il devient est de plus en plus difficile pour les cambistes de réaliser des gains d'arbitrage.

4. Les caractéristiques du marché des changes

Les transactions sur le marché des changes s'effectuent sur deux niveaux :

- **Un marché de gros** qui est un marché interbancaire où se retrouvent uniquement les très grandes banques internationales traitant entre elles et, quelques fois, avec les banques centrales, directement ou par l'intermédiaire de courtiers. Les banques actives sur ce marché remplissent la fonction de *market maker*. Sur le marché de gros, la valeur minimale d'une transaction est de 1 million de dollars.

- **Un marché de détail** où se nouent les transactions entre les banques et leurs clients. Les banques conseillent leur clientèle et exécutent leurs ordres.

Le marché des changes est un marché de **gré à gré** (*OTC : Over The Counter*), c'est-à-dire que les transactions ne sont pas officiellement standardisées et qu'il n'y a pas d'endroit précis telle qu'une bourse où sont centralisées les cotations et les transactions.

Sur ce marché, les opérations se font par téléphone, avec confirmation par télex ou *SWIFT* avec les correspondants étrangers. Le respect des engagements verbaux est vital pour la bonne tenue du marché, ce qui explique l'importance de la réputation des intervenants. Les salles des marchés des grands établissements apparaissent comme l'organisme central des marchés de gré à gré.

Il existe trois grands compartiments du marché des changes qui sont interdépendants. Ce sont le marché des changes au comptant, le marché des changes à terme et le marché des produits dérivés⁴.

IV- le marché des eurodevises

1. Définitions :

Une eurodevise est une devise détenue en dehors du pays qui l'a émise. *Exemple* : un dollar déposé dans une banque située à Londres ou à Tokyo est un eurodollar, quelles que soient les nationalités du déposant et de la banque. Un dollar déposé dans une banque aux Etats-Unis est un dollar.

Le marché des eurodevises est un marché interbancaire sur lequel les banques prêtent et empruntent à court terme des eurodevises. C'est donc un marché de financement interbancaire à moins d'un an.

Une euro-banque est une banque qui accepte des dépôts en eurodevises et offre des crédits en eurodevises.

Les cotations affichées par les banques sont sous forme d'un taux emprunteur et d'un taux prêteur de l'eurodevise en question pour une échéance donnée. La différence entre les deux taux représente la marge de la banque ou *le spread* de taux d'intérêt. Généralement, les *spreads* sont de 1/8% jusqu'à 2%.

Pour toute eurodevise, la monnaie domestique reste la référence et elle y est étroitement corrélée.

Les transactions sur ce marché sont conclues par téléphone et confirmées par télex et les virements ont lieu en date de valeur J+2 pour tenir compte des 48 heures ouvrables standards nécessaires pour les transferts de fonds dans les différents comptes.

Exemple : Eurodollar à 1 mois : $2_{1/4} - 2_{5/8}$

⁴ Les marchés dérivés de devises sont des marchés où s'échangent des instruments dont la valeur dépend d'un actif sous-jacent, en l'occurrence une devise. Ce sont les contrats à terme de devises (Futures), les options de change et les swaps de devises.

Cette cotation, affichée par une banque à un instant t donné, signifie que cette dernière accepte d'emprunter des eurodollars à $2\frac{1}{4}\%$ et de prêter des eurodollars à $2\frac{5}{8}\%$ pour une échéance de 1 mois. Le *spread* de cette banque est de $\frac{3}{8}\%$.

Une commission bancaire sur taux d'intérêt peut s'ajouter au taux de base dans le cas d'un prêt effectué par une banque au client.

V- le marché de l'euro-credit

Un euro-crédit est un crédit à moyen et long terme (1 à 15 ans), consenti à partir de dépôts en eurodevises et accordé par un pool de banques.

Les montants des euro-crédits sont généralement entre 20 millions et 1 milliard de dollars. Comme une banque ne peut prendre à elle seule le risque de prêter des montants aussi importants, un regroupement de banques est nécessaire (syndication).

Les euro-crédits ont l'avantage d'être souples par rapport à d'autres sources de financement.

L'inconvénient majeur est lié au fait que ces euro-crédits sont ouverts aux pays en voie de développement dont la capacité de remboursement peut être limitée ; ce qui se traduit par une prime de risque qui augmente leur coût.

VI- le marché des obligations internationales

Sur le marché des obligations internationales, les euro-banques agissent seulement en tant qu'intermédiaires entre les émetteurs et les investisseurs pour le placement des obligations émises.

Le marché des obligations internationales se compose de deux types d'obligations : les obligations étrangères et les euro-obligations.

Les obligations étrangères sont des obligations émises à long terme et faisant l'objet d'une cotation en bourse.

Les euro-obligations sont des obligations émises par une entreprise ou par une entité publique, par les soins d'un syndicat international de banques et placées dans des pays autres que celui de la monnaie de libellé des obligations. Par exemple, une émission à Londres d'obligations libellées en dollars, quels que soient l'émetteur et l'investisseur.

La principale différence entre ces deux types d'obligations est que les obligations étrangères sont placées et négociées sur une bourse alors que les euro-obligations ne font pas l'objet de cotations obligatoires à un endroit géographique unique et sont placées par un syndicat de banques dans plusieurs pays. Le poids des euro-obligations est en moyenne 4 fois plus important que celui des obligations étrangères.

VII- le marché des actions internationales

On distingue généralement les actions étrangères des euro-actions.

Les actions étrangères sont des actions émises et cotées sur une place étrangère.

Les euro-actions sont des actions vendues sur l'euromarché et cotées sur une place financière étrangère. Leur achat est généralement financé par des eurodevises et elles sont souvent cotées sur des places où les formalités sont réduites : Londres, Singapour... Pour la société émettrice, l'intérêt des euro-actions est de faire connaître la société et d'obtenir des fonds sur plusieurs marchés. Ce type de financement permet de disperser les actions et donc de limiter les tentatives de prise de contrôle de la société émettrice. Elles permettent également d'éviter les éventuelles restrictions réglementaires du marché domestique.