

## **CH. 1 – LA GLOBALISATION DES MARCHES DE CAPITAUX**

### **I - L'EMERGENCE D'UN MARCHÉ MONDIAL DES CAPITAUX**

#### **1.1 - Qu'est ce que la globalisation financière ?**

##### **1.1.1 - Un essai de définition**

□ La globalisation financière est la mise en place d'un marché unifié des capitaux au niveau mondial. Cela signifie que les entreprises multinationales industrielles ou financières peuvent emprunter ou placer des capitaux sans limites où elles le souhaitent, quand elles le souhaitent, en utilisant tous les instruments financiers existants.

□ Le système financier international est devenu un méga-marché unique des capitaux, qui se caractérise par une double unité :

- de lieu : les places sont de plus en plus interconnectées grâce aux réseaux modernes de communication ;

- de temps : il fonctionne en continu, 24 h sur 24, successivement sur les places financières d'Extrême- Orient, d'Europe et d'Amérique du Nord.

□ Désormais, celui qui investit (ou emprunte) recherche le meilleur rendement en passant d'un titre à l'autre, ou d'une monnaie à l'autre, ou d'un procédé de couverture à l'autre: de l'obligation en franc à l'obligation en dollar, de l'action à l'option au future ...

□ Au total, ces marchés particuliers (financier, change, options, futures ...) sont devenus les sous ensembles d'un marché financier global, lui-même devenu mondial.

##### **1.1.2 - La croissance vertigineuse de la finance internationale**

□ Dans le passé, la fonction du système financier international était d'assurer le financement du commerce mondial et des balances des paiements. Or, les flux financiers internationaux ont connu récemment une progression explosive, sans commune mesure avec les besoins de l'économie mondiale.

□ La finance Internationale se développe aujourd'hui selon sa propre logique qui n'a plus qu'un rapport indirect avec le financement des échanges et des investissements dans l'économie mondiale. L'essentiel des opérations financières consiste dans des mouvements de va-et-vient incessants entre les monnaies et les différents instruments financiers.

##### **1.1.3 - Prédominance des mouvements de capitaux spéculatifs**

□ Cette croissance vertigineuse de la finance internationale correspond à un changement systémique, au sens où la nature-même du système financier international s'est transformée, celui-ci étant désormais dominé par la spéculation.

□ On connaît la définition classique de la spéculation donnée en 1939 par Kaldor : "achat ou vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par un avantage lié à l'usage du bien, une transformation quelconque ou le transfert d'un marché à l'autre".

□ Selon cette conception, les opérations spéculatives ont quatre caractéristiques:

i) elles impliquent une prise de risque, c'est à dire des prises de position de taux d'intérêt et/ou de taux de change ii) ces opérations sont motivées par l'espoir de plus-values liées aux variations anticipées des prix des actifs ;

iii) elles sont "pures" ou "sèches", c'est à dire qu'elles sont autosuffisantes et qu'elles n'ont pas de contrepartie directe dans la sphère réelle de l'économie ;

iv) elles s'effectuent le plus souvent "à crédit", c'est à dire que les capitaux engagés sont empruntés par les spéculateurs.

□ Aujourd'hui, une grande partie des transactions financières est directement impulsée par des anticipations sur l'évolution future des cours. Mais dire que les marchés sont devenus foncièrement spéculatifs, c'est également en souligner deux autres aspects. D'une part, les acteurs qui raisonnent à très court terme sur ces marchés sont aujourd'hui prédominants. La myopie croissante de toutes les catégories d'opérateurs est unanimement soulignée. D'autre part, les opérateurs ont tendance à s'abstraire de la réalité des fondamentaux au profit de la

recherche d'une opinion quant à la tendance du marché. Cette dérive spéculative intervient car les marchés sont devenus plus volatils et les investisseurs manquent de points de repères pour ancrer leurs anticipations.

#### **1.1.4 - Le rôle des marchés dérivés**

□ Les produits dérivés (futures, options de change, options de taux, swaps) sont devenus l'une des armes les plus efficaces de la spéculation. La fonction première de ces instruments est d'offrir une couverture contre les risques de taux d'intérêt et de taux de change, c'est à dire contre une variation adverse anticipée d'actifs dits "sous-jacents" tels que les actions et les devises.

□ Exemple : En période de montée des taux d'intérêt, un gérant de SICAV cherchera à se couvrir contre le risque de baisse future de ses actifs financiers. Ce gérant peut se couvrir par exemple en achetant une option de vente ("put") sur le MONEP, le marché d'options de la place de Paris. Le risque de taux est alors transféré à une contrepartie, moyennant le paiement d'une prime.

□ Aujourd'hui, au moins 75 % des transactions sur ces produits sont de nature spéculative. Le paradoxe soulevé par les produits dérivés est que ces instruments ont pour objet la couverture contre les risques financiers, mais qu'ils sont devenus l'une des causes de l'instabilité des cours contre laquelle ils sont censés protéger les agents économiques. Car ce sont des instruments particulièrement performants pour les spéculateurs par les puissants effets de levier qu'ils autorisent. Ainsi, sur les marchés organisés, les contrats à terme d'instruments financiers permettent de prendre des positions spéculatives en n'immobilisant qu'une faible partie des liquidités sous forme de dépôts de garantie (3 % sur le MATIF). Il en est de même pour les options de change dont la prime payée par l'acheteur d'option peut être dans un rapport de 1 à 100 avec le gain espéré.

#### **1.1.5 - Quels sont les principaux acteurs de la finance internationale?**

□ Les opérations financières internationales sont l'œuvre de trois catégories d'opérateurs : les banques, les entreprises et les investisseurs. Les banques contrôlent à hauteur de 75 % le marché des produits dérivés. Les investisseurs institutionnels jouent un rôle de plus en plus important. Ce sont d'abord les fonds de pension, particulièrement puissants aux États-Unis et au Royaume-Uni, qui gèrent les retraites par capitalisation. Il y a également les OPCVM ou "mutual funds". Une catégorie d'investisseurs est spécialisée dans les opérations purement spéculatives : ce sont les "hedge funds" (fonds de couverture) ou fonds à haute performance dont le plus important est Quantum Fund dirigé par G. Soros (celui-ci aurait gagné 1 milliard de \$ en jouant la baisse de la livre en 1992-1993).

### **1. 2 - Les étapes de la libéralisation et de la globalisation financières**

#### **1.3 - L'évolution récente des marchés internationaux des capitaux**

#### **1.4 - les limites de la globalisation financière**

□ Malgré les interconnexions grandissantes entre les systèmes monétaires et les marchés financiers nationaux, il n'existe pas encore un marché mondial des capitaux complètement unifié gouverné par un taux d'intérêt unique.

□ Quelles sont les limites de la globalisation financière ?

\* Plusieurs pays en développement et en transition conservent des systèmes financiers encore relativement fermés (bien que la tendance soit à l'ouverture) et que leur degré de risque est encore trop élevé pour permettre des entrées de capitaux plus massives.

\* Certains investisseurs conservent une préférence pour la détention d'actifs domestiques en raison d'une moins grande connaissance ou familiarité avec les marchés étrangers, d'où la perception d'un risque supplémentaire.

\* Il reste des contraintes légales sur les placements des investisseurs institutionnels, des fiscalités parfois divergentes sur les mêmes types d'actifs (cf.; par exemple l'interdiction pour

les compagnies d'assurance de détenir plus de 5 % du bilan en actifs étrangers aux Etats-Unis, au Canada et en Allemagne).

- Le degré d'internationalisation des portefeuilles est fonction de la structure des marchés de capitaux ; il est traditionnellement élevé pour les "petits pays" très ouverts sur l'extérieur (Pays-Bas, Suisse) ainsi que pour les pays dont l'offre ne correspond pas tout à fait aux préférences des investisseurs domestiques. C'est ainsi qu'en Allemagne, le manque de liquidité des marchés de capitaux à court terme ainsi que la proximité du Luxembourg ont favorisé la diversification internationale des portefeuilles.
- Il y a traditionnellement une préférence de la part de certains investisseurs internationaux pour des zones spécifiques (préférence marquée de la part des investisseurs américains pour le Royaume-Uni, préférence encore plus marquée des investisseurs allemands et français en faveur de l'Union européenne).

## II – LES ORIGINES DE LA GLOBALISATION FINANCIERE

### 2.1 - La règle des trois D

#### 2.1.1 - Décloisonnement des marchés

□ La condition nécessaire de la globalisation financière a été non seulement celle de l'ouverture des marchés nationaux, mais aussi à l'intérieur de ceux-ci, de l'éclatement des compartiments préexistants : marché monétaire (argent à court terme), marché financier (capitaux à long terme), marché de changes (échanges des monnaies entre elles), marché à terme, etc.

□ Exemples :

\* Déspécialisation des activités avec la remise en cause de la distinction traditionnelle entre banques commerciales et banques d'investissement (cf. les Etats-Unis).

\* Le "Big-Bang" de la City (1986) a conduit non seulement à la confusion des fonctions des contrepartistes (*Jobbers*) et des Brokers (*courtiers*) mais a également permis aux non-résidents d'être co-chefs de file dans les émissions étrangères

\* En France, on peut signaler la création du MATIF, des billets de trésorerie, des certificats de dépôt, et de manière plus générale toute la révolution de la finance directe.

#### 2.1.2 - Déréglementation

□ Les autorités monétaires des principaux pays développés ont aboli les réglementations nationales de manière à faciliter la circulation internationale des capitaux. La déréglementation est née aux Etats-Unis pour ensuite se diffuser sur les autres marchés.

□ Exemples

- La déréglementation de taux et des commissions.
- La suppression de l'encadrement du crédit.
- La déspecialisation géographique et fonctionnelle.
- La suppression des obstacles à la mobilité des capitaux (cf. en Europe la libéralisation des mouvements de capitaux (1990) et la libre prestation des services bancaires et financiers (1993)).
- Les réformes touchant les systèmes bancaires ( cf. en France la loi bancaire de 1984).

□ La déréglementation s'est accompagnée d'une vague d'innovations financières. Avec des taux d'intérêt plus mobiles et des taux de change plus volatils, le système financier international a secrété toute une série de nouveaux instruments pour gérer cette double instabilité : *Facilités d'émissions* (RUFs : Revolving Underwriting Facilities, NIFs : Note Issuance Facilities), *Facilités à options multiples* (MOFs : Multiple Option Facilities), *Contrats de fixation de taux d'intérêt* (FRA : Fixed Rates Agreements), *Options, Futures, Swaps*, etc.

□ Les nouveaux produits ont une triple vocation : gérer l'instabilité des taux d'intérêt et des taux de change, passer d'un compartiment du marché (interne) à un autre (taux variables-taux

fixes, marché au comptant-marché à terme, etc.), et aller plus facilement d'une devise à une autre.

□ Le swap est un exemple significatif de l'aptitude des nouveaux instruments financiers à assurer ces fonctions multiples.

### **2.1.3 - Désintermédiation par la titrisation**

□ Dans le cadre de la désintermédiation, les capitaux disponibles sont directement orientés par les marchés vers les agents ayant des besoins de financement, les transactions s'effectuant sous la forme de titres allant du très court terme au long terme.

□ Pour tenir compte de l'essor des marchés de capitaux, les banques sont amenées à développer leurs emplois et leurs ressources en intervenant plus activement sur ces marchés dans le cadre d'un processus de marchandisation et de titrisation de l'activité bancaire.

□ Les banques développent leurs concours aux entreprises par l'acquisition de titres (actions, obligations ...) et se procurent des ressources sur les marchés monétaires et financiers.

▪ L'expression de marchandisation traduit la présence de plus en plus forte des banques sur les marchés monétaires et financiers. Elle exprime aussi le fait que, dans la distribution du crédit, les banques sont amenées de plus en plus souvent à déterminer leurs conditions débitrices en fonction des taux d'intérêt pratiqués sur les marchés de capitaux pour mieux affronter la concurrence accrue résultant du mouvement de déréglementation.

▪ La notion de titrisation tend à souligner le développement des titres négociables dans les emplois et les ressources des banques. Elle désigne également l'opération qui permet aux banques de convertir auprès de fonds communs de créances (cf. leur introduction en France en 1988) des blocs de crédit pouvant être négociés sur le marché financier.

□ Exemples de titrisation : RUFs, NIFs, MOFs, Fonds commun de créance. Dans ce dernier cas, l'objet du Fonds est d'acquiescer auprès des banques des créances inférieures à deux ans. Celui-ci, à son tour, émet des parts représentatives qui font l'objet d'un placement public ou privé. C'est le Fonds qui, une fois qu'elles sont titrisées, endosse les risques bancaires; les créances, dès qu'elles sont cédées au Fonds, ne figurent plus au bilan des banques.

## **2.2 - Les interconnexions avec la sphère réelle**

□ Il y a de multiples interconnexions entre la globalisation de la sphère réelle et la globalisation de la sphère financière.

▪ La globalisation de la sphère réelle concerne le renforcement de l'intégration commerciale et la mondialisation industrielle. L'intégration industrielle croissante entre grandes entreprises n'a pas pris exclusivement la forme d'investissements étrangers directs. De multiples formes de coopération interentreprises se sont développées : accords de sous-traitance, cessions de licences, accords de commercialisation, contrats de partage de production, opérations de délocalisation.

▪ Un groupe industriel pourra être qualifié de "global" s'il réunit trois conditions :

- Son produit devra être lui-même global (cf. Coca-Cola, walkman, pellicule photographique, ordinateur, etc.)

- Il a une vision mondiale du marché et de la concurrence, d'où la mise en place d'une stratégie globale et non plus multidomestique.

L'absence de préférence opérationnelle pour le pays ou la zone d'implantation originelle. Le groupe global est celui où intervient, en particulier, une circulation intense du personnel de direction.

□ La globalisation de la sphère réelle (commerciale, industrielle) favorise la globalisation de la sphère financière : financement des exportations et importations, financement des IED des firmes multinationales, mobilisation des fonds que désirent placer les firmes multinationales, financement des fusions et acquisitions transfrontières, etc. En sens inverse, la déréglementation, le décloisonnement, la désintermédiation et les innovations de la sphère financière renforce la mondialisation de la sphère réelle.

- L'accentuation des déséquilibres des balances courantes
- La croissance des besoins de financement externe des Etats-Unis, couplé avec l'augmentation du surplus courant du Japon (jusqu'en 1993) et de l'Allemagne (jusqu'en 1990), ont favorisé le développement de flux de capitaux internationaux (cf. document 6). Cette situation a en fait reflété le déclin du taux d'épargne national aux Etats-Unis alors que celui du Japon demeurait à un haut niveau.
- Les pays de l'Union européenne (UE) pris globalement ont vu leur déficit courant se creuser de 1989 à 1992 (en raison principalement du choc de demande lié à l'unification allemande qui a généré un surplus d'importations vers l'ex-RDA et une réorientation des exportations ouest-allemandes vers le territoire est-allemand)
- Les soldes courants des PED se sont parallèlement dégradés à la fin des années 1990 (différentiel de croissance, dégradation des termes de l'échange).
  - Les mutations technologiques
  - Le développement de l'informatique et des télécommunications a contribué à l'essor et à la mondialisation des marchés de capitaux. Il a permis une réduction du coût des opérations, une sophistication des services, une amélioration de la vitesse de circulation des informations et des possibilités de transferts immédiats. Par les opérations d'arbitrage entre places, le système financier est aujourd'hui mondial et fonctionne en continu 24 heures sur 24.

\* L'innovation financière

- Elle s'est traduite par un développement des instruments négociables, au détriment des eurocrédits traditionnels.
- Exemples : Développement du *commercial paper*, des obligations à taux variables (FRN, *floating rate notes*), des obligations à coupon zéro (*zero coupon bonds*), des obligations assorties d'option comme les CAPS (accord fixant une limite supérieure au coupon sur une obligation à taux variable), des obligations à option de remboursement anticipé (*call options*) ou les obligations à bons de souscription (*warrants*).
- Le développement des techniques d'engagement (NIFs, RUFs, MOFs...) rendues nécessaires par la volatilité des taux de change et des taux d'intérêt a favorisé ce mouvement.
  - L'institutionnalisation de l'épargne domestique
  - La détention de l'épargne par les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pension, OPCVM, fonds d'investissement) a facilité les placements internationaux.
  - L'internationalisation des portefeuilles des investisseurs s'est en effet accrue dans la période récente.
  - En conséquence, les mouvements internationaux de capitaux sont devenus sensibles aux choix des investisseurs institutionnels.

### **III - LE ROLE DES ECONOMIES EMERGENTES DANS L'ESSOR DE LA FINANCE GLOBALISEE**

#### **3.1 - Le concept de marché émergent**

- Il n'existe pas de définition universellement reconnue des marchés boursiers émergents. Le qualificatif "émergent" recouvre plusieurs acceptions. Il peut concerner un marché qui a amorcé un processus de croissance et de modernisation, le rendant attractif pour les investisseurs. Il peut s'agir également d'un marché qui a commencé un processus de changement et dont la taille et la sophistication augmentent, par opposition aux marchés de dimension réduite qui ne sont pas encore rentrés dans une phase de démarrage
- L'émergence est un concept dynamique. Des économies ont déjà émergé, certaines sont en train d'émerger, d'autres s'apprentent à le faire. Les économies émergentes constituent en fait un ensemble hétérogène, car la diversité géographique des pays qui le composent semble aussi grande que leurs différences économiques ou politiques. Une étude du FMI, réalisée par Feldman et Kumar (1994), recense 38 nouveaux marchés boursiers dont 13 en Asie, 12 en

Amérique latine, 7 en Afrique et 6 au Moyen-Orient. La taille, les structures ou encore les performances des nouveaux marchés varient considérablement d'un pays à l'autre.

□ Des pays comme Hong Kong, Singapour, Taiwan, la Corée du Sud, voire le Mexique, possèdent des marchés boursiers qui arrivent à maturité. La capitalisation s'est considérablement accrue, les titres sont très liquides et les primes de risque deviennent compétitives à l'échelle mondiale. A l'inverse, des marchés naissants comme on peut en rencontrer en Côte d'Ivoire, au Ghana, en Equateur ou dans les pays d'Europe centrale et orientale se caractérisent par une faible capitalisation, un nombre réduit de sociétés cotées, une concentration de l'actionariat et une instabilité marquée des cours.

□ La notion d'émergence ne concerne pas uniquement un marché, une bourse, une place financière mais s'applique à l'économie toute entière. Une économie peut être qualifiée d'émergente pour deux raisons bien spécifiques, mais intimement liées. La première résulte de l'insertion grandissante de ce pays dans le commerce mondial, grâce notamment au dynamisme de son commerce extérieur et de ses exportations industrielles qui lui permettent de connaître des taux de croissance relativement élevés. La seconde est liée à l'essor de son marché boursier et à la libéralisation de son compte de capital, d'où une plus grande intégration financière internationale.

### **3.2 L'essor et l'internationalisation des marchés boursiers émergents**

#### **3.2.1 - Des marchés dynamiques**

□ Si la très grande diversité des marchés boursiers émergents rend difficile la recherche d'une définition qui fasse l'unanimité, la plupart d'entre eux présentent cependant des caractéristiques identiques.

- Ces bourses se sont distinguées par un essor rapide jusqu'à la crise asiatique de 1997, comme en témoignent la forte progression de leur capitalisation et la hausse marquée de leur cours. Leur part dans la capitalisation mondiale s'est accrue puisqu'elle se situe désormais à environ 13 %, contre 3 % au milieu de la dernière décennie.
- Il faut également noter la multiplication du nombre de lignes cotées qui prouve que la croissance de la capitalisation n'est pas seulement imputable à l'évolution des cours mais aussi à l'élargissement du marché. Les sociétés domestiques cotées sur les marchés émergents représentaient ainsi 47 % du total mondial en 1994, contre 33 % en 1985.

□ Ces marchés offrent cependant la particularité d'être très volatils, en raison notamment d'une plus faible liquidité et d'une concentration des opérations sur quelques grandes valeurs. Il n'est pas rare d'observer que les dix plus grosses valeurs accaparent parfois jusqu'à 80% de la capitalisation. La plus grande volatilité se traduit par des valorisations différentes puisque les PER (price-earnings ratio) peuvent atteindre des niveaux élevés.

▪ Dans ces conditions, le couple rendement-risque demeure élevé. Il est vrai que les nouveaux marchés ont pris une place grandissante dans la stratégie de diversification internationale des portefeuilles, grâce en particulier à la faible corrélation de l'évolution de la performance de ces marchés. Le faible degré de corrélation entre les mouvements de cours, en particulier à l'égard des marchés développés, provient pour l'essentiel d'une intégration encore incomplète des marchés émergents au sein du marché mondial des capitaux.

#### **3.2.2 - Marchés financiers et stratégie de développement**

□ Le développement de marchés boursiers dans les PED s'inscrit, dans la logique du libéralisme économique, dans le processus de développement global d'une économie.

#### **3.2.3- L'internationalisation des marchés boursiers émergents**

□ La renaissance des bourses des PED a eu un impact positif sur la capacité de ces économies à importer des capitaux et à stimuler la croissance du taux d'investissement. Progressivement, ces marchés jugés prometteurs ont attiré de plus en plus de capitaux étrangers et ont donc connu une phase marquée d'internationalisation.

□ La reprise des flux de capitaux à destination des PED fait apparaître trois caractéristiques

- La montée en puissance de flux privés au détriment des flux d'origine publique.
- La montée en puissance des flux de portefeuille, notamment sous forme de prises de participation (portfolio equity flows)
- La part des flux nets de capitaux en actions et donc non créateurs de dette a considérablement augmenté au détriment des flux créateurs de dette, sous forme de prêts ou encore d'émissions d'obligations.

### 3.3 - Les déterminants de l'émergence des marchés financiers

- Plusieurs facteurs sont à l'origine de l'émergence des marchés boursiers.
  - Avec la révolution informatique, le développement des produits dérivés et des nouveaux instruments de couverture, les transactions ont pu être démultipliées.
  - L'expansion générale des formes titrisées d'intermédiation financière. En Amérique latine et dans quelques pays asiatiques, la conversion de dettes en obligations ou prises de participation dans le cas du plan Brady a contribué à rétablir le crédit des pays émetteurs sur les marchés internationaux, mais aussi à attirer les investisseurs étrangers sur leurs propres marchés.
- La faiblesse des taux d'intérêt au début des années 90, notamment aux Etats-Unis, et le ralentissement de la croissance dans l'ensemble de la zone OCDE ont incité les investisseurs des pays industrialisés à se tourner vers les placements en obligations et en actions à fort rendement sur les marchés émergents.
  - La diversification des portefeuilles des investisseurs institutionnels (forte potentialité de développement des marchés émergents, plus faible corrélation ...).
  - Sur le plan interne, l'amélioration de la stabilité politique et sociale ainsi que les réformes économiques et institutionnelles visant à favoriser les mécanismes de marché ont favorisé la croissance des marchés boursiers.
  - Le désengagement de l'Etat s'est concrétisé en particulier par une libéralisation grandissante des législations sur l'IED et des programmes de privatisation de grande ampleur dans des pays comme le Mexique, le Chili et l'Argentine. Les programmes de privatisation ont joué un rôle essentiel dans l'acquisition de titres de participation par des investisseurs internationaux.
  - Le retour des capitaux vers les PED résulte également de la mise en œuvre de politiques de stabilisation macroéconomique qui ont permis à de nombreux pays de renouer avec une croissance économique soutenue, de réduire l'inflation et de diminuer les déficits publics.

## IV – L'IMPACT DE LA GLOBALISATION FINANCIERE

### 4.1 - Les gains de la globalisation financière

□ Il ne faut pas oublier que la libéralisation des mouvements de capitaux a été voulue par les acteurs privés et publics.

\* Cela a permis à certains pays d'alléger (au moins temporairement) la contrainte d'équilibre extérieur. Le financement plus aisé des déficits courants aurait permis d'introduire plus de flexibilité dans l'absorption des chocs extérieurs. Il n'est plus nécessaire que l'épargne d'un pays finance la totalité de ses projets d'investissement. La globalisation financière permet une gestion inter temporelle de l'équilibre externe. Ainsi un pays qui subit un choc exogène ne se voit pas obligé de restreindre brutalement sa consommation interne.

\* Une efficacité plus forte de l'épargne mondiale. La globalisation financière devait aussi assurer une allocation plus efficace des ressources, grâce notamment à un élargissement de la gamme des instruments de placement et de financement, à la liquidité accrue de marchés, à la vitesse croissante de transmission des informations ainsi qu'à la diminution des coûts de financement, en raison de la hausse de la concurrence entre établissements financiers et des progrès de la finance directe. Pour les marchés émergents, les entrées nettes de capitaux ont permis de combler l'insuffisance d'épargne interne et d'assurer le financement des investissements nécessaires au rattrapage.

\* La globalisation financière a aussi permis une diversification accrue des actifs internationaux. La théorie de la gestion de portefeuille (Tobin et Markowitz) nous rappelle que l'acquisition d'un portefeuille de titres diversifié constitue la meilleure stratégie pour obtenir le meilleur rendement et pour un risque donné. Naturellement, la diversification internationale des actifs répond à cet objectif

\* Une contrainte positive à la modernisation des systèmes financiers. Les places financières sont désormais en concurrence et les Etats comme les acteurs de systèmes financiers se sont attachés à développer leur compétitivité en les dotant du cadre institutionnel et des outils techniques appropriés.

## **4.2 - Les contraintes de la globalisation financière**

### **4.2.1 - un renforcement de la contrainte intertemporelle de solvabilité**

\* Les appels aux capitaux externes doivent être gagés par la capacité de pays emprunteurs à dégager ultérieurement des ressources susceptibles d'assurer les flux d'intérêt et le remboursement du capital, tout en honorant le paiement de ses importations. Le pays doit donc, à long terme, avoir une somme actualisée des excédents courants qui doit être égale à la valeur présente de sa position extérieure ( ou endettement net).

\* En termes de balance des paiements courants les principaux enseignements des dernières années sont les suivants:

- une dégradation continue du déficit courant américain (- 444 milliards de \$ en 2000, 4,5 % du PIB). En raison des bons taux de rendement et de la robustesse des conditions économiques américaines, son financement reste facile à assurer grâce aux investissements directs et aux achats d'actions par les étrangers.

- Le maintien de l'excédent courant du Japon (+ 117 milliards de \$ en 2000, 2,9 % du PIB) et de la France (+ 32, milliards de \$ en 2000, 2,5 % du PIB) .

- Une légère dégradation en Allemagne (- 10,5 milliards de \$ en 2000, 0,5 % du PIB) et au Royaume-Uni (-25 milliards de \$, 1,8 % du PIB).

### **4.2.2 - Une déconnexion entre flux réels et flux financiers**

\* S'il est vrai que les déséquilibres de balance courante ont constitué la condition permissive de la globalisation financière, les mouvements internationaux de capitaux ont progressivement acquis une autonomie vis-à-vis des soldes courants. C'est ainsi que certains pays ont pu être le plus souvent à la fois déficitaires au niveau de leur balance courante, tout en exportant des capitaux (Etats- Unis de 1990 à 1993, Royaume-Uni de 1985 à 1993 à l'exception de 1987, Italie de 1990 à 1992, ...)

\* Cette déconnexion se retrouve à travers plusieurs indicateurs :

- Diminution de la part des transactions courantes dans le total des règlements de la balance des paiements.

- Forte progression des cours boursiers en 1993 en Allemagne et en France alors que ces deux pays connaissaient leur plus grave récession depuis 1945 (explication : baisse des taux d'intérêt).

- En 1994, la remontée des taux longs en Europe, dans le sillage d'un mouvement initié aux Etats-Unis, a été bien injustifiée au regard notamment de la désynchronisation forte entre la conjoncture américaine et la conjoncture européenne.

- Ventes massives d'actifs des pays émergents à la suite de la hausse des taux aux Etats- Unis (début 1995).

- Retour des capitaux japonais au début 1995 qui, pour des raisons purement internes (événements de Kobé et chute du Nikkéi), a amplifié la baisse du \$.

### **4.2.3 - Une instabilité accrue des sources de financement**

\* La progressive institutionnalisation de l'épargne internationale pousse à une certaine volatilité des fonds. Les gros investisseurs procèdent en effet (pour des raisons de rentabilité) à une recomposition continue de leur portefeuille d'actifs internationaux. A titre exemple, le

taux de rotation du portefeuille de titres étrangers (ventes brutes rapportées à l'encours moyen de titres étrangers détenu par l'ensemble des agents résidents) était de l'ordre de trois aux Etats-Unis en 1993.

\* Cette volatilité est variable, en fonction tout d'abord de la nature des flux. Les IED sont par nature les financements externes les plus stables. Les prêts ou crédits internationaux vont généralement jusqu'à leur terme. En revanche, les investissements de portefeuille sont par nature plus volatils.

\* Tout dépend également des obligations et engagements des investisseurs internationaux, et notamment de la maturité de ces derniers; l'arrivée à échéance des contrats de retraite par capitalisation a poussé les fonds de pension britanniques à investir dans des actifs plus liquides.

\* Avec la substituabilité accrue des devises, les différents pays doivent prendre en compte l'évolution de la demande étrangère de leur monnaie nationale pour déterminer leur politique monétaire.

\* Tout dépend enfin de la nature des investisseurs. Généralement, les compagnies d'assurance et les fonds de pension anglosaxons ont un comportement plutôt stable. Il n'en va pas de même des fonds d'investissement britanniques, des *mutual funds* et des maisons de titres américaines. La venue progressive des *hedge funds* a constitué un facteur d'instabilité supplémentaire dans la mesure où il pèse fortement sur les marchés de capitaux puisque leur objet est précisément de prendre des positions spéculatives à effet de levier.

\* Les marchés dérivés ont été souvent désignés comme un facteur additionnel d'instabilité financière. Les activités de spéculation pure y sont facilitées en raison des effets de levier. Ainsi, les contrats à terme d'instruments financiers permettent de prendre des positions spéculatives en n'immobilisant qu'une faible partie des liquidités sous forme de dépôts de garantie.

#### **4.2.4 - La perte d'autonomie des politiques économiques**

\* Avec la globalisation financière, c'est l'ensemble de la politique monétaire et de change qui perd de son autonomie, tant dans la détermination de ses objectifs que dans la mise en œuvre de ses instruments.

### **IV – L'IMPACT DE LA GLOBALISATION FINANCIERE**

- Avec la substituabilité accrue des devises, les différents pays doivent prendre en compte l'évolution de la demande étrangère de leur monnaie nationale pour déterminer leur politique monétaire.
- Il est difficile pour un pays de s'écarter du niveau des taux d'intérêt des principaux pays partenaires, sauf à risquer des fluctuations erratiques du taux de change, dans la mesure où ce dernier dépend sur le court terme des mouvements de capitaux (5% environ des transactions sur les marchés des changes sont liées à des opérations réelles (transactions courantes).
- L'essor des marchés dérivés tend également à retarder l'impact de la politique monétaire sur la demande interne.
  - Exemple : Les swaps de taux d'intérêt permettent aux entreprises qui anticipent un durcissement de la politique monétaire de limiter l'impact de cette modification sur le plan du financement (en transformant par exemple leurs engagements à taux variable en engagements à taux fixes).
- Les politiques budgétaire et fiscale perdent également de leur autonomie dans la mesure où elles sont jugées en permanence par les marchés de capitaux. Exemple : En cas de politique trop laxiste, le pays subira une prime de risque sous forme de hausse des taux d'intérêt.

## **CHAPITRE 2 : LES MARCHES DES CHANGES**

## **I – LE MARCHÉ DES CHANGES**

□ C'est à l'époque de la renaissance que les banquiers d'Italie du Nord réunissent les deux fonctions d'achat et de vente de devises qui caractérisent le change. De cette période date l'étymologie du mot : cambio = échange

□ Le change est l'opération qui consiste à acquérir une monnaie en échange d'une autre.

□ Le taux de change désigne la quantité de monnaie nécessaire pour obtenir une unité monétaire d'un autre pays.

□ Le marché des changes est le point de rencontre des offres et des demandes de devises convertibles entre elles. C'est essentiellement un marché interbancaire.

### **1.1 – LES SUPPORTS UTILISEES SUR LES MARCHES DES CHANGES**

□ Les billets de banque et les chèques de voyage.

□ La lettre de change est un ordre écrit par le vendeur d'un bien, et accepté par l'acheteur (ou sa banque), obligeant cet acheteur ou cette banque à payer une certaine somme au vendeur, à une date fixée et en une certaine monnaie. Ce procédé très couramment utilisé aux débuts du commerce international l'est beaucoup moins aujourd'hui.

Le virement interbancaire par télex ou par SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication). Ce dernier n'est pas un système de paiement mais un mode de transmission des paiements comme le télex (ordre de débiter un compte libellé dans une devise A et de créditer simultanément un autre compte libellé en devise B).

### **1.2 – LES ACTEURS SUR LES MARCHES DES CHANGES**

#### **1.2.1 – LES INSTITUTIONS FINANCIERES**

□ Les banques commerciales et d'investissement, les filiales spécialisées de certains groupes industriels sont des acteurs essentiels du marché des changes.

□ Les banques peuvent intervenir pour leur propre compte : problèmes de trésorerie, gains de change en pratiquant de l'arbitrage qui consiste à acheter et à vendre des devises n'ayant pas le même prix à deux endroits différents, couverture des positions de change, opérations spéculatives (la faillite de la banque Herstatt en 1974, de la Barings en 1995 montrent que certaines institutions financières prennent des positions spéculatives importantes).

□ Les banques interviennent pour le compte de leurs clients : financement du commerce international, placements financiers à l'étranger ...

□ Certaines institutions financières ont un poids prépondérant sur le marché. Les interventions quotidiennes de ces institutions (BNP Paribas, Crédit Lyonnais, Société Générale ...) en font des teneurs de marché (*market makers*). Les prix (appelés taux) qu'elles fixent à l'achat comme à la vente servent de référence aux autres intervenants.

□ Les cambistes, en tant que responsables du traitement des devises, ont pour fonction principale de réguler les fluctuations des avoirs en devises de la banque auprès de ses correspondants. Ils gèrent les positions de change de la banque. Ils sont en relation permanente avec les cambistes d'autres banques ou avec d'autres intervenants (courtiers) et contribuent ainsi à la formation progressive des cours de change.

#### **1.2.2 – LES BANQUES CENTRALES**

□ En opérant sur les marchés des changes, une banque centrale remplit trois fonctions :

□ Elle exécute les ordres de leur clientèle : administrations, banques centrales étrangères, organismes internationaux.

□ Elle assure, sinon le contrôle, du moins la supervision du marché.

□ Elle cherche à influencer l'évolution du taux de change. Elle vend sa monnaie nationale dès lors qu'elle ne souhaite pas la voir s'apprécier davantage; a contrario, elle achète sa monnaie en cédant des devises puisées dans les réserves de change ou empruntées à une autre banque centrale (BC), si elle cherche à enrayer sa dépréciation.

□ L'ampleur comparée des transactions sur le marché des changes (plus de 1500 milliards de \$ en moyenne journalière) et des réserves en devises des BC empêche ces dernières

d'influencer durablement les taux de change ou d'imposer un cours qui ne correspondent pas à la réalité économique du moment.

□ Pour être efficaces, les interventions des BC doivent être massives, coordonnées et se produire à des moments opportuns.

### **1.2.3-LES INSTITUTIONS FINANCIERES NON BANCAIRES**

□ Ces institutions comprennent les filiales financières ou bancaires des groupes industriels.

□ A côté de ces filiales, on trouve les investisseurs institutionnels : fonds de pension, caisses de retraite, sociétés d'assurance, fonds gérés pour le compte de tiers, fonds d'investissement (*mutual funds américains*, SICAV et FCP français, *unit trusts* britanniques, *hedge funds*), départements des banques commerciales chargées de la gestion de fortune de leur clientèle privée (*bank trust departments*).

□ Leurs interventions ne sont pas simplement destinées à se procurer des devises ou à couvrir un risque de change. Ils n'hésitent pas à procéder à d'importantes opérations d'arbitrage et de spéculation.

### **1.2.4 – LA CLIENTELE PRIVEE**

□ Elle regroupe trois catégories : les particuliers, dont l'influence est marginale, les entreprises industrielles et commerciales et les institutions financières ne participant pas de manière permanente au marché des changes.

□ Ces acteurs interviennent sur le marché des changes par l'intermédiaire des banques et des courtiers.

□ Les entreprises, qui représentent la catégorie la plus importante, offrent ou demandent des devises en contrepartie d'opérations d'importations ou d'exportations et utilisent les marchés des changes pour leurs opérations financières internationales (prêts, emprunts en devises). Ils interviennent également pour des motifs de spéculation (cf. salles de marché).

### **1.2.5 – LES COURTIERES**

□ Les courtiers (brokers) sont des intermédiaires qui, contre rémunérations, s'efforcent de trouver une contrepartie à la demande qui leur est faite.

□ Leurs positions d'intermédiaires leur permettent de grouper les opérations et d'assurer l'anonymat des transactions.

□ Ils centralisent les ordres de devises provenant d'autres acteurs du marché. Autrement dit, ils assurent la fluidité du marché des changes.

□ Ils sont principalement localisés à Londres et à New York ; il existe une vingtaine de courtiers à Paris. Le coût de leurs services dépend du montant et de la devise négociée ; il est de l'ordre de 0,01 %.

## **1.3 – L'ORGANISATION ET LE FONCTIONNEMENT DES MARCHES DES CHANGES**

□ Le marché des changes de Paris se tient, tous les jours ouvrables, par téléphone entre des établissements de la place, soit directement de banque à banque, soit par l'intermédiaire des courtiers. Les opérations se font par téléphone avec confirmation par télex avec les correspondants étrangers.

□ Au niveau international, les marchés fonctionnent en continu 24 h sur 24. Quand ils ferment en Europe, ils deviennent actifs aux Etats-Unis. Lorsque le marché de la côte ouest américain s'arrête, les transactions débutent en Extrême-Orient où elles cessent quand elles commencent en Europe.

□ Les marchés des changes sont des marchés de gré à gré, c'est à dire que les transactions ne sont pas officiellement standardisées et il n'y a pas d'endroits précis tels qu'une bourse où sont centralisées les transactions et les cotations.

□ Les transactions se déroulent entre les tables de change des différentes banques. Ces tables de change faisant plus largement partie des salles de marché sont des lieux où s'affairent les cambistes autour de téléphones, télex, ordinateurs. Cependant, il existe sur certaines places

des endroits officiels où sont localisées des opérations de change dans le cadre de procédures dites de *fixing*.

## II - LES COMPARTIMENTS DES MARCHES DES CHANGES

### □ 2.1 – LES MARCHES DES CHANGES AU COMPTANT

□ Sur le marché au comptant (*spot*) s'effectuent des achats et des ventes de devises qui doivent être livrées au plus tard deux jours ouvrables après la date de conclusion de la transaction.

□ Ne font exception à cette règle que les transactions entre le \$ canadien et le \$ américain puisque ces devises sont livrées dans un délai de 24 h.

#### 2.1.1 – LE TAUX DE CHANGE AU COMPTANT

□ Les taux de change peuvent être cotés de deux manières différentes : le certain et l'incertain.

□ Dans la cotation au certain, le taux de change est le prix d'une unité de monnaie nationale en termes de monnaie étrangère. Cette technique n'est utilisée que sur quelques places financières : Londres, Dublin, Sydney.

□ Ex. : GBP/USD : nombre de \$ dans une £

□ Ex. : GBP/EUR : nombre d'€ dans une £

□ Ex. : Si GBP 1 = EUR 1,5220 (le 07/02/2003), cela signifie que la £ valait 1,5220 €

□ Dans la cotation à l'incertain, le taux de change est le prix d'une unité de devise étrangère en termes de monnaie nationale. Ce mode de cotation est le plus utilisé sur les places financières.

□ Ex. : USD/EUR, USD/JPY, USD/GBP ..... = nombre d'€, de yens, de £ dans un \$

□ Ex. : Si USD 1 = EUR 0,9241 (le 7/02/2003), cela signifie qu'à Paris, le \$ valait 0,9241 €

□ Ex. : Si EUR 1 = USD 1,0823 (le 7/02/2003), cela signifie qu'à Paris, l'€ valait 1,0823 \$

□ Les cotations sur le marché au comptant sont faites sur la forme de deux prix : un cours acheteur (*bid*) et un cours vendeur (*ask* ou *offer*). Le 1er est le prix auquel le cambiste se propose d'acheter les devises (c'est le moins élevé). Le 2ème est celui auquel il se propose de vendre les devises.

□ Ex. : USD 1 = 1,1440 – 1,1450 EUR ( cotation à l'incertain à Paris), 1,1440 est le cours d'achat du \$ par rapport à l'€ ; 1,1450 est le cours de vente du \$ par rapport à l'€.

□ La différence entre le cours acheteur et le cours vendeur représente la marge (*spread*) de la banque. Le *spread* dépend de l'état du marché, de l'offre et de la demande, de la plus ou moins grande agressivité commerciale de la banque, et du risque pris par le cambiste.

□ Les cotations sont annoncées avec 4 chiffres après la virgule. Par exemple, la cotation de l'€ par rapport au \$ : 1,0557 – 1,0590 se dira un zéro cinq cinquante sept à quatre vingt dix. Le 2ème chiffre après la virgule s'appelle la figure et le quatrième le point ou pip.

#### 2.1.2 – LE DEROULEMENT D'UNE OPERATION

### 2.2 – LES MARCHES DES CHANGES A TERME

#### 2.2.1 – DEFINITION

□ C'est un marché où les participants négocient des achats et des ventes de devises qui interviendront à une date ultérieure. Le taux de change fixé par les deux contreparties l'est à l'instant  $t$ , alors que les devises s'échangent à  $t +$ . Ce marché remplit principalement une fonction de couverture contre le risque de change.

□ Ex. : Un importateur français sait devoir régler dans trois mois une importation pour un montant de 2 millions de \$. Plutôt que d'attendre et d'acheter à l'échéance 2 millions de \$ à un cours qu'il ne connaît pas, il préférera acheter à terme les devises, c'est à dire fixer dès à présent le cours de change dont il bénéficiera dans trois mois.

□ Les opérations de change à terme sont beaucoup moins importantes que les transactions de change au comptant.

### 2.2.2 – LE TAUX DE CHANGE A TERME

- Il existe autant de taux que de termes pour lesquels des transactions peuvent être conclues. Le taux de change à terme n'est jamais égal, sauf par hasard, au taux de change au comptant. La devise est dite « au pair » (*square*) quand le taux à terme est égal au taux au comptant.
- Le taux de change à terme est calculé en ajoutant un certain montant (report) ou en retranchant un certain montant (déport) au cours comptant.
- EX. : Un importateur pour se protéger contre une appréciation éventuelle de sa devise de facturation décide un achat à terme auprès de sa banque. Celle-ci qui supporte désormais le risque de change achète immédiatement sur le marché au comptant la devise (à livrer) en empruntant au préalable le montant requis en € pour effectuer cette opération. Les devises ainsi obtenues seront prêtées à une échéance identique à celle du règlement des importations.
- La différence de taux d'intérêt entre la placement des devises et l'emprunt initial des € s'ajoutera au cours comptant. Une différence négative se retranchera du cours comptant et déterminera le cours de change à terme.
- Une monnaie est dite en report quand son taux d'intérêt pour une période déterminée est plus faible que celui de l'autre monnaie. Le report est supporté par l'importateur et profite à l'exportateur, la banque ne faisant que répercuter les conditions du marché. Lorsque le cours à terme est supérieur à celui au comptant, il y a report.
- Une monnaie est dite en déport quand son taux d'intérêt est plus élevé que celui de l'autre monnaie. Le déport est supporté par l'exportateur et profite à l'importateur. Lorsque le cours à terme est inférieur au cours au comptant, il y a déport.

### 2.2.4 – LES PRINCIPES DES COURS DE CHANGE A TERME

### 2.3 – LES MARCHES DES CHANGES DERIVES : FUTURES, OPTIONS, SWAPS

- On appelle produits dérivés des contrats dont la valeur dépend (ou « dérive ») de celle d'un actif, ou d'un indice sous-jacent. Ainsi, les produits dérivés de change dépendent d'un autre titre : les taux de change dérivés. Les principaux produits dérivés sont les contrats à terme d'instruments financiers (futures), les options et les swaps de devises. Ces instruments ont pour fonction essentielle d'assurer une couverture plus performante des risques sur les marchés des changes. Cependant, certains instruments visent à obtenir d'emblée une meilleure rentabilité des placements.

#### 2.3.1 – LES FUTURS SUR DEVICES

#### 2.3.2 – LES OPTIONS SUR DEVICES

#### 2.3.3 – LES SWAPS SUR DEVICES

### 2.4 – LES OPERATIONS SUR LES MARCHES DES CHANGES

#### 2.4.1 – LA TYPOLOGIE DES OPERATIONS DE CHANGE

##### □ LES OPERATIONS DE COUVERTURE

- Les opérateurs désirant se couvrir (les *hedgers*) ont une forte aversion pour le risque né des activités internationales. Leur comportement de base est de prendre sur le marché des changes des positions inverses à celles nées de leurs activités traditionnelles d'entreprise.
- L'objectif de ces opérations, réalisées par les exportateurs et les importateurs de biens et services et les prêteurs et emprunteurs de flux financiers, est de protéger les créances et les dettes commerciales et financières contre le risque de baisse ou de hausse du cours des devises dans lesquelles elles sont libellées.
- Tous les éléments exposés aux fluctuations du change définissent la position de change.
- On dira que la position de charge est fermée si les engagements sont égaux aux avoirs ; ouverte longue s'il y a un excédent de créances en devises par rapport aux engagements ; ouverte courte s'il y a un excédent des engagements par rapport aux créances en devises.
- La position de change fait apparaître trois types de risques :

- Le risque de crédit, décomposé en risque de crédit lorsque la partie cocontractante ne peut ou ne veut pas tenir ses engagements prévus au contrat et en risque politique, notamment lorsqu'un Etat contrôle le transfert des devises.
- Le risque d'exploitation correspondant aux risques liés aux collaborateurs, aux matériels informatiques et à l'organisation.
- Le risque financier lié aux pertes éventuelles que court une position de change ouverte non couverte.

#### LA SPECULATION

- Les opérateurs qui prennent volontairement des positions de change sont les spéculateurs. Ils ont une activité de prise de risque dont la rémunération est l'espoir de réaliser un profit sur les fluctuations de change anticipées.
- Pour les partisans de la thèse de la spéculation stabilisante (Friedman), les spéculateurs tendent à stabiliser les cours en vendant (achetant) quand les cours augmentent (baissent). Pour les partisans de la spéculation déstabilisante (Nurkse), les spéculateurs déstabilisent les cours en accentuant les tendances.
- La dimension risque est essentielle : le spéculateur ouvre une position de change ou en maintient une en ne se couvrant pas. On dira d'un spéculateur à la hausse qu'il prend une position longue sur la devise, et d'un spéculateur à la baisse qu'il prend une position courte.
- La spéculation sur les marchés au comptant et à terme est qualifiée de spéculation active dans la mesure où elle résulte de comportements conscients d'actions sur les cours. A l'inverse, le termeillage ou les modifications dans le choix des monnaies de facturation par les entreprises (*cash management international*) est qualifiée de spéculation passive.
- Exemple de spéculation sur le marché au comptant :
  - Supposons un cambiste qui anticipe une appréciation du \$ relativement à l'€. Il vend un montant M d'€ sur le marché au comptant contre USD au cours qui prévaut à la date t. Il est dans une position ouverte avec l'espoir de voir l'USD s'apprécier. Cette opération a un coût : l'emprunt des € pour effectuer leur vente au comptant contre USD. Le taux d'intérêt au jour le jour de l'emprunt est noté  $I_{eur}$ . Le cambiste prête sur le marché monétaire américain (ou sur le marché de l'eurodollar), les \$ obtenus au taux  $I_{usd}$ .
  - Peut-on considérer que le rendement de ce prêt en \$ compense le coût de l'emprunt en € ?
  - En général, la réponse est négative puisque d'autres opérateurs font la même anticipation.
  - Dès lors, la demande d'emprunts d'€ tend à augmenter les taux d'intérêt sur l'€, alors que simultanément l'accroissement de l'offre de prêts en \$ déprime les taux américains. Le cambiste subit une perte sur les taux tant que sa position reste ouverte. Quand l'appréciation du \$ aura eu lieu (implicitement nous supposons que le cambiste a raison), le débouclage de l'opération aura lieu : vente des USD contre EUR sur le comptant à la date t+1.
  - Conditions pour que l'opération soit profitable :
    - Il faut que l'appréciation effective du \$ par rapport à l'€ soit supérieure à la perte sur les taux :
 
$$(USD/EUR_{t+1}) - (USD/EUR_t) > I_{eur} - I_{usd} USD/EUR_t$$
    - Remarque : Des taux d'intérêt domestiques élevés tendent à décourager la spéculation au comptant en raison du renchérissement des emprunts en monnaie nationale. Des taux internationaux élevés encouragent la spéculation à la hausse de la devise au comptant et découragent la spéculation à la baisse.
  - Exemple de spéculation sur le marché à terme :
    - Le cambiste anticipe une appréciation du \$ par rapport à l'€ à un terme d'un mois. Il décide donc de vendre des € contre \$ pour un montant M à un terme d'un mois. Le coût de la vente est nul en termes de trésorerie (pas besoin d'emprunter des € au comptant puisque la vente étant effective dans un mois).

□ L'espoir du cambiste est que l'appréciation se produise à l'échéance afin qu'il soit en mesure de racheter les € contre \$ sur le comptant moins cher qu'il ne les a vendus sur le marché à terme.

□ Conditions pour que l'opération soit profitable :

□  $\text{USD/EUR terme} - \text{USD/EUR comptant} > \text{Ieur} - \text{Iusd USD/EUR comptant}$

#### LES OPERATIONS D'ARBITRAGE

□ Elles reposent sur les imperfections des marchés. Les arbitragistes profitent de celles-ci pour réaliser des bénéfices. Ils n'assurent aucun risque, mais ils éliminent les imperfections entre les places financières. Ces opérations sont réservées aux institutions qui interviennent directement sur le marché, car elles exigent une très grande rapidité de réaction et ne peuvent être entreprises que par des opérateurs disposant d'une table de change.

□ Exemple d'arbitrage sur les changes :

□ Il a pour conséquence d'établir un rapport entre les cotations des devises sur les places financières. En effet, des déplacements de capitaux se produisent tant que les possibilités de gains n'ont pas été éliminées.

□ Si à Paris, le taux de change  $\text{USD/EUR} = \text{EUR } 1,1520$  alors à New York, le taux  $\text{EUR/USD} = \text{USD } 0,8680$  ( $1/1,1520$ ). Dans le cas contraire, des opérations d'arbitrage se manifestent.

□ Supposons par exemple que les taux à Paris et à New York soient respectivement de EUR 1,1520 et USD 0,8500. Les opérateurs peuvent réaliser un gain sans risque en achetant des € à New York et en les vendant à Paris. Cela a pour conséquence de faire monter les cours USD/EUR, c'est-à-dire d'apprécier l'USD à Paris et de faire monter les cours EUR/USD à New York.

□ Les mouvements de fonds vont durer jusqu'à élimination des gains et donc jusqu'à l'établissement des cours identiques sur les deux places.

□ Remarque : Les transactions peuvent concerner également les taux d'intérêt.