

COURS DE FINANCE INTERNATIONALE

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 (cf. document 1).

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'oeuvre 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 Etats-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 (cf. Document 2)

1.3 - L'évolution récente des marchés internationaux des capitaux (cf. Document)

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 :**

* Despécialisation 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 despécialisation 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 (**document 5**).

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 **marchéisation** 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 **marchéisation** 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'acquérir 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 euro-crédits 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'approprient 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'actionnariat 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** (cf. document 7). 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** (document 7), 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** (document 7). 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** (cf. document 4, encadré 1).

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 (document 7) :

* **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 oeuvre 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 intertemporelle de l'équilibre externe.** Ainsi un pays qui subit un choc exogène ne se voit pas obligé de restreindre brutalement sa consommation interne.

* **Un efficience 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 Kobe et chute du Nikkei), 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 substituable 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 oeuvre de ses instruments.

IV – L'IMPACT DE LA GLOBALISATION FINANCIERE

* Avec la substituable 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 MARCHE 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 standardisés 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 2 ème chiffre après la virgule s'appelle la figure et le quatrième le point ou pip.

2.1.2 - LE DEROULEMENT D'UNE OPERATION

cf. Document 1

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

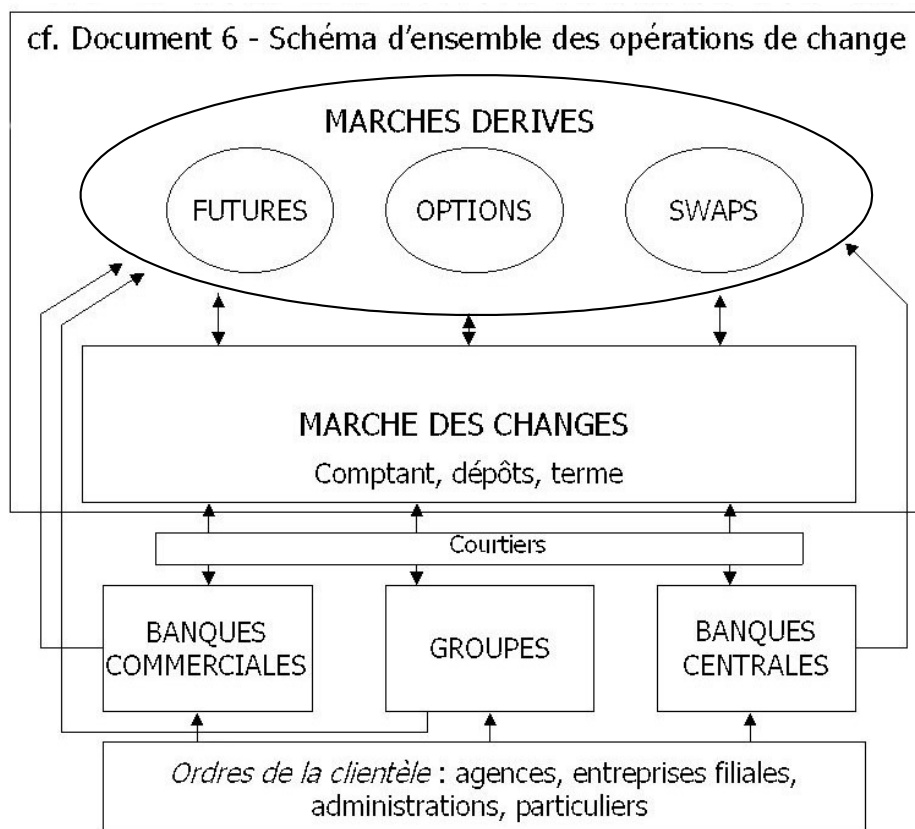
♦ On appelle produits dérivés des contrats dont la valeur dépend (ou « dérive ») de celle d'un actif, ou d'un indice sous-jacent. Ainsi, les produits dérivés de change dépendent d'un autre titre : les taux de change dérivés. Les principaux produits dérivés sont les contrats à terme d'instruments financiers (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 change 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 *term trading* 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 . 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 :
- ◆
$$\frac{(\text{USD/EUR } t+1) - (\text{USD/EUR } t)}{\text{USD/EUR } t} > \text{leur} - \text{lusd}$$
- ◆ 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 :
- ◆
$$\frac{\text{USD/EUR terme} - \text{USD/EUR comptant}}{\text{USD/EUR comptant}} > \text{leur} - \text{lusd}$$

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 USD/EUR = EUR 1,1520 alors à New York, le taux EUR/USD = 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.

- ◆ 2.4.2 - LES TRANSACTIONS SUR LES MARCHES DES CHANGES

cf. Document 8

III - LES DETERMINANTS ET LES PREVISIONS DES TAUX DE CHANGE

3.1 - LES FACTEURS FONDAMENTAUX TRADITIONNELS

3.1.1 - BALANCE DES PAIEMENTS ET TAUX DE CHANGE

- ◆ La balance des paiements est un état statistique qui retrace sous forme comptable l'ensemble des flux réels, financiers et monétaires entre les résidents d'une économie et les non résidents, au cours d'une période de temps déterminée.

- ◆ Le déficit ou l'excédent de certains soldes de la balance des paiements peuvent expliquer le niveau du taux de change, compte tenu de l'effet mécanique qu'un tel déséquilibre provoque sur le demande et l'offre de devises étrangères.

- ◆ Un solde du commerce extérieur devrait avoir tendance à élever la valeur du taux de change; un solde déficitaire devrait le faire baisser. Toutefois, ce solde ignore l'impact des services et surtout ne prend pas en compte les mouvements de capitaux qui peuvent sur compenser l'impact positif ou négatif du solde de la balance commerciale.

- ◆ Le solde à financer regroupe les soldes des transactions courantes, du compte de capital et des investissements directs. Quand ce solde est positif, le taux de change à tendance à s'accroître et inversement.

- ◆ Cette théorie qui s'appuie sur les modèles macroéconomiques keynésiens (Mundell-Fleming) ne peut s'appliquer aux monnaies qui, quel que soit le solde extérieur du pays émetteur, jouent un rôle international (cf. le \$ et le déséquilibre extérieur des Etats-Unis).

3.1.2 - LES VARIATIONS RELATIVES DES PRIX : LA THEORIE DE LA PARITE DES POUVOIRS D'ACHAT (PPA)

- ◆ Cette théorie a été formulée de façon complète par l'économiste suédois Cassel en 1916. Elle a été reprise par l'économiste français Rueff et par le hongrois Belassa.

- ◆ Les variations du taux de change entre deux devises A et B dépendent du différentiel d'inflation existant entre les économies des pays A et B.

- ◆ **La version absolue de la PPA**

- ◆ Soient deux pays A et B; le taux de change d'équilibre résulte de la confrontation des niveaux de prix de biens comparables et permet leur égalisation.

- ◆ Taux d'échange d'équilibre A/B = $\frac{\text{Niveau des prix de A}}{\text{Niveau des prix de B}}$

La PPA montre que le pays dont l'indice des prix est supérieur à son partenaire voit sa monnaie se déprécier.

- ◆ **La version relative de la PPA**

- ◆ D'un raisonnement en niveau, on passe à un raisonnement en taux de croissance. La PPAR implique que la variation du taux de change entre deux périodes est strictement équivalente au rapport de la variation des indices de prix.

- ♦ Taux de change courant A/B =

$$\text{Taux d'échange d'équilibre} \times \frac{\text{variation des prix de A}}{\text{variation des prix de B}}$$

- ♦ La théorie de la PPA se vérifie partiellement que sur le moyen et le long terme. Plusieurs auteurs reconnaissent l'existence d'importantes déviations à court terme entre le différentiel d'inflation et le différentiel de change. Les variations relatives des taux de change sont, à court terme, beaucoup plus déterminées par les anticipations, l'évolution des taux d'intérêt et les mouvements de capitaux que par le différentiel d'inflation.

3.1.3 - LA THEORIE DE LA PARITE DES TAUX D'INTERET

- ♦ A court terme, une variation des taux d'intérêt entraîne, toutes choses égales par ailleurs, une fluctuation dans le même sens du taux de change au comptant.
- ♦ La théorie de la parité des taux d'intérêt développée par Keynes peut être résumée de la manière suivante: les cours à terme des devises tendent à s'ajuster aux parités des taux d'intérêt. L'écart de taux d'intérêt entre deux pays doit être égal au taux d'appréciation ou de dépréciation attendu de la devise par rapport à la monnaie nationale.
- ♦ Selon la PTI une monnaie étrangère doit se déprécier à terme lorsque le taux d'intérêt étranger augmente plus que le taux d'intérêt national.
- ♦ D'autres facteurs agissent sur la formation des cours à terme : l'offre et la demande de devises liées au commerce international, les anticipations sur les cours au comptant et à terme, la spéculation (qui se concrétise par des reports ou des déports anormaux).

3.2- LES MODELES MONETAIRES ET DE PORTEFEUILLE

3.2.1 - L'APPROCHE MONETAIRE DU TAUX DE CHANGE

- ♦ Celle-ci a été élaborée dans les années 1970 par les économistes de Chicago, notamment Johnson et Frenkel. L'objectif de cette approche est de montrer que la balance des paiements est un phénomène monétaire dans une économie internationale monétaire. En conséquence, le taux de change devient lui-même un phénomène purement monétaire.
- ♦ **Le modèle monétaire à prix flexibles**
 - ♦ Cinq hypothèses lui sont sous-jacentes :
 - ♦ Les prix de tous les biens sont flexibles;
 - ♦ Les actifs domestiques et étrangers sont parfaitement substituables et il y a mobilité parfaite des capitaux;
 - ♦ L'offre de monnaie et le revenu réel sont déterminés de façon exogène;
 - ♦ La monnaie domestique est demandée par les seuls résidents domestiques et la monnaie étrangère par les seuls résidents étrangers;
 - ♦ La PPA est vérifiée à chaque période.
 - ♦ La conclusion de ce modèle est la suivante : le cours du change dépend de la valeur courante des stocks de monnaie (domestiques et étrangers) et des déterminants de la demande de ces monnaies, en particulier les revenus et les taux d'intérêt (national et étranger).
- ♦ **Le modèle monétaire à prix rigides : la surréaction du taux de change**
 - ♦ Au lieu de considérer les ajustements instantanés de tous les marchés sur la base de prix flexibles, cette classe de modèles introduit l'idée de vitesses d'ajustement différentes. Retrouvant l'idée keynésienne de prix rigides pour les biens, Dornbush (1976) montre que si les prix des marchés financiers s'ajustent immédiatement à la suite d'un choc, alors que ceux des biens sont inertes, le taux de change surréagit à court terme pour compenser ces différences.

3.2.2 - LES MODELES D'EQUILIBRE DE PORTEFEUILLE

- ♦ Par rapport aux modèles monétaires, les modèles de portefeuille (Branson, Kouri, McKinnon, Masson) remettent en cause deux hypothèses jugées simplificatrices : la parfaite substituabilité entre les titres domestiques et étrangers; la négligence des effets de richesse liés au solde de la balance des transactions courantes.
- ♦ Rappel : effet de richesse (patrimoine) : Mécanisme d'incitation à l'accroissement de la demande de biens de consommation chez les ménages, enclenché par celui de la hausse des cours des valeurs mobilières ou de la valeur des biens immobiliers.
- ♦ Le point commun avec les modèles monétaires est de considérer que le niveau du taux de change à court terme est déterminé par l'offre et la demande d'actifs sur les marchés financiers. En d'autres termes, c'est une logique de stocks qui prévaut. A moyen terme, on reconnaît que le taux de change est un déterminant fondamental des opérations courantes de la balance des paiements. Une logique stock-flux est alors introduite.
- ♦ En conclusion, les vérifications empiriques de ces modèles conduisent à un scepticisme certain à l'égard de leur pertinence. En effet, à court terme le taux de change se comporte de façon purement aléatoire comme le prix de tout autre actif. En revanche, on peut raisonnablement penser qu'à long terme, ses variations sont reliées à celles des variables économiques fondamentales.

3.3 - LA FINANCIARISATION DES TAUX DE CHANGE

3.3.1 - LES MODELES DE SUBSTITUTION ENTRE LES DEVICES

- ♦ Le degré de substitution entre devises est une fonction croissante de l'instabilité macroéconomique des pays concernés. Ces modèles ont produit des résultats mitigés lorsqu'ils ont fait l'objet d'une vérification empirique. On a pu leur reprocher d'ignorer la substitution entre les titres, autre phénomène majeur de la globalisation financière.
- ♦ L'apport de ces modèles réside dans la prise en compte d'un système multi-devises (c'est à dire un système où les agents économiques utilisent simultanément plusieurs monnaies nationales dans les transactions internationales) et de l'accent mis sur les conséquences de l'intégration financière sur le comportement des taux de change.

3.3.2 - LES MODELES DE NEWS

- ♦ Les modèles de *news* (ou modèles de taux de change avec de nouvelles informations) découlent de l'hypothèse d'anticipations rationnelles. Celle-ci implique :
 - que les agents incorporent toute l'information disponible ;
 - que s'il peut y avoir des erreurs, tenant notamment à des éléments d'informations nouveaux, ces erreurs ne sauraient être systématiques;
 - les anticipations devront produire des valeurs actuelles qui, en moyenne, seront égales aux valeurs pronostiquées.
- ♦ A partir de cette hypothèse, les modèles de news montrent que la volatilité des taux de change résulte de la révision des anticipations suites à l'apparition de nouvelles informations (*news*). Il se produit alors des variations discontinues du taux de change liées aux révisions secondaires des anticipations.

3.3.3 - L'EFFICIENCE DES MARCHES DES CHANGES

- ♦ Pour Fama, l'efficacité informationnelle est assurée lorsque le prix reflète pleinement l'information disponible relative à un événement. Si le marché est efficient, cela implique :
 - le cours de change intègre à tout instant toute l'information tirée des événements passés;
 - il reflète aussi, directement, les anticipations sur les événements futurs.
- ♦ L'efficacité signifie donc l'imprévisibilité et la non profitabilité. Toutefois, un petit groupe d'opérateurs peuvent « battre le marché »(profits anormaux). Leur faible nombre n'affectant pas suffisamment l'équilibre du marché, ils peuvent faire des bénéfices systématiques. L'efficacité suppose

la réalisation de plusieurs hypothèses (absence de coût de transaction, neutralité des opérateurs vis-à-vis du risque, absence de contrôle des changes).

- ◆ Les vérifications empiriques se révèlent difficiles à réaliser. Les raisons de cette non-vérification sont : l'information est coûteuse d'accès, le caractère changeant des politiques économiques, comportements irrationnels, voir plus loin.)

3.3.4 - RATIONALITE DES ANTICIPATIONS ET ERREURS SYSTEMATIQUES

- ◆ Ces travaux remettent en cause le processus de formation des anticipations des acteurs sans pour autant contester leur rationalité : l'idée est de considérer l'existence d'une incertitude dans l'environnement. En conséquence, les opérateurs font des erreurs systématiques d'anticipation.

- ◆ **Exemple : Les bulles rationnelles (Blanchard, Watson)**

- ◆ Une bulle rationnelle est un écart durable entre le prix et la valeur fondamentale sur les marchés d'actifs financiers. Si l'on sait que le cours est surévalué, on a intérêt à continuer d'acheter la devise aussi longtemps que le risque de perte imputable à la surévaluation est plus que compensé par le gain en capital susceptible d'être réalisé.

- ◆ Les limites de la théorie des bulles rationnelles sont nombreuses. Elle n'explique ni la formation, ni la destruction de bulles.

- ◆ L'hypothèse d'efficience considère que les variations passées des cours ne contiennent aucune information pertinente pour anticiper des modifications des prix futurs. La théorie des bulles rationnelles considère précisément le contraire : il existe une corrélation positive entre les séquences successives des variations de prix.

- ◆ L'existence d'amples fluctuations des taux de change non expliquées par les fondamentaux suggère l'existence de bulles spéculatives. Frenkel montre que les marchés (financiers, change) sont gérés à partir d'une logique financière de court terme, d'où l'importance de variables comme les taux d'intérêt, modification de la législation fiscale, discours des autorités ... Toutefois, un écart peut s'opérer entre le prix d'équilibre et le prix réel, cet écart n'étant pas la conséquence de la spéculation. La formation du prix de l'actif ne dépend plus de variables fondamentales mais de l'idée que se font les opérateurs de l'attitude des autres opérateurs.

- ◆ L'appréciation dominante sur un actif financier détermine sa propre appréciation et vice-versa. La correction finale entre le taux d'équilibre et le taux effectif ne peut plus s'effectuer que par un effondrement du prix de l'actif.

3.3.5 - LA DYNAMIQUE DU TAUX DE CHANGE : LA CONFRONTATION D'ACTEURS HETEROGENES

- ◆ L'idée est que les marchés de capitaux peuvent tomber sous l'emprise de mouvements psychologiques entre agents hétérogènes dénués d'ancrage réel.

- ◆ L'instabilité résulte de comportements différenciés des acteurs. Les *noise traders* (ceux qui exploitent la rumeur, les bruits) qui ont une stratégie à court terme surestiment la volatilité potentielle des actifs dans la mesure où ils sont influencés par les bruits. Ces acteurs non rationnels créent un risque artificiel par le raccourcissement de l'horizon temporel de l'ensemble des investisseurs.

- ◆ Orléan a mis en évidence le rôle des influences interpersonnelles et des dynamiques de groupe. Chaque individu cherche à se conformer aux croyances du groupe, donc à suivre et à former la tendance du marché. Moins il a confiance dans sa propre information, plus il est conduit à adopter un comportement mimétique (moutonnier), et cela d'autant plus que les fondamentaux sont « douteux » ou difficiles à interpréter. Dans certains cas, celui qui s'éloigne de l'anticipation moyenne du marché prend un risque considérable.

- ◆ Les comportements mimétiques sont-ils rationnels ou irrationnels ?

- ♦ Ne pas s'écarter de la tendance pendant un certain temps peut être « rationnel », mais s'y adosser trop durablement peut être ruineux.
- ♦ Lorsque les cours suivent une logique d'autoréalisation des anticipations, sans référence aux conditions de rentabilité, aux risques, aux déviations par rapport au cours d'équilibre déterminé par les fondamentaux, on parle de bulle irrationnelle : myopie et mimétisme des opérateurs sont alors les éléments fondamentaux de l'évolution des cours.

3.4 – LES PREVISIONS DES TAUX DE CHANGE

3.4.1 – LES VARIABLES ECONOMIQUES ET LA PREVISION DES TAUX DE CHANGE

- ♦ Le taux d'inflation
La théorie de la parité des pouvoirs d'achat, même si elle n'est pas parfaitement vérifiée, permet de donner des tendances. A court terme, plusieurs facteurs exercent une influence sur l'inflation, mais au-delà de 18 mois, le taux de croissance de la masse monétaire devient un déterminant essentiel du taux d'inflation. En règle générale, un taux d'inflation plus élevé que celui des pays concurrents accroît les risques de dépréciation de la monnaie et inversement.
- ♦ Le taux d'intérêt
Les taux d'intérêt sont un facteur important de l'évolution à court terme des taux de change. Malheureusement, il est difficile de prévoir les taux d'intérêt à 6 mois, 1 an. Est-ce que les taux à terme sont des bons prédicteurs des taux au comptant futurs ? Les résultats des tests empiriques sont douteux.
- ♦ Les soldes de la balance des paiements
- ♦ L'importance des soldes intermédiaires de la balance des paiements oblige les prévisionnistes à suivre l'évolution d'un certain nombre d'indicateurs comme :
 - Le taux de croissance ou de décroissance des réserves internationales du pays;
 - Le taux de couverture des importations par les exportations ;
 - L'évolution des prix relatifs;
 - Le taux de croissance de l'offre de monnaie;
 - Le taux de diversification des exportations;
 - Le ratio du service de la dette.
- ♦ En suivant l'évolution de ces indicateurs, le prévisionniste dispose d'un certain nombre de signaux servant de détecteurs à une prochaine amélioration ou détérioration du taux de change.

3.4.2-LES PROBLEMES POSES PAR LA PREVISION DES TAUX DE CHANGE

- ♦ L'horizon temporel de la prévision des taux de change
- ♦ Certains pensent que l'horizon est à court terme, d'autres estiment que la prévision doit avoir pour cadre le moyen ou le long terme. Les experts ne sont pas toujours d'accord sur l'échéance effective d'une prévision à court terme, moyen terme et long terme.
- ♦ En général, les prévisions à très court terme sont inférieures à 7 jours, à court terme elles sont comprises entre 7 jours et 3 mois. Une prévision à moyen terme se fixe pour horizon une échéance comprise entre 3 mois et 3 ans. Au-delà de 3 ans, la prévision est considérée comme étant à long terme.
- ♦ Les méthodes de prévision du taux de change

* L'analyse technique

- ♦ Elle s'intéresse au marché lui-même et non pas aux facteurs externes reflétés par le marché. Elle décrit les mouvements du marché sans rechercher les raisons qui les expliquent. L'analyse technique repose sur l'idée que « l'histoire a tendance à se répéter » et qu'il existe une dépendance dans les variations successives des cours de change. Elle remet en cause l'hypothèse d'efficience associée à celle d'anticipations rationnelles en considérant que l'on peut repérer des tendances et en tirer des avantages.

- ♦ Les méthodes utilisées sont nombreuses et complémentaires. Exemple : Les chartristes (c'est à dire ceux qui utilisent la méthode graphique, *chart* en anglais) enregistrent les évolutions passées pour fonder leurs prévisions à l'aide de diverses techniques de prolongation des tendances passées.
- ♦ * L'analyse fondamentale
- ♦ Elle analyse l'environnement des marchés, c'est à dire ce qui va jouer un rôle essentiel dans l'appréciation des marchés. Elle s'intéresse à tout ce qui va influencer les marchés : situation économique, monétaire, politique ... sans se focaliser sur les marchés eux-mêmes.
- ♦ Les variables économiques les plus utilisées par les modèles économétriques sont l'inflation, les taux d'intérêt, la masse monétaire, la productivité et les taux de croissance.
- ♦ Au total, les deux méthodes de prévision sont complémentaires. Idéalement, l'analyse fondamentale doit logiquement donner la tendance de fond et l'analyse technique doit avertir que quelque chose d'important est en train de se passer (changement de tendance) que l'analyse fondamentale n'a pas encore remarqué (car vision peut être à plus long terme). L'analyse technique joue alors un rôle d'alerte.

CHAPITRE 3 : GLOBALISATION FINANCIERE ET VULNERABILITE SYSTEMIQUE

- ♦ I - GLOBALISATION FINANCIERE ET MONTEE DES RISQUES INTERNATIONAUX
- ♦ II - GLOBALISATION FINANCIERE ET RISQUE SYSTEMIQUE
- ♦ III - LES CHOCS FINANCIERS DEPUIS 1970
- ♦ IV - LA REGULATION DU SYSTEME MONETAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

I - GLOBALISATION FINANCIERE ET MONTEE DES RISQUES INTERNATIONAUX

1.1 - LES TRANSFORMATIONS DE LA FINANCE ET LA MONTEE DES RISQUES INTERNATIONAUX

- ♦ La transformation la plus importante est la financiarisation des ménages. Celle-ci se traduit par une augmentation systématique de la part des avoirs financiers dans la richesse des ménages et par la progression des actions par les ménages ou par des investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance-vie, fonds mutuels) qui contractualisent l'épargne des ménages (pays anglo-saxons).
- ♦ Le développement des patrimoines financiers a entraîné une exigence de rendement que les institutions financières ont cherché à satisfaire dans une concurrence accrue. La réorientation du financement des banques vers les marchés de titres a entraîné un changement complet du rapport des forces dans la finance qui décide des conditions de la rentabilité du capital. Il y a eu un basculement de systèmes financiers dominés par les débiteurs à des systèmes dominés par les prêteurs. Parallèlement on est passé de stratégies d'entreprises de la recherche de la croissance, sous le contrôle des managers, à la maximisation de la valeur actionnariale, sous la pression des investisseurs institutionnels.
- ♦ Ces nouvelles relations financières ont provoqué l'essor des marchés financiers. Ceux-ci permettent de diversifier des risques, mais ils créent également des risques liés à des variations

brutales et à des manques non prévues de liquidité sur des segments sensibles de l'ensemble des marchés de gros de la monnaie (grands marchés des changes et de titres à court terme).

- ◆ Un autre facteur de fragilité est produit par la libéralisation financière elle-même. Il s'ensuit que les institutions financières se trouvent confrontées à de nouvelles conditions de concurrence, ont des opportunités d'élargir leurs activités à de nouveaux domaines qu'elles ne connaissent pas, alors que les routines de leur organisation, la mentalité de leurs dirigeants, l'expertise de leurs personnels demeurent celles de l'ancien système. La distorsion des rythmes entre la mutation des règles communes et les changements en profondeur des structures et des comportements provoque une sous-évaluation des risques et la formation de situations financières vulnérables à des chocs macroéconomiques (variations imprévues des taux d'intérêt et des taux de change).

- ◆ Les banques ont été les victimes des changements dans la structure de l'épargne et du développement des marchés de titres pour le financement des entreprises. Elles ont dû rechercher de nouvelles activités profitables et se sont engagées dans des métiers éloignés des activités où elles étaient confinées dans les systèmes financiers réglementés, d'où des faillites, forçant les banques à se restructurer. Or, les banques lorsqu'elles sont fragiles, deviennent les maillons faibles des systèmes financiers puisqu'elles constituent des réseaux qui fournissent à l'économie globale un bien collectif : les systèmes de paiement et de règlement.

1.2 - L'IDENTIFICATION DES RISQUES INTERNATIONAUX

1.2.1 - Le risque de change

- ◆ a) Risque de transaction, risque de consolidation, risque économique

- ◆ * Risque de change de transaction

- ◆ Le risque de change de transaction est défini comme le risque d'enregistrer une perte ou un gain inattendu lors de la conversion d'une devise dans une monnaie de référence. Les actifs concernés sont : les créances, les disponibilités et les dettes en devises. Le risque de change peut concerner également les commandes reçues ou passées lorsque le prix est en devises.

- ◆ D'une manière générale, l'existence au bilan d'une entreprise de créances et de dettes libellées en devises, et ultérieurement traduites en francs français à un cours qui est susceptible de varier, est à l'origine du risque de change de transaction. Une position courte dans une devise étrangère fait courir un risque opposé à celui qui naît d'une position longue. Dans le premier cas, on est exposé au risque de hausse du cours de la devise, alors que dans le deuxième cas, on est exposé à la baisse de celui-ci.

- ◆ * Risque de change de consolidation

- ◆ Il découle des investissements directs (filiales) ou indirects (participations) à l'étranger. Lors de la consolidation des bilans, l'actif net exprimé en franc français (euro) varie en fonction de l'évaluation de la valeur de la monnaie du pays dans lequel l'investissement a été réalisé. Si le cours utilisé lors de la consolidation diffère du coût historique, il y a aura une « différence de consolidation ».

- ◆ * Risque économique de change

- ◆ Ce dernier existe dès que les résultats d'une entreprise sont susceptibles d'être affectés par une variation des taux de change. Il correspond aux dépenses et recettes futures de l'entreprise non encore engagées dont le montant en monnaie nationale est susceptible d'être affectée par une modification des taux de change. Il en est ainsi des ventes qui seront éventuellement réalisées dans le futur, ou des importations qui deviendront nécessaires par la suite.

- ◆ b) Les risques associés aux opérations de change

- ◆ * Risque de liquidité

- ◆ Ce risque est celui de ne pouvoir effectuer une transaction sur le marché des changes ou de le faire, mais en subissant une moins-value lors de l'achat ou la vente de devises. Ex : Disparition

momentanée ou définitive d'une devise à la suite d'une crise politique ou de la mise en place d'un contrôle des changes (devises de faible importance).

- ◆ Sur le marché à terme, le risque de liquidité se manifeste par une réduction des transactions, un raccourcissement des échéances et une augmentation du report et du déport. Il se manifeste également (sur les marchés *spot* et *forward*) par un accroissement de l'écart entre le prix offert et le prix demandé (*bid-ask spread*).

* Risque de contrepartie

Le risque de livraison correspond à la faillite de la contrepartie le jour de l'échéance de la transaction. Le risque de crédit correspond à la faillite de la contrepartie préalablement à l'échéance de la transaction. Les cambistes sur le marché au comptant ne sont exposés qu'au risque de livraison. Ceux qui opèrent sur le marché à terme sont confrontés au risque de livraison et au risque de crédit.

1.2.2 - LE RISQUE DE TAUX D'INTERE

- ◆ De plus amples fluctuations de taux d'intérêt ont des conséquences économiques différentes selon la position des acteurs. D'une manière générale, on peut établir la typologie suivante :

- ◆ - Pour les agents emprunteurs : le risque de taux se manifeste par une perte en cas de baisse des taux si l'endettement est à taux fixe et par une exposition aux variations à la hausse si l'endettement est à taux variable. En outre, si l'agent prévoit un besoin financier futur, il a une aversion pour les augmentations futures de taux.

- ◆ - Pour les agents prêteurs : le risque de taux se manifeste dans les situations opposées aux précédentes. Dans le cas de placements immédiats, il apparaît un coût d'opportunité si les taux augmentent alors que les placements sont à taux fixe et une exposition à la baisse des taux si les emplois sont à taux variables . Pour les placements futurs, l'agent prêteur craint les baisses de taux d'intérêt.

- ◆ - Pour les banques : le solde entre le coût des ressources et les revenus tirés des emplois est ici fondamental. Il apparaît un risque de taux dès lors que les emplois et les ressources n'ont pas de caractéristiques similaires (on emploie alors l'expression de « *mismatch* »). C'est le cas par exemple lorsque la banque utilise des ressources à court terme pour refinancer des emplois à long terme.

1.2.3 - LE RISQUE PAYS

- ◆ Traditionnellement, le risque pays est constitué de deux éléments, le risque souverain, si un Etat ou une entreprise publique n'honore pas ses engagements en devises, et le risque de non-transfert, si la Banque centrale est impuissante à mobiliser des réserves en devises suffisantes pour transformer les ressources en monnaie locale en moyens de paiements internationaux.

- ◆ Pour les investisseurs, le risque pays est défini comme les variations des rentabilités d'un investissement à la suite d'événements sociaux, économiques et politiques non prévus spécifiques au pays considéré.

- ◆ Le risque politique se définit comme les variations des rentabilités d'un investissement à la suite d'actes politiques non prévus du gouvernement du pays d'implantation, exemple : blocage des fonds, expropriation, nationalisation, contrôle des changes Le risque politique est une partie du risque pays. Le risque politique est différent du risque de souveraineté, le second concernant les opérations d'entités publiques alors que le premier recouvre aussi bien les opérations d'entités publiques que d'opérations privées.

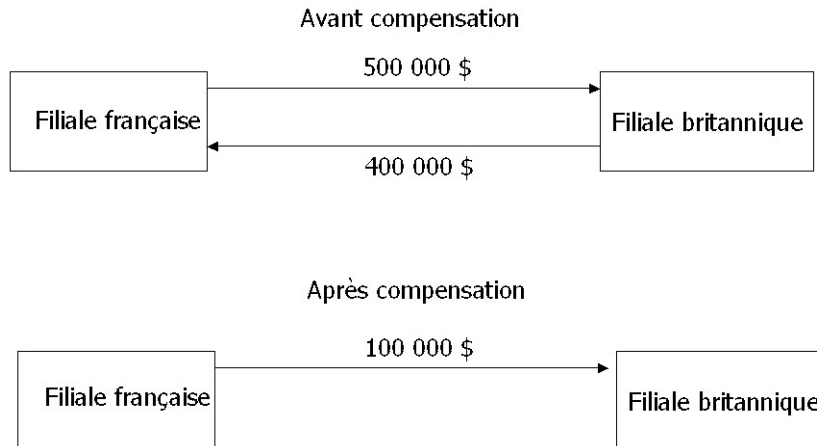
1.3 - LA GESTION DES RISQUES INTERNATIONAUX

1.3.1 - La gestion du risque de change

- ◆ a) La couverture interne du risque de change

- ◆ * **Le termillage** (*leads and lags*). Il consiste à accélérer ou retarder les encaissements ou les décaissements des devises étrangères selon l'évolution de la devise concernée. Exemple : si une hausse du \$ est anticipée, les entreprises françaises importatrices accéléreront leurs paiements en \$, et inversement les entreprises françaises exportatrices retarderont le paiement de leurs créances.

- * **Les compensations internes ou netting.** Le but est de supprimer les transferts entre filiales d'un même groupe multinational en utilisant des techniques de compensation. Le netting peut être bilatéral (deux filiales) ou multilatéral (plusieurs filiales). Exemple : la filiale française d'une firme multinationale américaine possède une créance de 500 000 \$ sur la filiale britannique, laquelle possède une créance de 400 000 \$ sur la filiale française. La compensation bilatérale consiste à faire apparaître une position nette de 100 000 \$ de la filiale française sur la filiale britannique qui fera seule, l'objet d'une couverture de change et d'un échange financier entre les deux entités.



- * **Le centre de facturation** va plus loin que le centre de *netting* dans la centralisation des flux, car les factures des différentes filiales à l'égard de tous leurs créanciers - et pas seulement à l'égard des autres filiales - sont établies à l'ordre de la société de facturation. Cette dernière paie les différentes dettes et encaisse les différentes factures. Tout le risque de change est reporté sur le centre de facturation.

- * **Le pooling.** Avec le pooling, un groupe multinational centralise non seulement les créances et les dettes de nature commerciale, mais également les flux financiers. La gestion de trésorerie est centralisée; les filiales ne gèrent pas leurs excédents de trésorerie. Elles sont directement financées par leurs excédents de trésorerie. Elles sont directement financées dans leur monnaie locale par le centre de pooling et ne procèdent pas aux emprunts nécessaires au financement de leurs besoins de trésorerie.

- * **b) La couverture externe du risque de change**

- * **La couverture à terme** : cf. Les contrats à terme (*forwards*) et les contrats de *futures*.

- * **La couverture sur le marché monétaire et/ou sur le marché de l'euro-devises.** Exemple : Le marché bancaire au comptant. Pour l'exportateur possédant une créance en devise, la couverture la plus simple consiste à emprunter le montant des devises et à le vendre immédiatement sur le marché au comptant pour obtenir des euros. L'inconvénient de cette procédure est de contraindre l'exportateur à immobiliser des sommes dont il peut avoir besoin par ailleurs (coût d'opportunité). Cet inconvénient peut être atténué par la possibilité de replacer les euros sur le marché monétaire national ou sur le marché de l'euro-devises.

- * **L'avance en devises** s'adresse aux entreprises qui souhaitent recourir simultanément un besoin de trésorerie et un risque de change. Si l'on considère un exportateur qui attend une rentrée de devises dans trois mois, il lui suffit pour se couvrir de demander une avance (prêt) en devises à son banquier, ce qui lui permet de disposer de devises pour une autre opérations.

- * **Les swaps de change et de devises**

- * **Les options sur devises**

♦ * **Le recours à des organismes spécialisés** comme la garantie COFACE (Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur). La COFACE exerce trois grands métiers : l'assurance-crédit à l'exportation sur le marché privé; la gestion, pour le compte et avec la garantie de l'Etat français, des procédures publiques destinées à couvrir les exportateurs français contre certains risques commerciaux et politiques; la gestion des créances et la collecte de l'information économique.

1.3.2 - LA GESTION DU RISQUE D'INTERET

* **Les marchés de contrats à terme d'instruments financiers (marchés à terme de taux d'intérêt)**, exemple : Chicago Board of Trade (initialement marchés de taux d'intérêt à long terme, obligation du Trésor américain); Chicago Mercantile Exchange (taux d'intérêt à court terme); MATIF (Marché à terme international de France). Exemple : l'achat d'un contrat de taux d'intérêt est une promesse de prendre livraison à un prix fixé aujourd'hui, d'un montant déterminé d'un contrat financier à taux d'intérêt spécifié à une date future précise. La vente d'un contrat de taux d'intérêt est une promesse de livrer un contrat financier à taux d'intérêt spécifié à un prix fixé aujourd'hui et à une date future précise.

* **L'opération terme-terme (forward-forward)** permet à une entreprise ou à un investisseur qui désire emprunter ou prêter à une date future et sur une période déterminée de fixer dès maintenant le coût d'un emprunt ou le rendement d'un placement grâce à une transaction réalisée auprès d'une banque avec laquelle cette opération a été initiée. C'est une sorte de prêt (ou d'emprunt) à terme, qui permet de ne pas subir les variations du taux d'intérêt qui interviendraient avant le déblocage du prêt. Il est convenu pour de courtes durées , de un mois dans un mois, jusqu'à un an dans un an)

* **Le FRA (Forward Rate Agreement)**. C'est un instrument par lequel le vendeur garantit à l'acheteur un taux d'intérêt sur une période future. Il ne donne pas lieu à versement de fonds entre les parties, mais seulement à paiement d'un éventuel écart de taux d'intérêt. Il est généralement conclu entre une banque et une entreprise, ou entre deux banques, pour une durée relativement courte, de un mois dans un mois, à un an dans deux ans,.... Il se déroule en trois étapes, qui déterminent deux période successives :

- date contractuelle : signature du contrat et fixation du taux d'intérêt (période d'attente de garantie)
- date de règlement : paiement du différentiel de taux d'intérêt (période d'attente de garantie)
- date d'échéance

A la date contractuelle, le vendeur du FRA s'engage à verser à l'acheteur la différence entre le taux de référence (qui sera observé à la date de règlement pour la période de garantie) et un taux contractuel (fixé dans le contrat). A la date de règlement, une comparaison est faite entre les deux taux, dont le résultat fait l'objet d'un paiement immédiat. Dans le FRA, l'opérateur n'est pas contraint de réaliser l'opération d'emprunt ou de prêt avec la banque auprès de laquelle il s'est couvert. Il garde la possibilité de réaliser son emprunt ou son prêt auprès de n'importe quelle banque, voire sur un marché des capitaux. Le FRA est un simple instrument de couverture contre le risque de taux d'intérêt. Acheter un FRA revient à fixer un taux d'emprunt. Vendre un FRA consiste à fixer un taux de placement.

* **Les swaps de taux d'intérêt**

* **Les marchés organisés d'options sur taux d'intérêt** (mêmes marchés que les marchés de contrat à terme). Avec les options, les opérateurs peuvent se protéger contre une évolution défavorable des taux d'intérêt, tout en ménageant leur capacité de gains dans le cas où l'évolution leur serait favorable. Exemple : Une option d'achat confère à son détenteur le droit, mais pas l'obligation, d'acheter un contrat à terme, mais pas l'obligation, d'acheter un contrat à terme de titres financiers à revenus fixes à une échéance et à un prix déterminés , pendant une période allant jusqu'à la date d'expiration de l'option. Le droit d'acheter ou de vendre est acquis contre le paiement d'une prime par l'acheteur au vendeur de l'option.

* **Les options sur taux d'intérêt négociés sur le marché de gré à gré**. Le CAP est une opération dans laquelle le vendeur rembourse à l'acheteur la fraction du taux d'intérêt qui excède un taux plafond, convenu dans le contrat. En retour, l'acheteur paie une prime au vendeur, qui lui est définitivement acquise. Le FLOOR (symétrique au CAP) est une opération dans laquelle le vendeur rembourse à l'acheteur la différence entre le taux d'intérêt et un taux plancher, convenu dans le contrat. Le COLLAR est la combinaison d'un CAP et d'un FLOOR. Acheter un COLLAR consiste à acheter

un CAP et à vendre simultanément un FLOOR. Vendre un COLLAR consiste à vendre un CAP et à acheter simultanément un FLOOR.

* Les options sur swaps de taux d'intérêt

1.3.3 - LA GESTION DU RISQUE PAYS

- ♦ Le risque pays est concerné par le risque politique mais aussi par les risques sociaux et les risques de guerre. Plusieurs organismes proposent des mesures du risque pays. Exemple : le BERI (*Business environment risk index*) est un indice qui évalue le « climat d'affaires » dans un pays en se battant sur quinze critères notés de zéro (mauvais) à quatre (très bon). Parmi ces critères : stabilité politique, l'éventualité de nationalisations, la balance des paiements, les respects des contrats, la croissance économique, le coût du travail, les financements à court terme et long terme, la qualité de services ... (100 est la note maximale, < 50, le pays est risqué).

- ♦ L'activité de *rating* consiste à attribuer des notes à des titres financiers représentatifs de dettes ou à des signatures afin de qualifier le risque attaché aux uns et aux autres. Ces notes sont données par des agences de notations privées spécialisées dans la production de services financiers. Exemple : Standard and Poor's, Moody's. Leur fonction est de formuler un jugement sur le risque de non remboursement partiel ou total couru par un investisseur qui détient des titres financiers émis par des emprunteurs (entreprises industrielles et commerciales, banques, institutions financières non bancaires, assurances, collectivités locales, pays, organisations internationales). Les agences utilisent deux catégories de symboles. La première concerne les dettes à long terme que sont les émissions obligataires (AAA, AA, A, BBB, BB ...D pour Standard and Pooors, AaaC pour Moody's); la seconde, les titres à long terme que sont les billets de trésorerie et le certificats de dépôts (A-1 +D pour Standard and Pooors, P-1P-4 pour Moody's).

II - GLOBALISATION FINANCIERE ET RISQUE SYSTEMIQUE

♦ 2.1 - LA NOTION DE RISQUE SYSTEMIQUE

- ♦ Michel Aglietta le définit comme « l'éventualité qu'apparaissent les états dans lesquels les réponses des agents aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques individuels, conduisent à élever l'insécurité générale ». Cette définition repose sur trois fondements.

- ♦ Le premier est une représentation des caractéristiques des marchés. Ces derniers sont incomplets et imparfaits. Le risque envisagé est un risque macroéconomique. Il échappe donc à la théorie financière classique où les risques sont individualisables et diversifiables.

- ♦ Le deuxième fondement est une représentation des comportements des agents. Ceux-ci évoluent dans un univers d'incertitude radicale: les déséquilibres financiers sont imprévisibles et impossibles à probabiliser. Les acteurs ont des interactions entre eux, d'où il résulte une endogénéisation des déséquilibres financiers. Les individus sont interdépendants.

- ♦ Le troisième est représenté par l'identification d'externalités négatives. Celles-ci résultent de l'interaction cumulative entre les comportements des acteurs. On en déduit le caractère collectif du risque et l'apparition de dysfonctionnements dans l'activité des intermédiaires financiers.

- ♦ Trois formes d'externalités négatives sont distinguées :

- * **Les échecs de marché** dans lesquels la concurrence entre les acteurs entraîne des processus divergents plutôt que des ajustements correcteurs des évolutions des prix des actifs par rapport aux valeurs fondamentales.

- * **Les discontinuités de régimes de crédit** : rationnement quantitatif indiscriminé; changements collectifs et discontinus d'opinions. Ces discontinuités trouvent leurs fondements microéconomiques dans l'existence d'asymétrie informationnelle.

- * **Les dynamiques cumulatives entre différents domaines du système financier.**

- ♦ M. Aglietta, A. Brender, V. Coudert (« Globalisation financière : l'aventure obligée, 1990 ») identifient trois formes de risques de système :

* **La panne** résulte d'une défaillance interne au système financier. La globalisation financière densifie l'interconnexion intermédiaires/marchés/produits financiers. Les défaillances locales remettent en cause certaines interconnexions, notamment par le biais de la liquidité des marchés.

* **L'accident** est la forme la plus dramatique. Il résulte d'un choc externe qui modifie les comportements des acteurs : crise de la dette, krach boursier, crise obligataire

* **La dérive** est la forme la plus pernicieuse. Les mécanismes financiers fonctionnent, mais ils exercent une emprise perverse sur le mouvement économique. Il en résulte des biais dans l'utilisation et/ou l'allocation des ressources disponibles

♦ Au total, le risque de système constitue une forme extrême de l'instabilité financière qui porte atteinte à la solidité des systèmes financiers et affecte leur capacité d'allocation du capital. Mais surtout, le risque de système est un « macro-risque » qui implique l'ensemble du système financier, étendu aujourd'hui à l'ensemble du monde. A partir d'un choc initial, une série de réactions en chaîne propage des perturbations, chaque fois plus grandes, et conduit à un désordre financier et économique généralisé. Exemple : des fluctuations fortes sur le marché des valeurs mobilières entraînent des défauts de paiement d'un ou plusieurs intermédiaires qui, à leur tour, peuvent entraîner une crise du système central.

2.2 - DYNAMIQUE DU RISQUE DE SYSTEME

♦ La dynamique du risque de système trouve son origine dans l'incertitude qui pèse sur l'ajustement de certains prix (taux de change, taux d'intérêt, prix des actifs ...) et qui entraîne des types particuliers de comportement qui ne sont pas toujours conformes au principe de rationalité.

2.2.1 - Un risque amplifié par la globalisation financière

♦ La globalisation financière a eu pour effet de mondialiser le risque de système. L'augmentation du degré d'intégration des différents marchés nationaux augmente la probabilité d'évolution dans le même sens. A partir d'un choc initial, une série de réactions en chaîne propage des perturbations, chaque fois plus grande, et conduit à un désordre financier et économique généralisé. Par exemple, des fluctuations fortes sur le marché des valeurs mobilières entraînent des défauts de paiement d'un ou plusieurs intermédiaires qui, à leur tour, peuvent entraîner une crise du système central d'opérations bancaires et de paiement et, finalement, dégénérer en une crise généralisée.

2.2.2 - L'HYPOTHESE D'INCERTITUDE

♦ Une distinction désormais classique due à Knight (1921) oppose le risque à l'incertitude. La notion de risque se réfère aux situations caractérisées par la répétition d'un même aléa (un aléa stationnaire à distribution invariante). L'incertitude correspond à une situation où aucune probabilité chiffrée ne peut être affectée à la réalisation d'un événement ; ces phénomènes ne peuvent être approchés par le recours à des observations passées.

♦ Le nouvel agencement financier, son internationalisation, la déréglementation, la multiplication des innovations de produits et de processus élargissent les zones d'incertitude. La globalisation se traduit par la perte de repères géographiques, la dilution des contrôles, la fin des « territoires » réglementaires. Le surcroît de concurrence lié à la globalisation peut produire des externalités négatives : elle conduit les différents agents à la multiplication d'innovations plus ou moins solides, à un comportement laxiste en matière de crédit, à des prises de risques alors que ceux-ci ne sont pas capables d'anticiper le résultat de leur action, ni leur interférence.

2.2.3 - PATHOLOGIE DES COMPORTEMENTS FINANCIERS

♦ L'incertitude génère des comportements qui vont être les vecteurs d'une instabilité cumulative et sa propagation qui peuvent dégénérer en crise financière généralisée. Exemple: La spécularité. Elle désigne « l'effet-miroir » sous-jacent à la cotation sur un marché financier. Les opérateurs tentent de prévoir, non la valeur fondamentale d'un titre, mais l'opinion majeure des intervenants. Ces comportements parviennent à se valider les uns les autres, ce qui met en évidence une propulsion à l'autoréférence.

- ◆ Les comportements mimétiques renforcent la spécularité. L'imitation des autres est une manière de se protéger des risques. Ces comportements aboutissent à une polarisation des anticipations (Orléan). On peut faire référence ici à la métaphore de Keynes du concours de beauté. « La technique du placement peut être comparée à ces concours organisés par les journaux où les participants ont à choisir les six plus jolis visages parmi une centaine de photographies, le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents ». Ainsi, les concurrents ne choisissent pas les visages en fonction d'une norme de beauté, mais en fonction supposée des autres concurrents.

- ◆ Autres exemples : l'aveuglement ou désastre désigne la non perception par les agents de grands équilibres macroéconomiques. La défiance généralisée qualifie l'exacerbation de la préférence pour la liquidité (cf. Les paniques bancaires). L'irrationalité. L'hypothèse d'incertitude inverse l'analyse de la rationalité. Des comportements rationnels d'agents bien informés, dotés de toute l'information nécessaire, qui calculent séparés les uns des autres, deviennent non performants en situation d'incertitude. Inversement, « l'enfer des comportements irrationnels » pourrait bien devenir, du point de vue de chaque opérateur, la meilleure adaptation à la situation d'incertitude. L'agrégation de ces comportements crée des enchaînements pervers, creuse des écarts spéculatifs.

2.3 - ORIGINES ET FORMES DU RISQUE SYSTEMIQUE

2.3.1 - Le risque de système lié aux fluctuations de prix (risque systémique de marché financier)

- ◆ Les fluctuations excessives des prix constituent une source de crise financière. Cette volatilité extrême peut engendrer des réactions en chaîne : faillite, repli sur la liquidité, ventes précipitées. Cf. les bulles spéculatives rationnelles qui sont définies comme un écart durable entre le prix et la valeur fondamentale sur les différents marchés d'actifs financiers (actions, immobiliers ...).

2.3.2 - Le risque de système lié au crédit

- ◆ Pour Fisher (1933), « l'argent facile est la cause majeure du surendettement ». Pour Minsky, c'est en pleine croissance qu'un certain laxisme du crédit apparaît (« Paradoxe de la tranquillité »). Les banques n'hésitent pas à financer des projets moins rentables. La gestion du risque se relâche. La révélation de l'insolvabilité d'un débiteur peut alors avoir des conséquences de grande ampleur.

2.3.3 - Le risque de système lié aux mécanismes de paiement

* **La ruée sur les dépôts.** A partir d'un certain seuil, les déposants perçoivent la trop forte exposition au risque de crédit de la banque et réagissent en retirant leur dépôt. Pour faire face aux retraits de dépôts, les banques sont amenées à liquider leur actif. La baisse des prix et les ventes à perte amplifient les situations d'insolvabilité. La défaillance pèse alors sur les paiements interbancaires, ce qui désorganise le système des paiements, et finalement nourrit la course aux dépôts. La course aux dépôts peut être analysée comme une prophétie auto-réalisatrice: la crainte de l'insolvabilité de la banque conduit à la faillite. C'est l'asymétrie d'informations entre déposants, entre vendeurs de titres, entre ceux-ci et les banques qui joue un rôle déterminant.

* **Le risque de paiement.** Les transactions interbancaires reposent sur des systèmes complexes de compensation et de règlement. Si une banque est mise en faillite alors que sa position est débitrice vis-à-vis des autres banques, le problème de liquidité peut dégénérer en risque de système. Au plan national, les tensions sur les systèmes de paiement sont régulées par l'intervention d'un prêteur en dernier ressort et par le système d'assurance dépôt. Ce n'est pas le cas au niveau mondial.

2.4 - CRISE FINANCIERE ET CRISE ECONOMIQUE

- ◆ Cf. Document 1

III - LES CHOCS FINANCIERS DEPUIS 1970

- ◆ 3.1 - CHRONOLOGIE INDICATIVE DES CHOCS FINANCIERS DEPUIS 1970

- ♦ Cf. Document 2
- ♦ 3.2 - LES CRISES FINANCIERES RECENTES
- ♦ Qu'est ce qu'une crise financière ?
- ♦ Une crise est un équilibre anormal, parce que socialement inefficent, résultant de l'interaction non intentionnelle de comportements privés rationnels par défauts de coordination qui mettent en échec les ajustements de marché. Ces défauts proviennent d'informations incomplètes et asymétriques dans le crédit (l'emprunteur connaît mieux que le prêteur l'usage des fonds qui lui sont confiés). Ils découlent aussi de l'incertitude des marchés d'actifs sous contrainte de liquidité. Cette attitude corrosive est elle-même secrétée par les stratégies mutuelles de réponse à l'attitude des autres agents financiers et par l'inadéquation de l'expérience passée pour appréhender des situations nouvelles.

3.2 - LES CRISES FINANCIERES RECENTES

- ♦ **3.2.1 - Des crises locales à la crise mondiale**
- ♦ Cf. Document 3
- ♦ **3.2.2 - Les trois temps de la crise financière**
- ♦ Cf. Document 4
- ♦ **3.2.3 - La crise financière asiatique**
- ♦ Cf. Document 5
- ♦ **3.2.4 - Vers une répétition de la crise de 1929 ?**
- ♦ Cf. Document 6
- ♦ **3.2.5 - La crise argentine** Cf. Document 7

IV - LA REGULATION DU SYSTEME MONETAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

- ♦ 4.1 - QUELLE REFORME DU SMI ?

4.1.1 - Vers l'instauration de zones cibles ?

♦ **Modalité** : Fixation d'un taux de change d'équilibre fondamental entre les 3 monnaies internationales (\$, €, yen) + marges de fluctuation d'environ 10 %

♦ **Intérêt** : Plus faible volatilité des taux de change, relative souplesse, limitation de la spéculation

♦ **Limites** : - Problèmes de la largeur de la marge (si trop large, autonomie des politiques économiques mais instabilité, si trop étroite, interventions fréquentes des Banques Centrales (inconvenients des changes semi-fixes comme gestion des réserves de change)

- Choix du taux de change d'équilibre initial: 1 € = 1 \$, 0,80 \$ ou 1,2 \$?

- Gestion du système (règles d'intervention sur les marchés des changes, réglage des taux d'intérêt, coordination des politiques économiques)

- Désynchronisation récurrente des cycles économiques entre les zones de la Triade.

♦ **Conditions** : Réduction des déséquilibres internationaux (déficits extérieurs américains, excédents extérieurs du Japon et de l'Union européenne, coordination internationale des politiques économiques du G8

4.1.2 - L'euro comme stabilisateur du SMI ?

- ◆ **SMI stable si** : 1) pérennité, 2) aptitude à ramener les économies vers l'équilibre interne et externe, 3) aptitude à stabiliser les taux de change

- ◆ **La création de l'euro peut atténuer les tensions du SMI**

- Les négociations internationales devraient être facilitées : parmi les membres du G7, trois pays possèdent l'€, jeu tripolaire, coopération plus active

- L'euro devrait une zone de stabilité attractive : indépendance de la BCE, objectif de stabilité des prix de la BCE, pacte de stabilité, ancrage monétaire des pays candidats à l'UE et des pays du Maghreb, 1ère puissance commerciale mondiale

- L'affermissement d'une concurrence entre monnaie de réserve devrait inciter à la correction de certains déséquilibres : l'€ se substitue à 12 monnaies, rééquilibrage en sa faveur au sein des réserves de change, l'€ est la 1 ère monnaie dans les émissions internationales d'obligations, déséquilibres extérieurs américains, excédents japonais et européens

- ◆ **Cet effet stabilisateur n'est nullement certain**

- La crédibilité de la zone n'est pas assurée : Crédibilité de la BCE ?, question du policy mix, faible poids du budget européen, problème de la coordination des politiques budgétaires

- Il pourrait y avoir un certain désintérêt pour la valeur externe de l'euro: faible degré d'ouverture de la zone euro, priorité à la stabilité des prix, Ecofin fixe les objectifs de change

- L'instabilité monétaire internationale a d'autres sources : cf. crise mexicaine, asiatique, brésilienne, russe, argentine ...

4.1.3 - Quel régime de change pour les pays en développement ?

- ◆ **Systèmes à parités de référence ajustables** : maintien d'une parité de référence par rapport à un panier de devises et ajustée de façon régulière afin de tendre vers le taux de change d'équilibre à long terme

- ◆ **Surveillance régulière de la structure des entrées de capitaux**: freiner les entrées de capitaux à court terme, développer les marchés obligataires car financement à long terme plus stable, plus grande transparence des marchés financiers

- ◆ **La dollarisation ?** (cf. Panama, Equateur, Salvador)

- ◆ Avantages: élimination du risque de change , baisse des taux d'intérêt, contrôle monétaire et budgétaire plus stricte, ouverture et développement du secteur bancaire, impulsion favorable au développement de la zone de libre-échange des Amériques.

- ◆ Inconvénients : Abandon de la politique de change et de la politique monétaire, absence de prêteur en dernier ressort, perte des droits de seigneurage, perte d'identité

4.2 - VERS UNE TAXATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX ?

- ◆ **Modalité** : Tobin en 1978 propose une taxe de 0,2 % sur les opérations de change à court terme

- ◆ **Objectifs** : accroître l'autonomie des politiques monétaires en limitant les mouvements de capitaux induits par les écarts de taux d'intérêt, pénaliser la spéculation à court terme en augmentant les coûts de transaction

- ◆ **Intérêt** : Ressources pour l'aide au développement (double dividende)

♦ **Limites :**

- Taxe applicable si tous les pays décident de la mettre en œuvre
- Spéculation plus faible ? (la réduction du rendement est-elle décourageante ?)
- Mesure de contournement (place offshore, ingénierie financière ...)
- Qu'est-ce qu'une opération spéculative à court terme ?
- Coût du contrôle, de la collecte
- Faisabilité technique (plusieurs intervenants: cambistes, courtiers, banques...)
- Les ressources affectées aux PED seraient-elles plus efficaces que celles distribuées par d'autres voies ?

4.3 - QUEL RÔLE POUR LE FMI ?

♦ **1 ère critique : rôle de surveillance et de prévention des crises financières**

- Ex.: crise asiatique: faible fiabilité et qualité de certaines informations (cf. réserves de change), manque d'information sur l'endettement du secteur privé et sur la qualité des systèmes bancaires locaux
- Pas de prévision des risques de contagion des crises financières
- Prévention des crises de marché : problèmes de la confidentialité de ses appréciations critiques
- Problème: Divulguer une information au risque de créer une panique ou bien cacher une information afin de maintenir la confiance des investisseurs

Réforme possible : enrichissement des informations à disposition du FMI (information sur la qualité du contrôle bancaire, connaissance détaillée sur les réserves de change, Pb. des hedge funds (en cas de baisse des réserves ⇒ spéculation), code de bonne conduite ⇒ communication au FMI des interventions exceptionnelles effectuées par les autorités sur les marchés des changes ou en matière de refinancement bancaire

♦ **2 ème critique: rôle du FMI dans la gestion des risques**

- Manque de moyens face à la globalisation financière. Pourra-t-il lever les capitaux nécessaires pour financer des plans d'urgence ?

- Efficacité des remèdes proposés par le FMI aux pays asiatiques (restrictions budgétaires alors que des pays connaissaient des excédents budgétaires). En Asie c'était davantage un problème de structures bancaires et financières que des problèmes traditionnels de déficits publics excessifs et d'expansion monétaire. On ne peut appliquer les mêmes remèdes à des pays qui souffrent de maux différents

- **Réforme possible** : gouvernement politique du FMI (transformer le comité intérimaire du Conseil en instance de décision), code de bonne conduite (restructuration bancaire, pénaliser les actionnaires d'une banque en difficulté), pénalité pour les récidivistes ?, FMI régional ?, observatoire du risque systémique (coordination BM, BRI, FMI), le FMI apporte les fonds avec parmi les conditions, la nécessité de resserrer le dispositif prudentiel sous l'égide de la BRI.

♦ **3 ème critique: processus d'aléa moral**

- Aléa moral : L'assistance de la communauté financière internationale facilite les comportements plus risqués de la part des emprunteurs, prêteurs, investisseurs

- Problème : si non intervention, donc libre jeu du marché, crises encore plus profondes (cf. risque systémique)

-**Réforme possible** : Implication du secteur privé dans la prévention et la gestion des crises

4.4 - QUELLES NOUVELLES PISTES DE REREGLEMENTATION

♦ **Renforcement de la surveillance prudentielle internationale (cf. rôle de la BRI)**

- Modification du ratio Cooke* pour les banques car ce dernier ne prend pas en compte les risques de contrepartie et les risques de couverture de risque
 - * Ratio Cooke (ratio de solvabilité (1988)) : montant des fonds propres au moins égal à 8% des risques pondérés des établissements bancaires
 - Renforcement de la coopération entre autorités internationales de surveillance afin de responsabiliser davantage les banques dans l'octroi de crédits.
 - Renforcer les obligations d'information à destination des actionnaires afin de développer la transparence (cf. les *hedge funds*)
 - Pour les pays émergents : amélioration du *sequencing* (libéraliser les IED avant les investissements de portefeuille, libéraliser les capitaux à long terme avant les capitaux à court terme); contrôle temporaire des capitaux ?, application des normes prudentielles internationales,
- ♦ **Impliquer le secteur privé dans la prévention et la gestion des risques**
- Développement des instruments de contrôle interne des risques dans les banques
 - Problème : hétérogénéité des créanciers (banquiers, détenteurs d'actions, d'obligations ...)

PROVERBE

« UN HOMME QUI COMMENCE AVEC DES CERTITUDES FINIRA DANS LE DOUTE .
MAIS S'IL COMMENCE DANS LE DOUTE, IL FINIRA AVEC DES CERTITUDES »

Francis BACON
(1909-1992)

« LES HOMMES, ON L'A SOUVENT SI BIEN DIT, AGISSENT COMME
DES TROUPEAUX ; ILS DEVIENNENT FOUS EN TROUPEAUX ALORS
QU'ILS NE RETROUVENT LEUR ESPRIT QUE LENTEMENT ET,
SEULEMENT UN A UN ».

Charles MACKAY

« QUAND LA BOURSE SE RETRECIT, LA CONSCIENCE S'ELARGIT »
Noël DU FAIL
(1520-1591)

« PARTI DE RIEN, JE SUIS ARRIVE A UN ETAT
DE PAUVRETE EXTREME »

Paroles de Groucho MARX, (qui perdit 250 000 \$ en une seule journée lors du krach de Wall Street en 1929)

« Aujourd'hui, la mondialisation, ça ne marche pas. Ça ne marche pas pour les pauvres du monde. Ça ne marche pas pour l'environnement. Ça ne marche pas pour la stabilité de l'économie mondiale. »
Joseph STIGLITZ, « La grande désillusion », 2002