

*Que  
sais-je?*

# **LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX**

**CHRISTIAN BITO  
ET PATRICE FONTAINE**



**UNIVERSITAIRES DE FRANCE**

QUE SAIS-JE ?

# *Les marchés financiers internationaux*

*(Le marché international  
des capitaux)*

**CHRISTIAN BITO**

Professeur à l'ESSEC et à TÉLÉCOM  
Directeur de la recherche et du développement,  
Banque de Gestion Privée - SIB  
Directeur général de VALGOS

**PATRICE FONTAINE**

Maitre de Conférences à l'Université Lyon II  
Professeur à l'ESCC Grenoble



ISBN 2 13 042043 5

Dépôt légal — 1<sup>re</sup> édition : 1989, janvier

© Presses Universitaires de France, 1989  
108, boulevard Saint-Germain, 75006 Paris

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

Depuis plusieurs années, les marchés financiers internationaux se sont considérablement développés. Ainsi, les montants empruntés sur les marchés internationaux des capitaux n'ont pas cessé de croître et représentaient 387 milliards de dollars en 1987.

L'instauration de réglementations nationales limitant l'octroi de crédits à des non-résidents ainsi que des besoins trop importants pour pouvoir être satisfaits sur des marchés nationaux furent à l'origine de ces marchés. Mais de nombreux facteurs renforcèrent le poids des marchés internationaux et entraînèrent des modifications de leur composition.

Par exemple, la part des crédits bancaires dans les financements internationaux a fortement décliné au profit des émissions de titres, ce que l'on constate encore ces dernières années si l'on examine le tableau I. En effet, de nombreuses entreprises ont préféré s'adresser directement aux détenteurs de capitaux, et afin d'intéresser plus d'investisseurs, elles ont émis des titres à faible montant nominal.

Par ailleurs, l'arbitrage entre les marchés financiers dans le monde entraîne des mouvements de capitaux importants. Ainsi, des milliards de dollars se déplacent pour profiter d'un arbitrage sur un huitième de pour cent. Et s'il est possible d'exploiter au mieux ces opportunités d'arbitrage sur les marchés financiers internationaux car ils échappent à toute réglementation étatique, ce n'est pas le cas sur les marchés financiers nationaux. Ce qui explique qu'actuellement, la plupart des Etats procèdent à la déréglementation de leurs marchés.

Enfin, le développement de l'incertitude, ces dernières années, a été à la source de nombreuses innovations, ceci afin de couvrir en particulier les risques de non-remboursement de pays en voie de développement, les risques de taux d'intérêt et de change.

Cette vague d'innovations et de déréglementations a pour résultat de bouleverser en profondeur la géographie financière mondiale<sup>1</sup>. Auparavant, on observait une juxtaposition de marchés financiers et monétaires nationaux cloisonnés auxquels se superposait l'euro-marché, le lien entre ces différents compartiments s'opérant grâce au marché des changes et sous le contrôle des banques centrales. Aujourd'hui, on assiste à l'émergence d'un système financier intégré à l'échelle mondiale, à la naissance d'un vaste et unique marché international des capitaux.

La distinction entre marchés financiers nationaux et marchés financiers internationaux devient donc de plus en plus illusoire. Cependant, malgré cette précision, nous ne traiterons pas de l'ensemble des marchés financiers existant dans le monde mais plus spécifiquement du marché international des capitaux, c'est-à-dire des marchés d'actifs financiers liés à des opérations financières qui dépassent le cadre d'un Etat, en l'occurrence, les euro-marchés, les émissions d'obligations étrangères réalisées sur les marchés nationaux et les crédits bancaires classiques faits à l'étranger. Ces derniers, n'ayant aucune caractéristique spécifique par rapport aux crédits proposés traditionnellement par les banques, ne seront pas présentés dans cet ouvrage.

De même, les marchés des changes ne seront pas décrits dans cet ouvrage. En effet, les marchés des changes ne sont pas, par définition, des marchés

1. Rapport RAMSES, 1985-1986, *Le marché international des capitaux...*

financiers car sur ces derniers on prête et emprunte de l'argent tandis que sur les marchés des changes on échange des devises. Ils ne sont, cependant, pas sans influence sur les marchés financiers internationaux car une des principales variables influençant ces marchés est le prix du dollar.

TABLEAU I. — **Concours obtenus sur les marchés internationaux de capitaux**  
(en milliards de dollars)

<i>Instruments</i>	1983	1984	1985	1986	1987
Obligations internationales	77,1	111,5	167,7	226,4	177,3
Crédits internationaux	67,2	62,0	60,1	58,4	91,8
Billets émis avec lignes de substitution (NIF)	3,5	17,4	34,4	24,8	28,1
Autres émissions assorties de lignes de substitution	6,0	11,4	8,5	4,5	1,8
<b>Total</b>	<b>153,8</b>	<b>202,3</b>	<b>270,7</b>	<b>314,1</b>	<b>299,0</b>
Programmes d'euro-billets de trésorerie (1)			12,6	59,0	55,3
Autres concours non assortis de garanties			10,6	8,6	14,3
Actions internationales			2,3	11,3	18,3
<b>Total général</b>	<b>153,8</b>	<b>202,3</b>	<b>296,2</b>	<b>393,0</b>	<b>386,8</b>

N.B. — Y compris les ouvertures de crédit liées à des opérations de fusion et les crédits renégociés.

(1) Y compris les lignes en utilisation multiple.

Source : OCDE (Paris), janvier 1988.

Dans une première partie nous présentons les marchés financiers internationaux traditionnels : le marché des euro-devises et des euro-crédits, le marché des obligations internationales composé des euro-obligations et des obligations étrangères.

Dans une deuxième partie sont examinés de nou-

veaux marchés tels que les marchés des facilités d'émission (euro-note et euro-papier commercial) qui lient les marchés des euro-crédits, des euro-obligations et des euro-actions.

Enfin, nous présentons les nouveaux instruments financiers. Parmi ces derniers, citons à titre d'exemples, les options, les swaps, les contrats financiers à terme qui donnent de nouvelles possibilités de couverture des risques de change et de taux d'intérêt. Si, pour la plupart, ils ne constituent pas un moyen de financement international, ils sont néanmoins des compléments de plus en plus indispensables aux transactions sur les marchés financiers internationaux et c'est à ce titre qu'ils sont présentés dans cet ouvrage. Pour étayer ceci, nous analysons les utilisations possibles de ces instruments financiers dans le cadre international.

## CHAPITRE PREMIER

### LE MARCHÉ DES EURO-DEVICES ET DES EURO-CRÉDITS

Le marché des euro-devises comprend l'ensemble des dépôts et crédits en devises. On peut le séparer en deux parties :

- le marché des prêts et emprunts à court terme (dix-huit mois au plus), appelé marché euro-monnaire, parmi lesquels figurent les émissions de papier à court terme. Ces derniers seront traités ultérieurement dans la partie consacrée aux nouveaux marchés ;
- le marché des euro-crédits à plus de dix-huit mois. L'usage réserve l'appellation « euro-crédits » aux euro-crédits à plus de dix-huit mois à l'origine. Les euro-crédits ont généralement un caractère financier et sont donc à distinguer des prêts de nature commerciale (financement d'exportations...).

En fait, quel que soit le terme considéré, les euro-crédits sont financés par des dépôts en euro-devises. Notons qu'il est habituel de considérer uniquement les dépôts en euro-devises et les crédits à court terme en euro-devises lorsqu'on parle de marché des euro-devises, les émissions de papier commercial n'étant pas prises en compte.

En conséquence, nous présentons successivement le marché des euro-devises et les euro-crédits à plus de dix-huit mois.

## I. — Le marché des euro-devises

Par définition, une euro-devise est une monnaie enregistrée dans les comptes d'une banque, établie hors de son pays d'émission. Aussi, peut-on se demander quel est l'intérêt de ce type d'opération et surtout quelles en sont les origines. La réponse à cette question constitue l'objet de notre première partie.

Nous examinons ensuite les caractéristiques de ce marché et le principe d'une opération sur le marché des euro-devises. En dernier lieu, nous explicitons la détermination du taux d'intérêt sur le marché des euro-devises qui est un taux de référence sur les marchés internationaux des capitaux.

1. **L'origine du marché des euro-devises.** — L'origine du marché des euro-devises et plus généralement des euro-marchés est attribuée à la crainte des banques soviétiques dans les années 50 de voir leurs avoirs en dollars gelés à cause de la guerre froide entre l'URSS et les Etats-Unis. Ainsi, elles décidèrent de rapatrier leurs dollars auprès de deux banques en Europe : la Moscow Narodny Bank à Londres et la Banque commerciale pour l'Europe du Nord à Paris. L'adresse télégraphique de cette dernière étant euro-banque, ces dépôts bancaires furent appelés « euro-devises », et plus particulièrement dans ce cas « euro-dollars ».

Ainsi, comme les premiers dépôts en monnaie hors de son pays d'émission le furent en Europe, le terme « euro » a été attribué à ce nouveau type de dépôts. De plus, ces premiers dépôts furent en dollars, ce qui explique qu'on emploie souvent le terme « marché

des euro-dollars » pour désigner le marché des euro-devises.

Le développement de ce nouveau marché fut renforcé par l'apparition de nouvelles mesures dont :

- les restrictions imposées par les autorités britanniques en 1957 sur l'octroi par les banques britanniques de crédits en livres sterling aux non-résidents. Ceci obligea ces banques à faire des crédits en dollars et donc à avoir des dépôts en dollars, ce qui développa encore plus le marché des euro-dollars ;
- le retour à la convertibilité des principales monnaies en 1958, qui devait se traduire par une élimination progressive des restrictions imposées aux transactions courantes et aux opérations en capital, ce qui a permis une plus grande intégration des marchés financiers et, par là-même, des prêts et des emprunts en monnaies autres que la monnaie nationale ;
- la réglementation Q aux Etats-Unis en 1960 qui instituait un plafonnement des taux d'intérêt pratiqués par les banques sur les dépôts à terme et interdisait la rémunération des dépôts à vue. Ceci limitait le financement des banques américaines. Elles s'endettèrent alors sur le marché des euro-dollars auprès de leurs filiales et succursales qui n'avaient pas de contraintes sur les rémunérations des dépôts.

Ces raisons et d'autres, telle que l'abondance de liquidités détenues par les pays producteurs de pétrole, ont permis au marché des euro-devises de se développer rapidement, et ceci sur d'autres places que Londres et avec d'autres monnaies que le dollar.

On peut noter à ce niveau que des terminologies plus adaptées existent pour désigner le marché des euro-devises. Ainsi, nous pouvons citer l'appellation

plus générale « xéno-devise » ou les appellations plus restrictives telles que « pétro-dollars » et « asia-dollars » ; la première désignant les dollars injectés dans le circuit des euro-dollars par les pays exportateurs de pétrole, et la deuxième, les dollars détenus dans la zone asiatique.

Le principal intérêt d'un marché d'euro-devises est que ce dernier échappe à toutes les contraintes gouvernementales. En conséquence, les taux d'intérêt qui s'établissent sur le marché des euro-devises résultent de la confrontation des prêts et emprunts des euro-devises. Le prix payé pour disposer d'une euro-devise pendant un certain temps est donc un juste prix car il résulte de l'équilibre de l'offre et de la demande. Si le marché d'une euro-devise est fermé aux résidents du pays d'émission de la devise, il peut donc y avoir une différence entre les taux d'intérêt existant sur le marché de l'euro-devise et sur le marché national de cette devise.

**2. Le principe d'un dépôt en euro-devises.** — Prenons l'exemple classique d'une société exportatrice française (X) recevant un million de dollars (1 million USD<sup>1</sup>) en règlement de marchandises vendues aux Etats-Unis. Le million de dollars est déposé auprès d'une banque de New York, correspondante de la banque française de l'exportateur. Le bilan de la banque de New York est alors le suivant :

Banque de New York

---

Dépôts à vue de X : + 1 M USD
----------------------------------

1. Les abréviations utilisées pour les principales monnaies sont dans cet ouvrage : DEM pour le Deutsche Mark, USD pour le dollar américain, GBP pour la livre sterling, FRF pour le franc français, JPY pour le yen.

Supposons maintenant qu'une banque de Londres (BL) propose à la société française un taux d'intérêt élevé sur des dépôts à terme en dollars et que la société française décide de transférer ces avoirs en dollars à Londres, on obtient alors :

Banque de New York

Banque de Londres  
(BL)

Dépôts à vue de X : - 1 M USD BL : + 1 M USD
--

Dépôts à terme de X : + 1 M USD
------------------------------------

Le dépôt à vue d'un million de dollars inscrit au passif de la banque de New York au compte du correspondant de la banque de l'exportateur français est un dépôt en dollars. Le dépôt à terme d'un million de dollars inscrit au passif de la banque de Londres est un dépôt en euro-dollars. La banque de Londres est une euro-banque.

Une euro-devise est donc une devise déposée auprès d'une euro-banque puis gérée par le système bancaire ; au terme de cette gestion, l'utilisation normale d'un euro-dépôt par une euro-banque est l'octroi d'un euro-crédit. Une euro-devise peut donc être un euro-crédit ou un euro-dépôt. Par conséquent, le marché des euro-devises est défini au plan statistique par les créances et engagements des euro-banques.

**3. Les caractéristiques.** — Le marché des euro-devises est un marché interbancaire où plusieurs centaines de banques interviennent. Par définition, c'est un marché *offshore* échappant aux régulations nationales, le principal centre offshore est actuellement Londres.

Avec le formidable développement de ces dernières années, le marché des euro-devises a atteint fin 1987

une taille évaluée en montant brut à 4 198 milliards de dollars et en montant net à 2 255 milliards de dollars. La différence entre les montants brut et net est égale à l'ensemble des positions interbancaires.

TABLEAU II. — Dimension du marché des euro-devises (en milliards de dollars US)

<i>Dimension</i>	1958	1960	1962	1964	1966	1968	1970
Nette	1,5	3,5	5,3	9,0	14,5	30,0	57
	1972	1974	1976	1977	1978	1979	1980
Brute	200	370	565	695	895	1 111	1 300
Nette	105	215	310	380	535	665	890
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Brute	1 542	1 686	1 753	2 155	2 512	3 264	4 198
Nette	940	1 020	1 085	1 285	1 480	1 775	2 255

Source : Banque des Règlements internationaux.

Sur ce marché, le dollar est, et a toujours été, la monnaie la plus importante comme le montre le tableau III, ce qui explique aussi l'utilisation du terme marché des euro-dollars pour désigner le marché des euro-devises. Les autres monnaies importantes étant respectivement le Deutsche Mark et le franc suisse.

Environ 85 % des dépôts ont une échéance inférieure à six mois. Parmi ces dépôts, la moitié ont une échéance inférieure à trois mois, et environ 15 % sont à vue. Les dépôts à vue comme les dépôts à terme sont rémunérés.

Ces dépôts sont normalement faits par des inves-

TABLEAU III. — Les différentes monnaies traitées sur le marché des euro-devises. Fin 1987

	<i>Dollar US</i>	<i>Deutsche Mark</i>	<i>Franc suisse</i>	<i>Yen</i>	<i>Livre sterling</i>	<i>Autres</i>
1987	55 %	13 %	6 %	6,5 %	2 %	17,5 %

Source : Banque des Règlements internationaux.

tisseurs internationaux qui placent leurs liquidités excédentaires monétaires pendant quelque temps. Cependant, ces ressources ne sont pas stables, si l'on observe le terme. En effet, les dépôts avec des échéances supérieures à trois mois ne sont pas nombreux.

Aussi, pour élargir sa clientèle et surtout stabiliser ses ressources, des certificats de dépôt ont été émis pour la première fois en 1966 par la First National Bank. Les certificats de dépôts en euro-devises sont des titres négociables correspondant à un dépôt en euro-devises, l'échéance et le taux d'intérêt étant déterminés lors de l'émission.

On distingue deux types de certificats de dépôts :

- les premiers appelés certificats par lot ou « au robinet » (*on tap*, en anglais), considérés comme des instruments monétaires. Ils sont émis au « coup par coup » après accord entre la banque emprunteuse et l'investisseur déposant. Ils n'eurent pas le succès escompté car leur valeur nominale élevée, environ 30 000 dollars au minimum, ne permettait pas d'attirer de nouveaux investisseurs. De plus, ils sont difficilement négociables ;
- les deuxièmes appelés certificats par tranche. Ils s'apparentent aux obligations classiques avec coupon détachable. Ils sont émis selon des procédures

proches de celles des euro-émissions et constituent à ce titre un lien entre le marché des euro-devises et le marché des euro-obligations. Le montant d'une émission se situe entre 10 et 30 millions de dollars et est décomposé en titres d'une valeur unitaire moyenne de 10 000 dollars. Ces montants relativement faibles ont permis d'attirer des investisseurs plus petits. Ceci se traduit par le poids de plus en plus important des certificats de dépôts, qui représentent maintenant plus de 50 % des ressources en euro-devises de certaines banques.

Comme nous l'avons déjà dit, ceci permet aux banques d'avoir des ressources plus stables. Notons à ce niveau que même si l'échéance de ces titres peut atteindre cinq ans, la majorité ont une échéance inférieure à six mois. L'avantage pour les banques est aussi qu'elles peuvent rémunérer ces titres à un taux légèrement inférieur à celui d'un dépôt de même échéance.

Quant à l'investisseur, il a accès à un vaste marché secondaire lui permettant de revendre ces certificats avec de faibles coûts de transaction, ce qui explique qu'il accepte une rentabilité plus faible.

Par la suite, se sont développés les certificats de dépôts à taux variable, le taux de référence étant souvent le LIBOR (taux offert sur le marché interbancaire de Londres).

**4. Le principe d'une opération sur le marché des euro-devises.** — Le marché des euro-devises, en dehors de son rôle d'intermédiation qui consiste à transformer des dépôts en euro-devises à court terme en euro-crédits principalement à moyen et à long terme, est un marché interbancaire international. Il joue le rôle d'un marché monétaire où les banques ayant des

ressources excédentaires prêtent de l'argent et les banques ayant besoin d'argent en empruntent.

Ce marché est assez proche du marché des changes car nous le montrons dans la sous-section suivante, il peut y avoir des arbitrages entre ces différents marchés. De plus, les opérations sur ce marché se situent physiquement, à la table des changes.

Cependant, le marché des euro-devises est un marché où les devises se prêtent et s'empruntent alors que le marché des changes est un marché où les devises s'achètent et se vendent au comptant ou à terme.

De même que sur le marché des changes, si on demande le taux d'intérêt de l'euro-dollar à un mois, on obtient deux taux :

- le taux demandé ou emprunteur, *bid* en anglais ;
- le taux offert ou prêteur, *offer* ou *ask* en anglais.

Par exemple, une cotation de  $5 \frac{1}{4}$  -  $5 \frac{5}{8}$  indique que la banque est prête à emprunter des euro-dollars à un taux de  $5 \frac{1}{4}$  (taux demandé) et à prêter des euro-dollars à un taux de  $5 \frac{5}{8}$  (taux offert).

L'écart représente la rémunération de la banque. Il peut être beaucoup plus faible dans certains cas. La banque compense alors la faiblesse de sa marge par le volume des transactions. Cependant, avant de considérer le risque spécifique au marché des euro-devises surtout en cas de prêt, il faut considérer que l'écart entre les deux taux est lié au fait que lorsque la banque annonce ses taux, elle ne sait pas si la personne en face d'elle veut emprunter ou prêter. Ainsi, si cette personne veut emprunter de l'argent et que la banque annonceuse ne dispose pas de la somme désirée, la banque doit alors emprunter par ailleurs, ce qui nécessite une certaine marge de manœuvre représentée par cet écart.

Une commission peut s'ajouter au taux de base dans le cas d'un prêt effectué par une banque à un

client ; par exemple,  $2/8$ , ce qui donne un taux global de  $5\ 7/8$ . De même, une commission est soustraite du taux de base dans le cas d'un emprunt effectué par une banque ; par exemple  $1/8$ , ce qui donne un taux global de  $5\ 1/8$ . La commission est donc plus ou moins forte selon la qualité du client, mais elle est beaucoup plus faible pour un emprunt que pour un prêt car le risque existe uniquement dans ce cas.

La transaction est conclue par téléphone et confirmée par télex, les virements ont lieu dans les quarante-huit heures.

Il faut noter que le marché des euro-devises est très contrôlé (auto-contrôle par l'ensemble des banques et non par des institutions étatiques), beaucoup plus que le marché des changes, car il y a un risque de défaut de paiement sur le marché des euro-devises (prêts) qui se traduit dans un cas limite par une perte égale au montant prêté. Ce marché est donc réservé à des institutions de haute qualité, ce qui est nécessaire quand des montants importants de monnaie, au minimum un million de dollars, sont négociés par téléphone entre des institutions dispersées dans le monde et sous des statuts légaux différents.

### **5. Le taux d'intérêt sur le marché des euro-devises.**

— Le taux d'intérêt sur le marché des euro-devises résulte de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché. Il échappe à toutes les interventions gouvernementales. Ainsi, certains déposants ont reçu un taux supérieur à celui qu'ils auraient eu sur le marché national correspondant, et inversement, certains emprunteurs ont eu un taux inférieur à celui qu'ils auraient supporté sur le marché national.

Comme sur le marché des changes, les taux d'intérêt varient à chaque instant. Ce marché est donc continu comme le marché des changes, et pratiquement ouvert vingt-quatre heures sur vingt-quatre heures.