

# Techniques Financières Internationales

---

---

2<sup>e</sup> édition

Yves SIMON

---

Collection **G**ESTION

**SÉRIE : Politique générale, Finance et Marketing**

*dirigée par Yves Simon, Professeur à l'Université de Paris IX-Dauphine et à H.E.C.*

# Techniques Financières Internationales

2<sup>e</sup> édition

**Yves SIMON**

**G**ESTION



**ECONOMICA**

49, rue Héricart, 75015 Paris

**La collection G se propose de publier trois séries d'ouvrages dans le domaine des Sciences de la Gestion.**

**En premier lieu, des manuels offrant sous une forme pédagogique élaborée les développements les plus importants des grandes disciplines de la gestion.**

**En deuxième lieu, des livres issus de recherches effectuées dans le monde académique ou le milieu professionnel.**

**En troisième lieu, des recueils d'articles fournissant pour chaque domaine de la gestion un panorama des grands articles significatifs de la discipline ou l'état des recherches sur un thème déterminé à un moment donné du temps.**

## OUVRAGES DÉJÀ PUBLIÉS

### MANUELS

CAPET M., CAUSSE G., et MEUNIER J., *Diagnostic, Organisation, Planification d'Entreprise* (vol. 1).

GERVAIS M., *Contrôle de gestion et planification de l'entreprise*, 2<sup>e</sup> éd.

GIARD V., *Statistique appliquée à la gestion*, 4<sup>e</sup> éd.

ROY B., *Méthodologie multicritère d'aide à la décision*.

SIMON H.A., *Administration et processus de décision*.

SIMON Y., *Techniques financières internationales*, 2<sup>e</sup> éd.

TERRY G. et FRANKLIN S., *Les principes du management*, 8<sup>e</sup> éd.

VATTEVILLE E., *Mesure des ressources humaines et gestion de l'entreprise*.

### RECHERCHES

AUGROS J.C., *Finance : options et obligations convertibles*.

BILLET J., *Marchés à terme et gestion de l'économie pétrolière*.

COLLIGNON E. et WISSLER M., *Qualité et compétitivité des entreprises*.

GENSSE P., *Système comptable et variations monétaires*.

GONTIER J.L. et MATHÉ J.C., *Politiques et procédures d'abandon de produits dans l'entreprise*.

JOFFRE P. et KOENIG G., *Stratégie d'entreprise. Antimanuel*.

LEVITT Th., *L'imagination au service du marketing*.

de MONTMORILLON B., *Les groupes industriels*.

de WOOT Ph. et DESCLEE de MAREDSOUS X., *Le management stratégique des groupes industriels*.

### RECUEILS D'ARTICLES

A.I.D.E., *Entreprises et pouvoir : Autorité et responsabilité*.

JOFFRE P., BOUTIN A. et BAROLI G.R., *L'exportation dans la turbulence mondiale*.

MORVAN Y., *Fondements d'économie industrielle*.

## Avant-propos

*Plusieurs ouvrages en langue française traitent des thèmes identiques à ceux abordés dans ce livre. Certains d'entre eux répondent mieux que le nôtre aux critères académiques et scientifiques requis par un manuel. Nous pensons tout spécialement à l'excellent ouvrage de Feiger-Jacquillat et aux nombreux et très intéressants travaux publiés par les professeurs des départements Finance et Affaires Internationales d'HEC. Alors pourquoi tenter malgré tout, après hésitation, l'aventure de la publication ?*

*Pour une raison très simple : boucler définitivement un projet déjà ancien. En arrivant à Dauphine, en septembre 1977, nous avons voulu monter un enseignement de finance internationale, qui n'existait pas, et répondre ainsi aux besoins des étudiants en dernière année de maîtrise de gestion. Il fallait en moins de quarante heures leur présenter un ensemble cohérent, complet et utile à leur insertion professionnelle. Ceci nous a conduit à concevoir un enseignement légèrement différent des programmes habituellement dispensés dans les grandes écoles commerciales (qui bénéficient d'un volume horaire amplement supérieur) et dans les rares universités qui offrent des cours de finance internationale (où l'enseignement y est plus souvent d'économie que de gestion financière). Ce livre est la traduction écrite de cet enseignement.*

- Il se veut, sous un volume réduit, assez complet et synthétique car il aborde la plupart des techniques financières internationales et les thèmes essentiels de la finance internationale. Les uns et les autres font habituellement l'objet de livres différents et complémentaires.*
- La contrepartie de cette volonté d'être général est une absence d'approfondissement. Ceci est particulièrement évident sur le plan théorique : les quelques analyses évoquées sont conventionnelles ; aucune théorie récente n'est abordée.*

- *Dans toute la mesure du possible le contexte institutionnel français est privilégié.*
- *Nous avons essayé de faire en sorte que les étudiants puissent trouver avec ce livre un instrument de travail. Ceci justifie la présence de questions, d'exercices, corrigés pour certains d'entre eux, de questions à choix-multiples etc... Cette préoccupation explique également la relative abondance des références bibliographiques. Elles sont regroupées en trois ensembles : ouvrages, articles et autres publications. La nature de ce livre conduit à mettre l'accent sur les ouvrages et les autres publications. Les articles recensés sont, en règle générale, peu nombreux. Nous avons, par contre, systématiquement recensé les revues qui ont permis de trouver l'information indispensable aux développements des différents chapitres et dans lesquelles le lecteur pourra compléter sa propre documentation et l'actualiser.*

Y.S

# Introduction générale

Les entreprises et les banques sont de plus en plus orientées vers l'international. Pour les unes et pour les autres les activités en dehors du territoire national sont une source de contraintes et d'opportunités. Des techniques financières plus ou moins complexes sont progressivement apparues pour réduire les premières et tirer profit des secondes. Elles forment aujourd'hui un ensemble bien structuré en voie de perpétuel renouvellement. Nous voudrions, avec ce livre, contribuer modestement à une meilleure compréhension de ces contraintes, de ces opportunités et de ces techniques.

La confrontation au marché des changes est la première manifestation concrète de la réalité internationale. Toute entreprise qui exporte ou importe, tout particulier qui se rend à l'étranger se heurte immédiatement à un problème de change. Ceci justifie la première partie de ce livre, consacrée au marché des changes.

La simple observation de l'évolution quotidienne du cours des devises pourrait conduire à penser que l'irrationalité est le seul déterminant des taux de change. La réalité est heureusement plus complexe et nuancée. Les principaux déterminants du taux de change sont présentés dans la deuxième partie.

Les marchés financiers internationaux sont une composante essentielle de l'activité économique et financière des banques, des entreprises et des entités publiques même lorsqu'elles n'ont aucune activité internationale. Elles y puisent en effet une partie de plus en plus substantielle de leurs ressources financières. Ces marchés financiers internationaux sont l'objet de la troisième partie de ce livre.

Dès qu'une entreprise exporte ou importe, elle est confrontée à des risques spécifiques qu'elle ne rencontre pas sur les marchés domestiques. C'est à l'étude de certains de ces risques qu'est consacrée la quatrième partie du livre.

Les activités internationales des entreprises sont nombreuses et variées. Elles ont, de ce fait, donné naissance à des techniques financières de plus en plus sophistiquées à mesure qu'elles devenaient plus complexes. Le financement des activités internationales des entreprises est abordé dans la cinquième partie.

Les marchés internationaux de capitaux, le marché des changes, les montages financiers internationaux, la gestion des risques internationaux, toutes ces institutions et toutes ces activités sont concentrées dans certains endroits spécifiques dénommés places financières internationales. Leur étude est l'objet de la sixième et dernière partie du livre.

# PREMIÈRE PARTIE

## LE MARCHÉ DES CHANGES

La confrontation au marché des changes est la première manifestation concrète de la réalité internationale. Toute entreprise qui exporte ou importe, tout particulier qui se rend à l'étranger se heurte immédiatement à un problème de change.

Le premier chapitre de cette partie est consacré à la description du marché des changes interbancaire et de ses deux composantes que sont le marché au comptant et le marché à terme. Depuis le début de la décennie 70, le marché des changes s'est développé en dehors du système bancaire. Les contrats et les options sur devises ont considérablement élargi les possibilités d'intervention des opérateurs. C'est à l'étude de ces nouveaux compartiments du marché des changes qu'est consacré le deuxième chapitre de cette première partie.



# Chapitre 1

## LA DESCRIPTION ET LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ DES CHANGES INTERBANCAIRE

Le marché des changes assure la confrontation des offres et des demandes de devises et révèle leurs cours en terme de monnaie nationale.

Les monnaies étrangères sont échangées contre la monnaie nationale sur toutes les places financières du monde. Le marché des changes n'est pas géographiquement limité : le marché du franc français couvre non seulement les transactions en devises à Paris, mais également celles effectuées en franc contre les monnaies locales à New-York, Zurich, Londres, Singapour etc... Comme le dit C.P. Kindleberger « les marchés des changes actuels suivent le trajet du soleil autour du globe par l'intermédiaire des satellites de télécommunications ».

Pour appréhender correctement le fonctionnement du marché des changes, il est indispensable de s'interroger sur les opérateurs intervenant sur le marché. La connaissance des actifs utilisés est le deuxième problème à retenir l'attention. Le marché des changes comprend deux compartiments complémentaires et étroitement imbriqués.

Ils sont analysés aux sections trois ou quatre<sup>1</sup>. Depuis 1973, les transactions sur le marché des changes connaissent un développement considérable qui est évoqué dans la cinquième et dernière section de ce chapitre.

## Section I

### Les participants au marché des changes

Le marché des changes est réservé aux banques et institutions financières. Ces opérateurs interviennent pour leur propre compte ou celui de leur clientèle. Ils peuvent négocier directement entre eux ou passer par l'intermédiaire de courtiers.

#### § 1. Les banques et les institutions financières

Les banques, les institutions financières et les filiales financières des grands groupes industriels prennent en charge les opérations de change pour leur propre compte ou celui de leurs clients. Pour faciliter leurs opérations, les banques ont des dépôts auprès d'institutions financières étrangères qui jouent le rôle de correspondants.

Les banques sont les plus importants opérateurs sur le marché des changes mais les filiales financières ou bancaires des groupes industriels y jouent un rôle croissant. Renault Finance est un cas bien connu. Autre exemple : British Petroleum a annoncé en décembre 1984 la création d'une nouvelle société financière spécialisée dont la mission est d'assurer des fonctions de banquier et de direction financière pour le groupe et les entreprises associées. British Petroleum International, puisque tel est son nom, devait débiter ses activités au début de l'année 1985.

En France, tous les intermédiaires agréés sont habilités à traiter de façon habituelle des opérations de change. Pratiquement, peu de banques interviennent en permanence sur le marché. Parmi les plus

---

1. Le lecteur trouvera des informations plus détaillées sur le contenu de ce chapitre dans deux notes publiées par la BANQUE DE FRANCE : *Le marché des changes de Paris : les opérations au comptant*, juillet 1983 ; *Le marché des changes de Paris : les opérations à terme*, août 1983. Il peut se référer avec profit à l'étude de J. BLANC, *Le marché des changes*, Notes et études documentaires n° 4625-4626, 20 juin 1981 ainsi qu'à l'article de M. GALY, V. LEVY-GARBOUA et D. PLIHON : Description et fonctionnement du marché des changes, *Cahiers économiques et monétaires*, n° 8 1978, pp. 5-25.

# Chapitre 1

## LA DESCRIPTION ET LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ DES CHANGES INTERBANCAIRE

Le marché des changes assure la confrontation des offres et des demandes de devises et révèle leurs cours en terme de monnaie nationale.

Les monnaies étrangères sont échangées contre la monnaie nationale sur toutes les places financières du monde. Le marché des changes n'est pas géographiquement limité : le marché du franc français couvre non seulement les transactions en devises à Paris, mais également celles effectuées en franc contre les monnaies locales à New-York, Zurich, Londres, Singapour etc... Comme le dit C.P. Kindleberger « les marchés des changes actuels suivent le trajet du soleil autour du globe par l'intermédiaire des satellites de télécommunications ».

Pour appréhender correctement le fonctionnement du marché des changes, il est indispensable de s'interroger sur les opérateurs intervenant sur le marché. La connaissance des actifs utilisés est le deuxième problème à retenir l'attention. Le marché des changes comprend deux compartiments complémentaires et étroitement imbriqués.

opérations du fonds de stabilisation des changes se traduisent en conséquence par des variations des postes « Disponibilités à vue à l'étranger » et « Avance au fonds de stabilisation des changes ».

Il faut noter par ailleurs que la publication mensuelle de la situation des réserves publiques de change par le ministère de l'économie et des finances permet d'apprécier précisément l'ampleur des interventions du fonds de stabilisation sur le marché des changes.

Les interventions de la Banque de France sur le marché des changes ont pris au cours du temps des modalités fort diverses. De 1958 à 1971, période caractérisée par une fixité des taux de change, la Banque intervenait sur le marché pour maintenir la parité du franc par rapport au dollar dans les limites de  $\pm 0,75$  %. L'instauration d'un double marché des changes consécutif à la suspension de la convertibilité du dollar a conduit la Banque de France à n'intervenir que sur le marché officiel et à laisser librement flotter le taux sur le marché financier. Entre décembre 1971 et la décision prise en mars 1973 de supprimer la fixité du taux de change, la Banque de France est intervenue sur le marché des changes pour maintenir la parité du franc par rapport au dollar dans les limites de  $\pm 2,25$  %. Depuis mars 1973, la Banque de France n'est plus obligée d'intervenir sur le marché des changes contre le dollar. Elle continue cependant à le faire quand elle l'estime nécessaire.

Les accords passés en avril 1972 avec les autres pays de la Communauté économique et européenne contraignaient la Banque de France à maintenir la parité entre les différentes devises dans une fourchette de  $\pm 2,25$  %. Cet accord a été renforcé avec la création du Système monétaire européen.

En intervenant sur le marché des changes, les banques centrales ont pour objectif de régulariser l'évolution du cours des devises. Ces interventions ont toujours fait l'objet de controverses. Certaines banques centrales refusent d'intervenir car elles estiment que ces achats et ventes destabilisent le marché des changes. Telle était la position clairement affirmée des autorités monétaires américaines jusqu'en septembre 1985. Elle s'est sensiblement modifiée depuis la réunion à Washington, le 22 septembre 1985, des ministres des finances des Etats-Unis, du Japon, du Royaume-Uni, de la République fédérale d'Allemagne et de la France. Poussées par la nécessité de réduire le déséquilibre croissant de leur balance commerciale, les autorités monétaires américaines ont accepté d'intervenir sur le marché des changes pour faire baisser le dollar par rapport à l'ensemble des autres devises. Les banques centrales européennes sont moins hostiles à ces interventions. Elles y recourent quand des turbulences et des incer-

titudes aboutissent à des fluctuations erratiques des taux de change qui ne trouvent aucune justification économique.

Pour être couronnées de succès les interventions des banques centrales doivent être massives et se produire à des moments opportuns. Tel fut le cas le 21 septembre 1984 et le 27 février 1985<sup>3</sup>. Près de deux milliards de dollars furent vendus ce dernier jour par les banques centrales sur le marché des changes (la Bundesbank pour les deux tiers, les banques centrales d'Angleterre, de France, d'Italie, des Pays-Bas, de Belgique et du Japon pour le reste). Les conditions de l'intervention étaient propices car le marché des changes était très étroit et le cours du dollar avait déjà fléchi la veille à la suite d'une déclaration faite par le président de la Réserve fédérale devant une sous-commission du Sénat américain s'inquiétant de la hausse de la devise américaine.

## **§ 2. La clientèle privée**

Elle n'intervient pas directement sur le marché des changes mais par l'intermédiaire des banques. La clientèle privée regroupe trois catégories d'opérateurs : les entreprises industrielles et commerciales, les institutions financières ne participant pas directement au marché et les particuliers.

## **§ 3. Les courtiers**

Bien qu'il ne soit pas indispensable de passer par leurs services, les courtiers jouent un rôle essentiel sur le marché des changes en tant qu'informateurs et intermédiaires. Sans qu'eux-mêmes ou la banque soient obligés d'acheter ou de vendre des devises (ce qui n'est pas le cas, lorsque les cambistes sont directement en rapport) ils informent les opérateurs des cours auxquels ils sont prêts à vendre ou acheter les différentes monnaies. Ils ont un rôle d'intermédiaire dans la mesure où ils centralisent les ordres d'achat et de vente de plusieurs banques et qu'il est en conséquence plus facile pour un cambiste d'utiliser leurs services que de contacter plusieurs confrères susceptibles de vendre ou d'acheter la devise recherchée.

---

3. Le succès est tout relatif dans la mesure où la chute brutale du dollar enregistrée le 21 septembre n'a pas empêché la devise américaine d'atteindre plus de 10,60 francs le 26 février 1985.

Leur rôle d'intermédiaire est plus général encore car ils ne sont jamais obligés de dévoiler le nom des banquiers qu'ils mettent en rapport. Cette discrétion peut être très intéressante pour certaines institutions financières qui ne veulent pas faire apparaître, à un moment donné, leur position acheteur ou vendeur dans telle ou telle devise<sup>4</sup>.

La fonction d'un courtier est de rendre le marché plus efficace et plus fluide en étant en contact permanent avec de nombreuses banques. La valeur d'un courtier s'apprécie à la qualité des liaisons qu'il entretient avec les institutions financières actives sur le marché des changes.

Une maison de courtage est divisée en sections. Chacune d'entre elle travaille sur une devise ou un groupe de devises. A l'intérieur des sections les courtiers se spécialisent dans les transactions sur le marché au comptant et les différentes échéances du marché à terme. Chaque courtier est en plus spécialisé sur certaines catégories de banques.

Les plus importantes maisons de courtage sont localisées à Londres. Elles sont peu nombreuses. Ce sont des maisons internationales ayant de nombreux bureaux ou filiales sur d'autres places financières. Elles peuvent regrouper plusieurs centaines de courtiers. A côté de ces grandes institutions existent des maisons plus modestes ou très spécialisées ne regroupant que quelques courtiers. Les maisons de courtage ont contribué à l'essor du marché des changes en établissant des liens directs avec les centres non européens à la fin des années 70. La conséquence fut d'accroître et d'accélérer l'intégration des différents marchés. Ceci explique en partie, avec l'arrivée des banques étrangères, l'essor du marché de New-York.

Les courtiers à Paris sont au nombre d'une vingtaine mais une dizaine d'entre eux assurent l'essentiel de l'activité. Ils sont actifs sur le marché au comptant en dehors, bien évidemment, des opérations traitées pendant le *fixing*.

## Section II

### Les actifs négociés sur le marché des changes

Le transfert télégraphique de dépôt bancaire est le principal actif utilisé dans les transactions sur le marché des changes. La lettre de change et le numéraire ne constituent que des éléments accessoires.

---

4. MUNIER, B. : *Le cambisme et le jeu monétaire international*, pp. 138-139.

## § 1. La lettre de change

Dans les débuts du commerce international, la lettre de change était le moyen de règlement le plus utilisé. Elle l'est encore mais son importance a beaucoup diminué. 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. La lettre de change associe la fonction de crédit à court terme à celle d'opération de change.

## § 2. Le transfert télégraphique de dépôt bancaire

Le transfert télégraphique de dépôt bancaire est un ordre envoyé par télex de débiter un compte libellé dans une devise A et de créditer simultanément un autre compte libellé en devise B. Les comptes débités et crédités peuvent appartenir à une même personne ou à deux opérateurs différents.

La rapidité d'exécution est le principal avantage du transfert télégraphique de dépôt bancaire. Un exemple permet d'illustrer ce qu'est le transfert de dépôt bancaire. Un exportateur français disposant d'un compte au Crédit Lyonnais à New-York peut demander à cette banque de lui vendre par transfert télégraphique de dépôt bancaire USD 50 000 et de créditer simultanément son compte au Crédit Lyonnais de Paris. Il lui sera remis à Paris l'équivalent de USD 50 000 en francs français, au taux du marché, à la date de valeur de l'opération<sup>5</sup>.

Le taux sur les transferts de dépôts bancaires est le taux directeur auquel est chevillé le taux de change portant sur le numéraire.

---

5. De manière systématique, nous avons utilisé dans les différents chapitres de ce livre les nouveaux sigles monétaires normalisés au niveau national par l'AFNOR et au niveau international par l'ISO. Ils consistent en un code alphabétique constitué par trois caractères. Les deux premiers servent à identifier le pays, le troisième est un indicateur dérivé de l'unité monétaire. Les principaux codes utilisés sont les suivants :

DEM : Deutsche mark  
CAD : Dollar canadien  
BEF : Franc belge  
USD : Dollar américain  
FRF : Franc français  
ITL : Lire italienne  
JPY : Yen japonais  
CHF : Franc suisse  
NLG : Florin néerlandais  
GBP : Livre sterling

### § 3. Le numéraire

Cet actif est peu utilisé en comparaison des masses échangées par transfert de dépôt bancaire. La demande des touristes oblige cependant les banques à en détenir en permanence dans leurs caisses.

Toute personne entrant dans une banque pour acheter ou vendre des devises constate que les taux de change facturés sont très sensiblement différents des taux relatifs aux transferts de dépôts publiés dans la presse financière. Cet écart « représente principalement le coût en trésorerie de la détention de billets non productibles d'intérêt et les frais de transformation des instruments manuels de paiement en avoirs en compte (ou réciproquement) c'est-à-dire le transport et l'assurance des billets de banque étrangers vendus ou achetés contre crédit ou débit en compte »<sup>6</sup>.

## Section III

### L'organisation et le fonctionnement du marché des changes au comptant

Sur le marché au comptant s'effectuent des achats et ventes de devises qui doivent être livrées au plus tard deux jours ouvrables après la date de conclusion du contrat.

#### § 1. La définition du taux de change au comptant

Si on considère deux monnaies A et B, le cours au comptant de la monnaie A exprime le nombre d'unités de la monnaie B qu'une unité de A peut acheter au comptant.

Les taux de change peuvent être cotés de deux manières différentes. Dans la première formulation, le taux de change est le prix d'une unité de devise étrangère en terme de monnaie nationale. A Paris, le 11 janvier 1983, le dollar valait 6,6550 francs français. A New-York, le 11 janvier 1983, le deutsche mark valait 0,4257 dollars et le dollar canadien 0.8179 dollar américain. Cette modalité de cotation dite

---

6. BANQUE DE FRANCE : *Le marché des changes de Paris : les opérations au comptant* juillet 1983, p. 1.