

Chapitre 1 : Internationalisation des marchés financiers

Les marchés financiers internationaux se sont considérablement développés, depuis le mouvement de libéralisation et de désintermédiation financière des années 1980.

1 Les marchés financiers internationaux

1.1. Définitions et caractéristiques

Pour définir correctement les opérations internationales et les distinguer de celles qui ne le sont pas, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) recourt à un double critère : celui de la devise utilisée dans la transaction et celui du lieu de résidence de la contrepartie ¹.

Les opérations financières nationales sont définies par la BRI, comme toutes les activités financières réalisées par un résident² sur son marché local ou dans son pays et dans sa monnaie (nationale ou locale).

Les opérations financières internationales sont les autres opérations :

- les opérations étrangères classiques qui se traduisent par des transactions en monnaie nationale avec des non-résidents ;
- les opérations en devises externes ou eurodevises au sens large qui se traduisent par des transactions en devises (monnaie étrangère) avec des résidents ou des non résident.

Tableau : Les opérations financières et internationales

	Résident	Non- Résident
Monnaie nationale ou locale	A	B
Monnaie étrangère ou devise	C	D

Source : Fontaine Patrice, Hamet Joanne, « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.

Les opérations de type A sont les opérations financières nationales. Les opérations de type B, C et D sont les opérations financières internationales. Elles se décomposent en opérations de type B, appelées les opérations étrangères, en opérations de type C et D, nommées opérations dites externes ou euro-devises au sens large, en opérations de type D, désignées comme les opérations en euro-devises au sens étroit. La pratique est maintenue de recouvrir sous l'appellation « euro-devises » les opérations de type C et D. l'expression « marché des euro-devises » est réservée au marché des dépôts et des crédits en euro-devises.

¹ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 261.

² Le terme « résident » indique que l'agent économique (entreprise, institution, particulier) est soumis à l'impôt sur les sociétés ou le revenu dans le pays considéré.

Une eurodevise est une devise déposée dans une banque ou sur un marché qui n'est pas pays émetteur de la devise (en dehors du pays qui l'a émise). Le préfix « euro » émane de la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, situé à Paris et contrôlée par l'Union soviétique qui l'utilisait durant les années 1950 pour placer ses avoirs en dollars issus de la guerre (devenus des eurodollars³. *Exemple* : un dollar déposé dans une banque située à Londres ou à Tokyo est un eurodollar, quelles que soient les nationalités du déposant et de la banque.

La naissance du marché des eurodevises remonte à la fin des années 50. **Plusieurs raisons peuvent expliquer son origine et son développement** ⁴ :

- **le transfert en Europe des avoirs soviétiques** : les soviétiques craignaient que leurs avoirs en USD détenus aux USA à la fin des années 50, soient bloqués suite à la guerre froide avec les USA. C'est pourquoi, ils les ont transférés dans des banques installées à Londres et à Paris.
- **les mesures restrictives prises par la Grande Bretagne**, en 1957, quant à l'octroi de crédits en Livre sterling aux non résidents. Les banques ont été incitées donc à disposer de dollars pour les reprêter aux non résidents
- **les restrictions imposées par les autorités américaines** pour réduire le déficit de la balance des paiements en limitant les sorties de capitaux : il s'agit essentiellement de la réglementation Q, introduite en 1958, qui interdisait aux banques américaines de rémunérer les dépôts à court terme au delà d'un certain plafond. Ceci a entraîné le transfert des capitaux américains sur l'euromarché où la rémunération était plus élevée.
- l' **imposition** aux Etats-Unis, à partir de 1963, de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt sur le crédit aux non résidents qui rend plus cher le crédit sur les places américaines. La partie de la demande concernée est reportée sur le marché euro.
- les restrictions sur le mouvement de capitaux imposées par les USA, le 10 juillet 1963, pour remédier au déficit externe et freiner les sorties de capitaux.

Ces différents événements ont entraîné une demande de dollars à l'extérieur des USA provoquant le développement du marché des euro-devises. Le véritable essor date toutefois de

³ Dupuy Michel, Cardebat Jean-Marie et Jegorel Yves (2006), *Op.cit.*, p.194.

⁴ Bito .C et Fontaine (P 1989), "Les marchés financiers internationaux", PUF, Col. Que sais-je ? 1989, p. 8.

des années 1974- 1982 avec le dépôt auprès des eurobanques d'une partie des pétrodollars des pays exportateurs de pétrole⁵.

1.2 Typologie de marchés internationaux de capitaux

Les marchés internationaux de capitaux peuvent se décomposer en quatre parties :⁶

1.2.1 Le marché des crédits étrangers : Il correspond aux crédits octroyés en monnaie nationale (locale) par des banques résidentes à des entreprises ou organisations non résidentes (voir la partie supérieure de la figure 1).

1.2.2 Le marché des euro-devises : Il regroupe les dépôts en euro-devises et les eurocrédits accordés à partir de ceux-ci. Les dépôts en euro-devises sont définis comme des dépôts en devises dans une banque située à l'extérieur du pays d'émission de la devise considérée (voir la deuxième partie de la figure 1).

Le marché des euro-devises est constitué par les échanges entre les banques, appelées eurobanques, qui acceptent les dépôts en euro-devises et accordent des crédits en euro-devises. En règle générale, l'expression « marché des euro-devises » ou « marché euro-monnaire » est utilisée pour les prêts et emprunts à court terme (euro-crédits et euro-dépôts à moins d'un an). Pour les euro-crédits à plus d'un an et de taille conséquente, l'expression « marché des euro-crédits » est plus couramment utilisée. Elle recouvre les prêts en euro-devises, accordés par un groupement de banques, plus communément désigné sous l'appellation « syndicat de banques ».

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

Le marché des eurodevises est un marché interbancaire où chaque euro-banque affiche à tout instant le taux auquel elle accepte d'emprunter des eurodevises et le taux auquel elle accepte de prêter des eurodevises et pour quelle échéance.

Dans la pratique, pour chaque échéance, les taux d'intérêt affichés sont toujours exprimés en pourcentage annuel. Ils sont donnés sous forme d'une partie entière et d'une partie décimale. La partie décimale est généralement un multiple de 1/32. Les cotations de taux d'intérêt se

⁵ Yves Simon et Delphine Lautier (2005), *Op.cit.*, p. 263.

⁶ Fontaine Patrice, Hamet Joanne, « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.

font par eurodevise et par échéance : 1 jour, 2 jours, 1 semaine, 1 mois, 2 mois, 3 mois,...1 an. Les taux d'intérêt qui s'établissent sur le marché des eurodevises sont plus compétitifs que ceux qui s'établissent sur les marchés monétaires nationaux.

Le taux d'intérêt emprunteur sur l'eurodevise est plus élevé que le taux emprunteur sur le marché domestique et le taux d'intérêt prêteur sur l'eurodevise est plus faible que le taux prêteur du marché national.

1.2.3 Le marché international des émissions, troisième partie de la figure 1, qui peut se décomposer lui-même en trois parties :

1.2.3.1 le marché des facilités d'émissions garanties ou non garanties (programme d'émission à court, moyen et long terme de papier commercial ou de billets de trésorerie « notes »). Ce marché mélange des caractéristiques des marchés euromonétaires, des euro-crédits et des euro-obligations.

1.2.3.2 Le marché des euro-obligations

Ce marché regroupe les obligations dont l'achat est financé par des euro-devises. L'émission d'euro-obligations (euro-émission) est montée et placée par un syndicat de banques le plus souvent multinational. Les euro-émissions alimentent un vaste marché secondaire d'euro-obligations.

Les euro-obligations sont des obligations émises par une entreprise ou par une entité publique, par les soins d'un syndicat international de banques et placées dans des pays autres que celui de la monnaie de libellé des obligations. Par exemple, une émission à Londres d'obligations libellées en dollars, quels que soient l'émetteur et l'investisseur. Les organismes financiers qui participent à ces émissions sont ceux qui ont une réputation internationale. Les investisseurs en euro-obligations sont les investisseurs institutionnels : compagnies d'assurances, fonds d'investissement collectif, fonds de pensions et de retraites. Une fois émis, les titres sont cotés sur le marché secondaire à New York, Londres ou Luxembourg⁷.

1.2.3.3 Le marché des actions internationales.

Ce sont des actions placées par des syndicats internationaux de banques, dont l'achat est financé par des eurodevises. Dans ce contexte, les euro-banques n'ont pas de rôle de transformation, mais uniquement un rôle d'intermédiaire pour le placement des titres. L'internationalisation peut se faire par l'inscription sur des bourses étrangères et l'émission d'*American Depositary Receipts*. Le but recherché par cette émission internationale d'action

⁷ Daouas Mohamed, Amel Zenaïdi, Monia Gharbi (2008). Techniques Financières Internationales Polycopier de cours – HEC Carthage .

est de diversifier de l'actionnariat de la société ainsi que de bénéficier des effets d'image liés au prestige de la multi-cotation⁸.

On distingue généralement les actions étrangères des euro-actions. Les actions étrangères sont des actions émises et cotées sur une place étrangère. Les euro-actions sont des actions vendues sur l'euromarché et cotées sur une place financière étrangère. Leur achat est généralement financé par des eurodevises et elles sont souvent cotées sur des places où les formalités sont réduites : Londres, Luxembourg et Singapour. Pour la société émettrice, l'intérêt des euro-actions est de faire connaître la société et d'obtenir des fonds sur plusieurs marchés. Ce type de financement permet de disperser les actions et donc de limiter les tentatives de prise de contrôle de la société émettrice. Elles permettent également d'éviter les éventuelles restrictions réglementaires du marché domestique⁹.

1.2.4 Le marché des obligations étrangères

Une obligation étrangère est une obligation émise sur une place financière par une entreprise ou une institution non résidente, libellée dans la monnaie de la place financière. Au sens strict, l'émission et le placement se font sur un marché national et non plus sur le marché international. Le caractère international est lié au fait que, normalement dans ce type d'émission, l'émetteur et le souscripteur n'ont pas la même nationalité. Les émissions d'obligations étrangères diffèrent des émissions euro-obligations car l'emprunteur doit respecter la réglementation locale et se soumettre à toutes les conditions imposées par les autorités financières du pays où se fait l'émission (voir la partie inférieure de la figure 1) .¹⁰ La principale différence entre ces deux types d'obligations est que les obligations étrangères sont placées et négociées sur une bourse alors que les euro-obligations ne font pas l'objet de cotations obligatoires à un endroit géographique unique et sont placées par un syndicat de banques dans plusieurs pays.

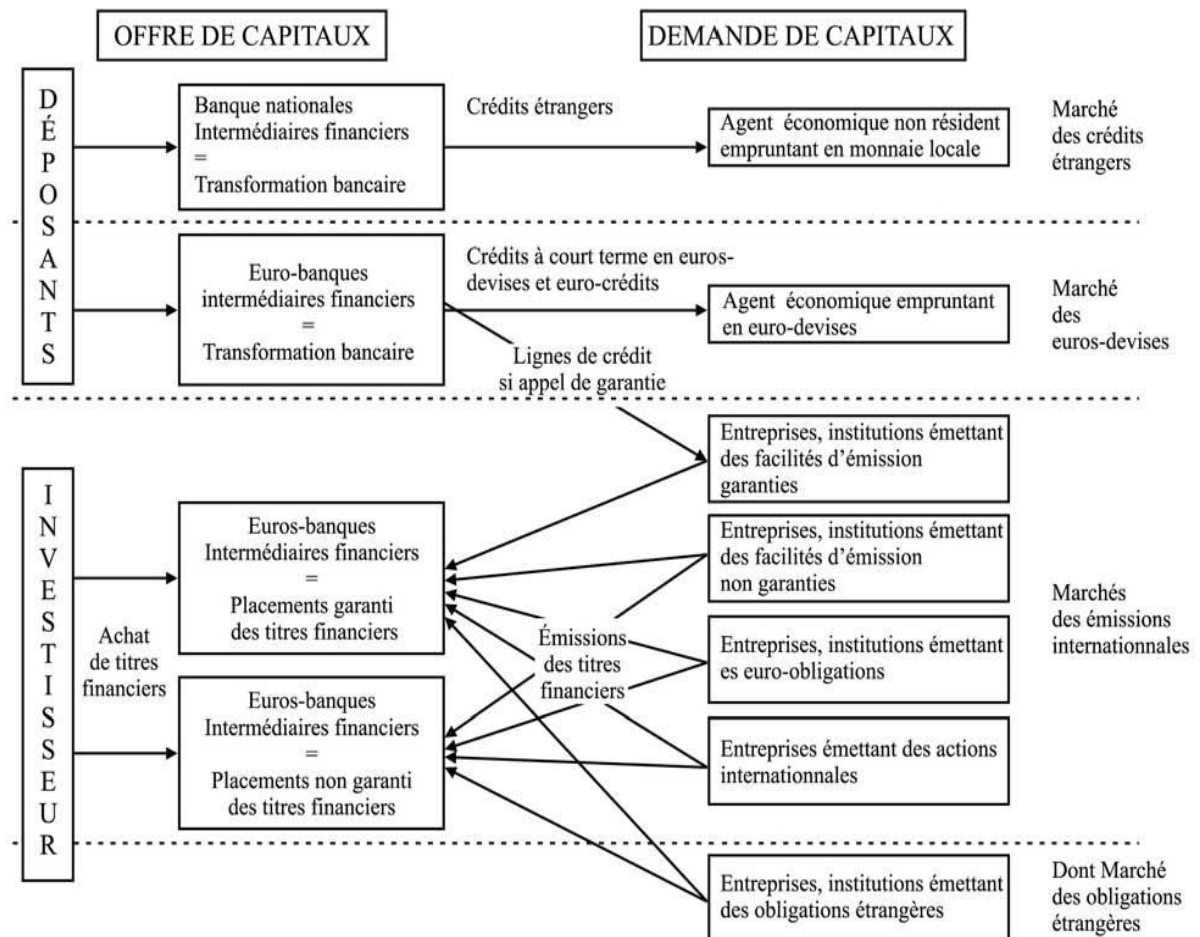
Les interrelations entre les différents compartiments des euro-marchés, marchés internationaux hors crédits étrangers et obligations étrangères, amènent à les désigner unitairement par l'expression « marché des euro-capitaux ».

⁸ Fontaine Patrice, Hamet Joanne, (2011) (2005), *Op.cit.*, p.183.

⁹ Daouas Mohamed, Amel Zenaïdi, Monia Gharbi (2008). *Op.cit.*,

¹⁰ Fontaine Patrice, Hamet Joanne, (2011) (2005), *Op.cit.*, p. 179.

Figure 1 : Présentation générale des emplois et des ressources sur les marchés financiers internationaux



Source : Fontaine Patrice, Hamet Joanne, « Introduction générale », *Les marchés financiers internationaux*, Paris, Presses Universitaires de France, «Que sais-je ?», 2011.

1.3 Procédure d'émission d'euro-obligations : le rôle du syndicat international

L'émission internationale d'obligations est la procédure utilisée le plus fréquemment par les entités désirant se financer sur les marchés internationaux.

L'émission d'euro-obligations est généralement gérée par un syndicat international d'institutions financières au nom de l'emprunteur, dont l'un peut souscrire l'obligation, garantissant ainsi l'achat de la totalité de l'émission.¹¹

¹¹ <https://ssl.editionsthemis.com/uploaded/revue/article/rjtv0130num3/dhollander.pdf>

a) Le chef de file («lead manager»)

Le chef de file occupe une fonction clé. Le chef de file est souvent une «*investmentbank*» américaine ou une banque d'affaires («*merchantbank*») anglaise. Il doit en premier lieu s'informer des tempéraments des divers marchés et des intentions d'émission des entités emprunteuses. Son but est de faire correspondre les besoins de financement de l'emprunteur à la demande des investisseurs sur différents marchés nationaux. Il recherche ensuite les emprunteurs dans le but d'obtenir le mandat de préparer une euro-émission.

Sa tâche consiste en second lieu à s'assurer de la qualité de l'émetteur, et de son crédit. Si l'émetteur possède une cote («*rating*») de AAA à BBB établi par Standard and Poor's ou par Moody's, sa signature est de valeur sûre. Pour les autres, le chef de file doit recourir aux critères établis par le marché afin de déterminer la qualité de l'émetteur, à savoir le nom, la taille et la fréquence d'appel au marché.

S'il est satisfait, il entre ensuite en contact avec le client et effectue des propositions sur les caractéristiques des titres qui seront placés. Il adresse ensuite une lettre d'intention à l'émetteur décrivant le cadre général dans lequel les opérations peuvent être montées. Dans un dernier temps, il supervise de façon générale l'émission et s'assure de la rapidité d'exécution de toutes les opérations. Il dirige la formation du groupe de direction, du syndicat de garantie et du groupe de placement. Il surveille le marché secondaire et intervient afin d'assurer la stabilité du titre nouvellement émis.

b) Le groupe de direction («management group»)

Le groupe de direction est formé par le chef de file et un groupe d'institutions (co-chef de file). Les co-chefs de file sont des institutions financières importantes du marché de par leur taille et leur réputation. Ils participent à l'établissement des conditions définitives de l'émission. **Ils garantissent souvent de manière ferme la souscription d'un montant substantiel de l'émission**¹³.

c) Les preneurs fermes («underwriters») et le syndicat de garantie («underwriting syndicate»)

De grandes banques, possédant une expérience internationale et une vaste clientèle auprès de laquelle elles peuvent placer les titres, assument le rôle de preneur ferme. Le marché euro-obligataire exige que ces banques soient originaires de diverses régions du monde. Récemment, les institutions financières japonaises et arabes, parallèlement aux banques américaines et européennes, ont joué un rôle croissant sur le marché¹⁴.

Avec le groupe de direction, les preneurs fermes forment le syndicat de garantie. Le rôle du syndicat de garantie est d'assurer à l'emprunteur qu'il recevra les fonds correspondant à

l'émission quel que soit l'accueil du marché. Au cas où l'émission n'est pas entièrement placée, les preneurs fermes ont l'obligation d'acheter les titres au prorata de leur engagement.

d) Legroupe de placement («selling group»)

Le groupe de placement est composé des banques du syndicat de garantie, auquel se joignent parfois d'autres institutions dont le rôle est uniquement de déplacer auprès des investisseurs finaux les titres qu'elles ont acquis du syndicat. Dans certains cas, cette appellation ne désigne que les banques exerçant le rôle de placement. Ces dernières sont généralement de petites institutions qui font leur début sur le marché euro-obligataire. Elles n'assument aucune portion de la prise ferme et sont rémunérées sur une base de commission. Il est possible qu'une seule institution financière assume les trois rôles de direction, de prise ferme et de placement.

1.4 L'organisation des marchés financiers

Les marchés financiers ont comme mission principale de participer au financement de l'économie, c'est-à-dire d'organiser la rencontre entre les agents à besoin de financement (investissement des entreprises, financement de la dette de l'État) et ceux à capacité de financement (habituellement les ménages). Le marché est un lieu d'échange sur lequel l'épargnant doit pouvoir être assuré de retrouver la liquidité de ses avoirs en cas de nécessité en vendant ses valeurs mobilières.

On distingue habituellement les marchés réglementés des marchés non réglementés mais cependant organisés.

Un marché réglementé est un marché organisé (centralisé) et supervisé par une autorité de contrôle. En France, les marchés réglementés sont gérés par Euronext et sont caractérisés par l'existence d'infrastructures de marché comme :

- une plateforme de négociation (UTP = Universal Trading Platform): elle centralise et transmet l'ordre au marché ;
- une chambre de compensation: elle garantit que les acheteurs seront livrés et les vendeurs payés dans les délais prévus par les règles de fonctionnement du marché. Une chambre de compensation intervient comme une contrepartie centrale qui s'interpose entre le vendeur et l'acheteur ;
- un dépositaire central dont le rôle est d'enregistrer, de conserver et d'assurer l'échange des titres financiers grâce au système de règlement/livraison.

À l'inverse, sur les marchés non réglementés, les échanges sont décentralisés et gérés par des systèmes multilatéraux de négociation (SMN)

Le rôle de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs

L'OICV a été créée en 1983. Ses membres régulent plus de 95 % des marchés mondiaux de valeurs mobilières dans plus de 130 juridictions : les organismes de réglementation des valeurs mobilières des marchés émergents représentent 75 % de ses membres ordinaires.

Les objectifs et principes de l'OICV en matière de réglementation des valeurs mobilières ont été approuvés à la fois par le G20 et le CSF comme normes pertinentes dans ce domaine. Ce sont les principes fondamentaux qui guident l'OICV dans l'élaboration et la mise en œuvre de normes internationalement reconnues et cohérentes en matière de réglementation, de surveillance et d'application. Ils constituent la base de l'évaluation du secteur des valeurs mobilières pour les programmes d'évaluation du secteur financier (FSAP) du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale.

En fournissant une assistance technique, une éducation, une formation et des recherches de haute qualité à ses membres et à d'autres régulateurs, l'OICV cherche à construire des marchés de capitaux mondiaux solides et un cadre réglementaire mondial solide.

L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs est l'organisme international qui rassemble les organismes de réglementation des valeurs mobilières du monde entier et est reconnue comme l'organisme de normalisation mondial pour le secteur des valeurs mobilières. L'OICV élabore, met en œuvre et promeut l'adhésion aux normes internationalement reconnues en matière de réglementation des valeurs mobilières. Il travaille intensivement avec le G20 et le Conseil de stabilité financière (FSB) sur le programme mondial de réforme de la réglementation. Ses **objectifs sont** :

- coopérer à l'élaboration, à la mise en œuvre et à la promotion du respect de normes internationalement reconnues et cohérentes en matière de réglementation, de surveillance et d'application afin de protéger les investisseurs, de maintenir des marchés équitables, efficaces et transparents et de chercher à faire face aux risques systémiques ;
- renforcer la protection des investisseurs et promouvoir la confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés de valeurs mobilières, grâce à un échange d'informations et une coopération renforcés en matière de répression des fautes professionnelles et de surveillance des marchés et des intermédiaires de marché ; et
- échanger des informations aux niveaux mondial et régional sur leurs expériences respectives afin de contribuer au développement des marchés, de renforcer les infrastructures de marché et de mettre en œuvre une réglementation appropriée.

Section 2 : Globalisation financière

La globalisation financière est un processus complexe où se produit l'augmentation des interdépendances entre les marchés et les acteurs financiers du monde entier, en s'appuyant sur les flux de capitaux transfrontaliers et sur l'intégration des marchés.

2.1 Définitions et déterminants

La globalisation financière est le nom donné à des transformations qui ont affecté les principes de fonctionnement de la finance. Ce sont des transformations très profondes qui associent étroitement la libéralisation des systèmes financiers nationaux et l'intégration internationale.¹²

2.1.1 Définitions

Les définitions de la globalisation proposées dans la littérature sont nombreuses. Au sens littéraire, la globalisation représente le processus de transformation des phénomènes locaux ou régionaux dans des phénomènes globaux. Elle reflète un processus qui dure depuis des siècles.

En termes économiques, la globalisation peut être définie comme une croissance de l'intégration des économies et des sociétés au niveau mondial. Elle constitue un processus généré par la compétition et la concurrence entre les principaux pôles du pouvoir économique international, qui inclut tous les aspects de l'univers économique.¹³

Le Fonds Monétaire International définit ce processus comme « *la croissance de l'indépendance économique des pays du monde entier par la croissance du volume et de la variété des transactions transfrontalières qui impliquent des biens et des services, par la libéralisation et l'accélération des flux internationaux des capitaux, ainsi que par une plus ample diffusion de la technologie* »¹⁴.

La globalisation financière peut être définie comme :

- « *le processus de plus en plus poussé de mise en communication des marchés nationaux de capitaux qui conduit à un marché financier mondial en voie d'unification croissante.* » (Henri Bourguinat)¹⁵;

¹² Michel Aglietta (1999) « *La globalisation financière* » Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, p 1

¹³ Cerna, S. (2008), " *Les turbulences sur les marchés financiers internationaux : causes, Conséquences et remèdes,* " dans « *Oeconomica* », No. XVII, Vol. 2, pp. 51-67.

¹⁴ Sahai, R. (2002), *Globalization and the Role of the IMF*, IMF.

¹⁵ Henri Bourguinat, *Finance internationale*, Presses universitaires de France ... 21, no 3, 1992,

- « un processus d'interconnexion des marchés de capitaux aux niveaux national et international, conduisant à l'émergence d'un marché unifié de l'argent à l'échelle planétaire. » (Dominique Plihon)¹⁶ ;

2.2 Déterminants de la globalisation financière

Henri Bourguinat a identifié les « trois D » à l'origine de la globalisation financière : déréglementation, décloisonnement, désintermédiation¹⁷.

La déréglementation désigne le processus **d'assouplissement ou de suppression des réglementations** nationales régissant, et restreignant, la circulation des capitaux (contrôle des changes, encadrement du crédit, etc.). Partie des États-Unis et du Royaume-Uni, elle s'est progressivement étendue à tous les pays industrialisés dans les années 1980.

Le décloisonnement désigne **l'abolition des frontières** segmentant les marchés financiers : segmentation des divers marchés nationaux, d'une part ; mais aussi segmentation, à l'intérieur d'un même pays, entre divers types de marchés financiers : marché monétaire, marché obligataire, marché des changes, marché à terme, etc. Aujourd'hui, les marchés financiers nationaux sont interconnectés, constituant un vaste marché global. Et les différents compartiments du marché financier ont été unifiés, pour créer un marché plus large et profond, accessible à tous les intervenants à la recherche d'instruments de financement, de placement, ou de couverture.

La désintermédiation, enfin, désigne la possibilité offerte aux opérateurs désireux de placer ou d'emprunter des capitaux, d'intervenir directement sur les marchés financiers, sans être obligés de passer par ces intermédiaires financiers traditionnels que sont les banques. C'est-à-dire un recours croissant aux marchés des capitaux **via la titrisation** ;

¹⁶ Dominique Plihon (2016) La globalisation financière, le nouveau capitalisme, page 23à 38.

¹⁷ Henri Bourguinat (1987) Les vertiges de la finance internationale, Économica, 1987