1. Le marché international des capitaux et les gains à l’échange

Les gains pour chaque pays sont d’autant plus élevés que les coûts de transaction sont faibles.

Les banques jouent à ce titre un rôle primordial dans la mesure où l’état du système de paiement – dont elles assurent la gestion – est un déterminant majeur des coûts de transaction.

**Une part importante des transactions internationales porte sur des actifs qui sont échangés entre résidents et non-résidents, le plus souvent par l’intermédiaire des banques.**

1.1 Les trois types de gains à l’échange

Echange de biens et services contre biens et services, échange de biens et services contre actifs, et échange d’actifs.

1.2 L’aversion au risque

Lorsque les individus choisissent de détenir tel ou tel actif, ils prennent leur décision non seulement en fonction de la rentabilité espérée, mais également en fonction du risque qu’ils encourent. Or, la grande majorité des individus préfère les actifs les mois risqués.

Parce qu’ils manifestent de l’aversion au risque, les agents sont prêts à détenir des titres dans plusieurs monnaies différentes.

Si ce portefeuille d’actifs offre un meilleur couple rentabilité/risque. Un portefeuille dont la rentabilité varie peu.

1.3 La diversification de portefeuille à l’origine de l’échange international d’actifs.

Lorsqu’un pays s’ouvre aux échanges internationaux de capitaux, les possibilités de diversification sont plus nombreuses, ce qui permet aux investisseurs de réduire le risque global de leur portefeuille.

Les investissements ne peuvent jamais complètement éliminer le risque, même en ayant recours à des échanges d’actifs au niveau mondial.

1.4 L’éventail des actifs internationaux : dette versus fonds propres

Nombreux actifs peuvent être échangés. On distingue notamment les titres de dette et les titres de propriété.

Les titres de dette, tels que les bons du Trésor, les obligations et les dépôts bancaires.

Les titres de propriété, c’est-à-dire les actions et les parts de sociétés, constituent les fonds propres des entreprises.

Il existe de nombreux titres hybrides qui mêlent certaines caractéristiques des deux types de titres.

La rentabilité réelle des titres de dette dépend toujours du niveau général des prix (et du taux de change.

Les émetteurs peuvent faire défaut. Dans ce cas, la détention des titres de dette peut devenir aussi risquée que la détention d’actions.

1. Les activités bancaires internationales et le marché international des capitaux

2.1 Les acteurs du marché international des capitaux

**Les principaux acteurs du marché international des capitaux sont les banques, les institutions financières non bancaires, les banques centrales, les grandes entreprises et les administrations publiques.**

* Les banques : les banques commerciales sont en charge du système des paiements. Elles servent d’intermédiaires.

Les banques sont impliquées par ailleurs dans de nombreuse autres activités. Exemple d’intermédiaire lors des introductions en Bourse pour en garantir le succès.

Elles développent également une activité lucrative de gestion d’actifs pour le compte des individus et des institutions financières non bancaires.

* Les institutions financières non bancaires. Les sociétés d’assurance, les fonds de pension, les fonds de placement collectifs et les *hedge funds.* Leur activité principale consiste à investir sur le marché des capitaux en achetant des titres.
* Les firmes, surtout les grands groupes multinationaux, financent régulièrement leurs investissements en faisant appel à des capitaux étrangers.
* Les banques centrales détiennent toutes des avoirs en monnaies étrangères et interviennent parfois sur le marché des changes pour soutenir ou infléchir le cours de leur monnaie.
* Les états, les collectivités territoriales et les administrations publiques.

2.2 La croissance du marché international des capitaux

**Les différents de réglementation au niveau international qui ont stimulé les marchés internationaux de capitaux. En effet, de nombreuses banques réalisaient à l’étranger, où les règles étaient plus souples, des activités qu’elles ne pouvaient pas entreprendre dans leurs pays d’origine.**

Les institutions financières innovent pour contourner les contraintes qui pèsent sur elles. Au premier rang de ces contraintes, on trouve la réglementation.

L’abandon du système de changes fixes, au début des années 1970, a par ailleurs rendu possible l’essor des marchés internationaux de capitaux.

Un pays qui fixe son taux de change, tout en autorisant les mouvements de capitaux internationaux, perd le contrôle de sa politique monétaire. Ce « sacrifice » illustre l’impossibilité de combiner les trois éléments suivant :

* Régime de changes fixes.
* Politique monétaire orientée vers des objectifs internes.
* Liberté des mouvements de capitaux internationaux.

**Figure 21.1 Le triangle d’incompatibilité.**

**Les activités financières hors frontières.** Le terme d’activité bancaire hors frontières est utilisé pour décrire les opérations bancaires réalisées en dehors du pays d’origine. L’implantation à l’étranger peut prendre trois formes principales.

* L’ouverture d’une agence à l’étranger.
* L’ouverture d’une succursale à l’étranger.
* La création d’une filiale bancaire à l’étranger.

En Europe, le contrôle par le pays d’origine des succursales d’établissement financiers étrangers et celui des filiales par le pays d’accueil jouent un rôle très important dans l a structuration du marché unique des services financiers.

**Un dépôt hors-frontières est un dépôt bancaire libellé dans une monnaie différente de la monnaie du pays où la banque réside.**

**Le terme d’eurodevises ou d’euromonnaies est souvent employé pour désigner ces dépôts, et l’on parle encore couramment d’eurodollars lorsqu’il s’agit de dépôts en dollars en dehors des Etats-Unis.**

**Le développement du commerce mondial et des sociétés multinationales a fortement contribué au développement de l’activité financière hors frontières.**

L’essor du commerce mondial ne permet toutefois pas, à lui seul, d’expliquer la croissance de l’activité bancaire internationale depuis les années 1960. Cette forte croissance s’explique aussi par le désir des banques d’échapper aux réglementations nationales. **Des facteurs politiques ont également contribué au développement des eurodevises.**

2.3 L’essor du marché des eurodevises

Les eurodollars apparaissent à la fin des années 1950, en réponse aux besoins générés par le volume croissant du commerce international.

Ce développement des eurodollars se poursuit à mesure que les monnaies européennes deviennent convertibles.

Les banques britanniques ont commencé à collecter des dépôts et à octroyer des prêts en dollars. C’est ainsi que Londres est devenue-et reste encore aujourd’hui - la plaque tournante du marché des eurodevises.

Parmi les raisons politiques qui ont contribué au développement des eurodevises, on retrouve la guerre froide entre les Etats-Unis et l’Union soviétique.

Les eurodollars connaissent un nouvel essor dans les années 1960, avec les nouvelles restrictions sur les sorties de capitaux aux Etats-Unis et la nouvelle réglementation bancaire.

La réglementation Q imposée par la réserve fédérale (Fed) au x banques américaines a aussi encouragé le développement des eurodollars dans les années 1960.

Au début des années 1970, avec le passage au x changes flottants, la plupart des pays commencent à supprimer les restrictions sur les mouvements de capitaux transfrontaliers, diminuant dans le même temps l’intérêt des eurodevises.

2.4 Retour sur les différences de réglementation

**De nombreux facteurs expliquent l’essor des eurodevises, mais le facteur le plus important repose sans doute sur les différences de réglementation.** De manière générale, les dépôts en monnaie. A l’inverse, les banques sont beaucoup plus libres dès qu’il s’agit de dépôts en monnaies étrangères qui n’ont pas d’impact sur la politique monétaire nationale.

1. La Régulation de l’activité bancaire internationale

3.1 Les risques de faillite bancaire

Une banque fait faillite lorsqu’elle est incapable de remplir ses obligations envers ses déposants.

L’incapacité de certains emprunteurs à rembourser leurs prêts ou la forte baisse de la valeur des actifs détenus par les banques peut, en effet, les conduire à une situation où il devient impossible de restituer leurs fonds aux déposants.

Une part importante des actifs des banques n’étant pas liquide, une banque tout à fait saine peut très bien se retrouver dans l’incapacité de répondre à des demandes de retraits massifs de la part de ses déposants.

Les faillites bancaires ne se limitent pas aux institutions caractérisées par une mauvaise gestion même si la banque est solvable.

Une rumeur peut parfois suffire à déclencher une faillite.

La fragilité d’un seul suffit à provoquer une véritable réaction en chaîne.

* Le filet de sécurité financière

Pour limiter le risque de propagation – que l’on qualifie de risque systémique – de nombreuses réglementations ont été mises en place.

**Les principales mesures de prévention et de sauvegarde du système, qui composent ce qu’on appelle le filet de sécurité financière, sont les suivantes :**

* **Les réserves obligatoires.**
* **La réglementation prudentielle : fonds propre.**
* **La supervision bancaire.**
* **L’assurance dépôt.**
* **Le prêteur en dernier ressort**. **Les autorités monétaires peuvent apporter leur soutien à une banque en difficulté sous forme de prêts exceptionnels. Le plus souvent, c’est la banque centrale.**
* Risque systémique et risque moral

L’assurance dépôt, tout comme l’intervention du PDR, porte en elle le germe d’un risque moral. Elle incite en effet les banques à prendre davantage de risques. Les déposants se sachant assurés ne se sont pas méfiés.

L’idéal serait que le PDR conditionne son intervention à l’existence d’une bonne gestion des actifs au sein de la banque.

Intervenir uniquement dans le cas de banques illiquides et de laisser les banques insolvables faire faillite.

Cette règle se heurte toutefois à deux problèmes. Il est d’abord particulièrement difficile de distinguer entre des banques illiquides et insolvables. Ensuite, plus problématique encore, les autorités ne peuvent se résoudre à laisser une grande banque faire faillite, le coût pour le système bancaire serait trop élevé.

3.2 Les difficultés liées à la régulation de l’activité bancaire internationale

* Il n’existe pas d’assurance dépôt au niveau international
* Certains pays profitent des différences de réglementations pour attirer les banques Internationales
* La supervision des banques se complique avec l’internationalisation des marchés
* Il y a toujours une incertitude quant à la banque centrale qui doit intervenir en tant que PDR pour apporter des liquidités à une eurobanque en difficultés

3.3 La coopération réglementation internationale

**L’internationalisation de l’activité bancaire réduit l’efficacité de la supervision et des réglementations nationales**, et elle rend absolument nécessaire la mise en place de nouvelles mesures de sauvegardé.

**Pour répondre à cette menace, les banques centrales de onze pays industrialisés ont mis en place,** **en 1974,** **le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire**, **qui se réunit sous l’égide de la banque des règlements internationaux et dont le rôle est d’obtenir « une meilleure coordination de la surveillance exercée par les autorités nationales sur le système bancaire international ».**

**En 1988, le Comité de Bâle propose que toutes les banques respectent un ratio minimum de capital. Ce ratio, le ratio Cooke, prévoit que les banques détiennent sous forme de fonds propres et de quasi-fonds propres un montant équivalent à 8% de leurs engagements pondérés selon la nature de l’emprunteur.**

Le système de pondération initial à toutefois fait l’objet de nombreuses critiques : il ne portait, par exemple, que sur le risque de crédit. Une nouvelle réforme a donc été engagée (accord de Bâle II du 26 juin 2004). A partir de la fin 2006, le ratio Cooke a été remplacé progressivement par un dispositif plus élaboré de couverture du risque crédit, du risque de marché et du risque opérationnel.

Un autre chantier important pour le Comité de Bâle concerne les économies émergentes. Ces pays (Brésil, Mexique, Indonésie, Thaïlande…) ont rapidement libéralisé leur secteur financier et reçu des flux d’investissement très importants à partir des années 1990.

En 1997, le Comité de Bâle a édicté, en coordination avec les représentants de nombreux pays en développement, vingt-cinq règles essentielles concernant l’agrément des banques, les méthodes de supervision, les obligations de rapportage qui doivent être imposées aux banques, ainsi que l’activité bancaire transfrontière.

Le développement des institutions financières non bancaires, l’essor de la titrisation (opération qui consiste à transformer des actifs bancaires initialement non négociables – les plus souvent des crédits – en titres librement échangeables sur un marché), des marchés dérivés constituent enfin de nouveaux défis pour les autorités monétaires.

La quasi-faillite du fonds spéculatif Long Term Capital Management (LTCM) en 1998, tout comme la crise financière qui a débuté durant l’été 2007 illustre bien ces difficultés.

**Encadré 21.1 : La quasi-faillite de LTCM et La crise des subprimes et la faillite de Lehman Brother**

1. Les performances du marché international des capitaux en question

4.1 L’ampleur de la diversification internationale de portefeuille

Il est difficile de mesurer l’ampleur de la diversification internationale de portefeuille.

Les pays ont supprimé un certain nombre de barrières restreignant les transactions réalisées par des étrangers, les marchés boursiers du monde entier développent davantage de liens, les grandes entreprises émettent davantage de titres sur les marchés étrangers, etc.

**Si les portefeuilles des investisseurs étaient parfaitement diversifiés, ils seraient en mesure de refléter le poids de chaque pays.**

Le tableau 21.1 montre, pour quelques pays industrialisés, l’évolution des avoirs et engagements bruts à l’égard de l’étranger en pourcentage de leur PIB sur deux décennies.

Tableau 21.1 : Valeur des avoirs et des engagements bruts à l’égard du reste du monde pour une sélection de pays industrialisés (en pourcentage du PIB)

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  | **1983** | **1993** | **2004** |
| France | Avoirs  Engagements | 40  45 | 69  78 | 210  205 |
| Allemagne | Avoirs  Engagements | 38  31 | 66  55 | 167  159 |
| Italie | Avoirs  Engagements | 23  27 | 43  54 | 103  120 |
| Royaume-Uni | Avoirs  Engagements | 152  136 | 208  203 | 356  369 |
| Etats Unis | Avoirs  Engagement | 29  25 | 45  49 | 87  107 |

4.2 L’ampleur des échanges intertemporels

Figure 21.2, **le taux d’investissement et le taux d’épargne sont très proches pour de nombreux pays. Cette corrélation positive semble indiquer que la mobilité internationale du capital est faible**. Le marché international des capitaux ne permettrait donc pas aux pays d’accéder aux gains liés aux échanges intertemporels de capitaux avec l’étranger.

4.3 Les différentiels de taux d’intérêt intérieur et hors frontières

**Si le marché international des capitaux véhicule correctement les informations relatives aux opportunités d’investissement dans le monde, ces taux d’intérêt devraient être proches.**

4.4 L’efficience du marché des changes

Il est possible d’évaluer dans quelle mesure les signaux véhiculés par les marchés reflètent toute l’information disponible au travers de trois tests fondés.

* La parité des taux d’intérêt :

Nous permet de déterminer dans quelle mesure l’évolution du taux de change reflète l’ensemble des informations disponibles. Cette relation de parité est vérifiée lorsque la différence entre deux taux d’intérêt sur des dépôts, dans deux monnaies différentes, permet de déterminer quelle sera la variation de taux de change sur la période.

On note *R,* le taux d’intérêt sur les dépôts en monnaie domestique, *R\*,* le taux d’intérêt sur les dépôts en monnaie étrangère, *E,* le taux de change à l’incertain, et *Eet+1* l’anticipation de taux de change, la condition de PTI s’écrit :

*R1 – R\*t = (Eet+1 – E1)/E1*

Puisque le différentiel de taux d’intérêt représente notre anticipation de variation du taux de change, la comparaison de cette prévision de cette prévision avec la variation réellement observée doit nous renseigner sur la capacité du marché à utiliser l’information disponible.Dans l’ensemble, **le différentiel de taux d’intérêt est un mauvais prédicteur des variations du taux de change**. Non seulement il ne permet pas de prévoir l’ampleur des variations de taux de change à venir mais, pire encore, il échoue à prévoir le sens de ces variations.

Notons Et+1 la réalisation future du taux de change que les individus cherchent à anticiper ; l’erreur de prévision *ut+1* correspond donc à l’écart entre la variation de taux de change réalisée et sa prévision :

*Ut+1 =(Et+1 – Et)/Et-(Eet+1-Et)/Et*

*Ut+1 =(Et+1 – Et)/Et - (Rt – R\*t)*

Si le marché utilise toute l’information disponible, l’erreur de prévision ne devrait pas être corrélée avec les informations disponibles au moment où la prévision est effectuée.

La plus part des études économétriques indiquent que l’erreur de prévision est en fait prévisible ; en particulier, les erreurs de prévision passées permettent de prévoir les erreurs de prévision futures.

* Le rôle des primes de risque :

**Le différentiel de taux d’intérêt doit alors refléter l’anticipation de variation du taux de change, augmentée de la prime de risque** :

*R1 – R\*t = (Eet+1 – Et)/Et + pt*

**Il est donc difficile de savoir si les marchés ignorent un certain nombre d’informations ou si la prime de risque est mal modélisée**. La seconde hypothèse semble la plus probable, tant les agents sont incités à profiter des informations disponibles.

* La volatilité excessive :

**L’idée est que les taux de change réagissent de manière excessive à des modifications de l’offre de monnaie, de la production. Autrement dit, le marché des changes transmettrait des informations confuses aux investisseurs.**

Il est, difficile de prendre en compte toutes les variables susceptibles d’influencer la situation économique future.