Institutional Repository - Research Portal
Dépôt Institutionnel - Portail de la Recherche
researchportal.unamur.be
University of Namur

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES ÉCONOMIQUES

La convertibilité dans les faits : le marché des euro-devises et des euro-émissions

Schoenmaeckers, Paul

Award date:
1969

Awarding institution:
Universite de Namur

Link to publication

General rights
Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy
If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 02. May. 2026

Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix - Namur

Faculté des Sciences Economiques et Sociales
Année académique 1968-1969

LA CONVERTIBILITÉ DANS LES FAITS : LE MARCHÉ DES EURO-DEVISES ET DES EURO-ÉMISSIONS

Paul SCHOENMAECKERS

Mémoire présenté en vue de l'obtention
du grade de Licencié en Sciences Economiques et Sociales

Jury du Mémoire :
Jacques de Groote
Emile Quevrin

Je suis heureux de pouvoir exprimer ma gratitude et ma reconnaissance à Monsieur de GROOTE, mon professeur. Au cours de cette année, il manifesta le souci constant, non seulement de m'aider dans toute la mesure du possible à mener à bien ce mémoire, mais aussi de m'introduire progressivement dans les milieux professionnels vers lesquels ma formation et mes préférences me dirigeaient plus particulièrement. L'intérêt qu'il porta à la préparation et à la rédaction de cette étude ainsi que ses encouragements furent pour moi le plus précieux des soutiens.

Ma gratitude va aussi à Monsieur QUEVRIN, directeur à la Compagnie Lambert pour le Commerce et l'Industrie et mon professeur durant deux années, dont les nombreux conseils contribuèrent à donner à cette étude son aspect définitif.

Je tiens, en outre, à remercier la Kredietbank S.A. Luxembourgeoise en la personne de son directeur, Monsieur DUVIEUSART. Durant plusieurs jours, j'eus l'occasion, grâce à son amabilité, de me familiariser avec les opérations financières dont la description des mécanismes constitue une partie importante de ce travail.

Le cordial intérêt qu'il manifesta à l'égard de mes préoccupations, ainsi d'ailleurs que d'autres membres de la direction parmi lesquels Messieurs COUSSEMENT, directeur-adjoint, et CHEVASSUT, sous-directeur, fut un élément d'encouragement très appréciable. En acceptant d'annoter le manuscrit que je leur soumis et en me suggérant certaines modifications ou corrections, ils améliorèrent tant ma compréhension des mécanismes que la description de ceux-ci.

Je tiens particulièrement à joindre à ces remerciements, Messieurs DELACAVE, Manager de la First National City Bank à Genève, JANSSEN, administrateur de la Société Générale de Banque à Bruxelles, et RUHL, directeur à la Banque Lambert à Bruxelles, d'avoir bien voulu me faire leurs remarques sur un texte provisoire de cette étude. Leur compétence et leurs qualités professionnelles firent de leurs suggestions des éléments d'importance primordiale dans l'amélioration de cette étude. Je dois aussi à Monsieur MOZER, de la Banque de Paris et des Pays-Bas à Genève, de très utiles éléments d'information et recommandations dont j'ai tiré le plus grand profit.

Je citerai enfin, en leur exprimant toute ma gratitude, le Baron von SCHOEN, directeur à la Bayerische Vereinzbank à Munich, le Comte PUCKLER, directeur à la Berliner Handelsgesellschaft à Francfort, le Docteur WOLFF, directeur à l'Allianz Versicherung à Munich, Monsieur CATTIER, Partner de White Weld and Co à Zürich, le Docteur SWOBODA, professeur à l'Institut des Hautes Etudes Internationales à Genève, Monsieur SALVAY, directeur de White Weld and Co à Genève, Monsieur CHANDLER, directeur à la Morgan

Guaranty Trust Company à Bruxelles, Monsieur D'HAEZE, directeur général du Ministère des Finances, Monsieur de BARSY, président de la Commission Bancaire, Monsieur GELDERS, directeur à la Commission Bancaire, le Professeur MERTENS de WILMARS, conseiller financier à la Banque Nationale de Belgique, Monsieur van den BRANDEN, directeur à la Banque Nationale de Belgique, Monsieur SARMET, membre de la commission monétaire de la C.E.E., Monsieur BAYOT, directeur à la Société Générale de Banque, Monsieur GROSFILS, directeur à la Banque de Bruxelles, Monsieur van der BECK, directeur à la Kredietbank et Monsieur LADRIERE, directeur de la Brubanque. Tous eurent l'amabilité, malgré les exigences de leurs fonctions, de bien vouloir m'accorder des entretiens qui, dans chaque cas, me firent découvrir des aspects nouveaux de l'activité financière et qui plus d'une fois m'inspirèrent de nouveaux thèmes de réflexion.

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE

PARTIE I : LE MARCHE DES EURO-DEVISES

INTRODUCTION

CHAPITRE 1: ASPECTS INSTITUTIONNELS ET IMPLICATIONS DU MARCHE DES EURO-DEVISES

Section 1. Définition du marché des euro-devises.
Section 2. Origines et développement du marché des euro-devises.
Section 3. Caractéristiques du marché de l'euro-dollar.
Section 4. Evolution du marché de l'euro-dollar.
Section 5. Aspects monétaires du marché de l'euro-dollar.
Section 6. Le marché de l'euro-dollar et la balance des paiements américaine.

CHAPITRE 2: LE MARCHE DES EURO-DEVISES ET LE SYSTEME DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Section 1. Le marché de l'euro-dollar et la notion de convertibilité.
Section 2. Le marché de l'euro-dollar et le volume des liquidités internationales.

CONCLUSION

PARTIE II : LE MARCHE DES EURO-EMISSIONS

INTRODUCTION

CHAPITRE 3: ASPECTS INSTITUTIONNELS ET IMPLICATIONS DU MARCHE DES EURO-EMISSIONS

Section 1. Définition du marché des euro-émissions.
Section 2. Origines et développement du marché des euro-émissions.
Section 3. Caractéristiques du marché des euro-émissions.
Section 4. Problèmes posés par l'existence du marché des euro-émissions.

CHAPITRE 4: LE MARCHE DES EURO-EMISSIONS ET L'INTEGRATION DES MARCHES FINANCIERS EUROPEENS.

Section 1. Marché financier, intégration et efficacité.
Section 2. Faiblesses des marchés financiers européens et intégration.
Section 3. Le marché des euro-émissions et l'intégration financière européenne.

CONCLUSION

CONCLUSION GENERALE

INTRODUCTION GENERALE.

La théorie économique fait une large place aux mécanismes qui assurent la libre convertibilité des monnaies, aux exigences et aux implications de celle-ci. Les études les plus récentes en la matière s'attachent particulièrement à l'examen des effets des mouvements de capitaux qui résultent de la liberté sur le marché des changes.

On peut distinguer ces études selon la méthode d'investigation adoptée. Les unes se caractérisent par une méthode d'analyse formelle tandis que d'autres relèvent d'une analyse empirique. Il convient de souligner l'aspect complémentaire de ces deux méthodes d'investigation, particulièrement dans les domaines où l'analyse formelle ne repose pas encore sur des bases bien établies. Dans ce cas, une analyse correcte des faits et une description précise des mécanismes tels qu'ils se manifestent concrètement permettent de faire progresser la théorie économique en fournissant les éléments de base de l'analyse formelle. A cet égard, on peut citer les propos récents d'un célèbre économiste (1) : " Une grande adresse mathématique entre dans l'établissement et la solution de tels problèmes hypothétiques (2) ; mais dans quelle mesure des spéculations théoriques plus poussées dans ces directions favorisent-elles notre compréhension de ce qu'est la croissance économique ? Au mieux l'apport sera marginal. Malheu-

(1) W. Leontief, professeur d'économie, Harvard University.
(2) L'auteur se réfère ici à l'établissement de modèles de croissance.

reusement, cela donne l'impression d'un progrès scientifique alors qu'en fait il n'y en a aucun. La faute ne réside pas dans les techniques mathématiques, mais plutôt dans leur implémentation. Où en serait la physique moderne si on n'avait tenté, disons depuis l'époque de Maxwell, de la développer en tant que discipline purement mathématique, sans recours, ou seulement dans une mesure limitée, à l'observation systématique des faits."

J'ai choisi, tant par inclination personnelle que par souci de contribuer quelque peu à une meilleure compréhension des développements actuels en matière monétaire et financière, de m'attacher, au cours de cette étude, aux manifestations récentes de la libre convertibilité. Celle-ci s'exprime concrètement dans l'apparition et le développement de deux marchés internationaux, un marché monétaire, celui des euro-devises, et un marché financier, celui des euro-émissions. Ce n'est pas la seule raison pour laquelle j'ai cru nécessaire d'étudier conjointement ces deux marchés. En effet, ceux-ci revètent à de nombreux égards des caractéristiques semblables. De plus, la distinction

entre actif monétaire et non-monétaire est relativement imprécise et explique qu'ils soient fréquemment confondus sous l'appelation générale de marché de l'euro-dollar. Cette confusion peut s'expliquer par le fait que le dollar est la monnaie la plus souvent utilisée sur l'un comme sur l'autre marché. Elle est toutefois regrettable car les implications du marché monétaire, celui des euro-devises, sont très différentes de celles du marché financier, celui des euro-émissions. Enfin, l'étude conjointe de ces deux marchés se justifie par le fait qu'ils constituent les deux compartiments d'un marché international privé où interviennent dans la plupart des cas les mêmes agents économiques.

PARTIE I.

LE MARCHE DES EURO - DEVISES.

INTRODUCTION.

Quoique le marché des euro-devises ne soit pas de création toute récente, on constate qu'il est à l'origine de nombreuses incompréhensions et qu'il est encore l'objet de préjugés tenaces. Le fait qu'il soit en constante évolution explique en partie ces attitudes à son égard. Aussi est-il important d'en décrire correctement les mécanismes et d'en analyser les implications, d'autant plus que sa dimension actuelle en fait une pièce maîtresse du système monétaire international. Ce fait explique que l'on s'attachera longuement, au cours du premier chapitre, à la description des aspects institutionnels et aux implications de celui-ci, en particulier dans le domaine monétaire et dans celui de l'équilibre des balances des paiements. Au cours du deuxième chapitre, on situera brièvement le marché des euro-devises dans le contexte plus vaste du système actuel des paiements internationaux.

Avant d'aborder le premier chapitre, il est utile de souligner qu'à de nombreuses reprises il est fait mention du marché de l'euro-dollar et non du marché des euro-devises. Bien que l'on trouve une explication à ce sujet au début du premier chapitre, on fera déjà remarquer ici que le dollar est la devise la plus souvent utilisée sur l'euro-marché. Par conséquent, nombreux sont les aspects ou les implications du marché des euro-devises qui résultent directement de l'emploi généralisé du dollar. Dans la plupart des cas, les raisonnements qui concernent les aspects ou les implications du marché de l'euro-dollar peuvent s'appliquer mutatis mutandis au marché des autres euro-devises.

CHAPITRE I. ASPECTS INSTITUTIONNELS ET IMPLICATIONS DU MARCHE DES EURO-DEVISES.

Section 1. Définition du marché des euro-devises.

1. Parmi les nombreuses définitions du marché des euro-devises, on s'inspirera, en la généralisant, de celle de F. Klopstock (1). On peut ainsi définir le marché des euro-devises comme "le marché constitué par des institutions bancaires étrangères qui acceptent et placent des balances en devises, déposées initialement dans une banque située dans le pays d'émission (2)".

Pour préciser cette définition, on s'attachera au cas particulier du marché de l'euro-dollar, en amendant la définition de la Banque des Règlements Internationaux et en décrivant comme suit l'activité de ce marché:" Des institutions bancaires, américaines ou non, exerçant leur activité en dehors des Etats-Unis, se procurent des dollars, principalement en collectant des dépôts libellés en cette monnaie, mais aussi, dans une certaine mesure, en convertissant en dollars d'autres devises, soit pour les redéposer dans d'autres banques, soit pour les prêter à des emprunteurs finaux dans presque toutes les régions du monde (3).

---

(1) F. Klopstock, The Euro-dollar market: Some unresolved issues, Essays in international finance, nr 65, march 1968, p.7 - A. Swoboda, The Euro-dollar market: An interpretation, Essays in international finance, february 1969, p.1-0. Altman, Foreign markets for dollars, sterling and other currencies, I.M.F. Staff papers, vol VII, n°3, december 1961, p.313 - Banque des règlements Internationaux, 36e rapport, p. 190. (2) Il s'agit principalement du dollar, de la livre sterling, du deutsche mark, du franc français, du florin, du franc belge, du franc suisse et de la couronne suédoise. (3) Banque des Règlements internationaux, 36e rapport, p.190.

2. A peine énoncée, la définition du marché de l'euro-dollar soulève deux questions : pourquoi définir le marché de l'euro-dollar au lieu de simplement définir l'euro-dollar ? Pourquoi le préfixe "euro", alors que la définition ne limite pas le marché aux pays européens ?

3. Les motifs qui expliquent que l'on définisse le marché de l'euro-dollar et non l'euro-dollar lui-même tiennent au fait que l'euro-dollar n'est pas un dollar de type particulier. En effet, toutes les balances en dollars, qu'elles soient ou non détenues en dehors des Etats-Unis, sont au point de départ des engagements de banques américaines situées aux Etats-Unis. Ces balances en dollars peuvent être détenues soit par des résidents, soit par des non-résidents américains. Dans le cas où celles-ci sont détenues aux Etats-Unis par des résidents ou des non-résidents, elles s'intègrent dans le système monétaire américain. Mais, les détenteurs de balances en dollars peuvent aussi les déposer en dehors des Etats-Unis. Cet engagement d'une banque américaine détenu en dehors des Etas-Unis constitue alors un élément potentiel du marché de l'euro-dollar. Il ne s'y intégrera que s'il est négocié en dehors des Etas-Unis. Si le dépôt en dollar n'est ni négocié, ni destiné à être négocié en dehors du marché américain, il n'est pas constitutif du marché de l'euro-dollar; il n'est qu'une créance à court terme d'un organisme monétaire non américain sur les Etats-Unis. L'euro-dollar n'existe donc pas. On ne prête ni n'emprunte de l'euro-dollar. On se procure du dollar pour le placer sur le marché de l'euro-dollar ou on emprunte du dollar sur le marché de l'euro-dollar (1).

---

(1) P.André, Un phénomène monétaire international : Le marché des euro-monnaies, Bruxelles, 1965.

4. Quant au préfixe "euro", il résulte de circonstances historiques et de circonstances de fait (1). Le marché a trouvé son origine historique en Europe et particulièrement à Londres quand certaines banques décidèrent d'affecter directement leurs balances en dollars au financement des importations de leur clientèle et commencèrent à négocier entre elles leurs dépôts en dollars. D'autre part, l'existence de Londres comme plaque tournante du marché, la présence de la Suisse qui reste un important refuge de capitaux et le développement du marché des euro-obligations et ses relations avec celui de l'euro-dollar, expliquent que le marché soit dans une large mesure centré en Europe (2).

Le marché de l'euro-dollar n'est cependant pas exclusivement européen; des banques canadiennes, libanaises et japonaises y jouent un rôle très actif. C'est donc en prenant la partie pour le tout que l'on désigne ce marché international des dépôts en dollar comme le marché de l'euro-dollar. Actuellement le qualificatif "euro" s'attache à toute monnaie convertible négociée dans un pays dont cette monnaie n'est pas originaire (3).

---

(1) "In spite of its name, the euro-dollar market is not essentially a european affair. It is simply a mechanism which attracts dollars held on deposit with American banks into more remunerative employment elsewhere, often in financing international trade but sometimes in connection with domestic activities in other countries. These deposits may be owned by Americans or foreigners and they may be given work almost anywhere. Only in the sense that the great bulk of the traffic is handled in European centers can it be said to be "euro" in charachter." Financial Times, 6-7-1962.
(2) P. Einzig, The Euro-dollar System, Mc Millan and Co, London, 1964, Règlements Internationaux, op.cit. 1964, p.163- W. Makowski, The Euro-dollar market : Methods and prospects, The challenge of international finance, Mc Graw Hill Book Cy, New-York, 1966, p.171 - O. Altman, Canadian markets for U.S. dollars, I.M.F. staff papers, n° 3, november 1963, pp.297 et ss. (3) P. Einzig, The Euro-dollar system, op.cit., p.1.; O.Altman, Euro-dollars, Finance and development, n° 1, march 1967, p.10.

Section 2. Origines et développement du marché des euro-devises.

Paragraphe 1. Origines du marché des euro-devises.

L'origine du marché des euro-dollars doit être distinguée de celle des autres euro-devises. En effet, le marché des euro-dollars résulte historiquement de la position dominante du dollar dans l'économie nationale tandis que celui des autres euro-devises doit son apparition aux inégalités de traitement auxquelles elles sont soumises dans les différents pays européens (1). Par souci de simplification, les euro-devises, à l'exclusion des euro-dollars, seront qualifiées d'euro-monnaies.

a. Origines du marché des euro-monnaies.

Dans son trente quatrième rapport annuel, la Banque des Règlements Internationaux indique les règlementations et mesures de contrôle bancaire en vigueur dans plusieurs pays européens qui ont amené les banques européennes à développer leurs opérations sur le marché des euro-monnaies. Citons d'abord l'interdiction de rémunérer des dépôts de non-résidents constitués dans la monnaie du pays dépositaire. Cette interdiction incite les banquiers de ce pays à placer des dépôts à l'étranger et d'autres banquiers à les y accepter. Ces opérations permettent ainsi de satisfaire une clientèle, qui pour une raison ou une autre désire détenir des avoirs liquides en une telle devise

(1) La nature du mécanisme du marché des euro-dollars et autres euro-devises est identique, à savoir que ce mécanisme résulte directement de la libre convertibilité des monnaies.

et obtenir de la sorte la rémunération de ses avoirs (1).

C'est ainsi, par exemple, qu'en Suisse et en Allemagne, les dépôts de non-résidents en monnaie nationale et en devise ne sont pas rémunérés. Ces mesures sont le plus souvent dictées par des impératifs de politique anti- inflatoire, c'est en particulier le cas en Suisse, soit pour décourager l'afflux de capitaux étrangers comme c'est le cas en Allemagne (2). Ces mesures incitent par conséquent les non-résidents à placer leurs avoirs en certaines monnaies étrangères en dehors du marché national émetteur de ces monnaies. L'ensemble de ces balances en monnaies étrangères détenues par des non-résidents et déposées dans des pays tiers au pays d'émission constituent de la sorte la base du marché des euro-monnaies. De même les mesures prises en Angleterre en 1967, consistant à restreindre les prêts en sterling aux non-résidents, ont incité les "overseas bank"et les maisons d'acceptation de Londres à développer leurs opérations sur monnaies étrangères, de même qu'apparaissait en même temps le marché de l'euro-sterling centré à Paris.

2. L'analyse de ces quelques exemples nous fait prendre conscience de deux réalités distinctes. La première

(1) P. André, op.cit., pp.17-18 - C. Martenson, The euro-dollar market, The Bankers publishing company, p.50 - O. Altman, Recent Developments, op.cit., pp.493-494. - W. Makowski, op.cit., pp.175-177, M. Gilbert, The Euro-currency market, pp.16-17, - P.Einzig, The Euro-dollar System, op. cit., p.51. (2) Le "gentlemen's agreement" conclu en août 1960 entre la Banque nationale suisse et les banques commerciales et les mesures prises par la Bundesbank au début de 1964.

réside dans la liberté générale accordée aux banques dans le domaine des opérations de change et des transferts de capitaux; la seconde apparaît dans les mesures restrictives prises par les autorités nationales et affectant les opérations étrangères des banques. Sur base de ces deux réalités, apparemment contradictoires, est apparu l'euro-marché. Ce sont, en effet, certaines mesures restrictives affectant les opérations étrangères des banques qui expliquent et justifient ces mouvements de fonds. Ceux-ci, bien qu'autorisés par une liberté générale sur le marché des changes ne seraient pas apparus, dans leur ampleur actuelle, sans de telles restrictions.

b. Origines du marché de l'euro-dollar.

1. Plusieurs hypothèses ont été émises quant à l'origine du marché de l'euro-dollar. Parmi celles le plus souvent citées, nous retrouvons l'initiative prises par certaines banques européennes, au cours des années 1954-1955, de collecter des dépôts en dollars en les rémunérant avantageusement par rapport aux actifs américains et de consentir à leur clientèle des avances en dollars à des conditions de coût plus bassesque les crédits d'acceptation obtenus aux Etats-Unis (1).

Sans négliger, cependant, cet aspect, d'autres font coïncider l'apparition du marché de l'euro-dollar avec l'apparition des dépôts effectués en 1957, par les pays

(1) A.Holmes & F.Klopstock, The market for dollar deposits in Europe, in : Monthly Review, Federal Reserve Bank of New-York, nr 11, nov. 1968, pp.197-198., - P. André, op. cit., p.13, - W. Makowski, op.cit., p.169. - C. Martenson, op.cit. p.12 - E. Bloch, Euro-dollars : An emerging international money market, Devine institute of finance, april 1966.

communistes de l'Est européen dans des banques londoniennes. Ces dépôts alimentèrent substantiellement le marché et, selon cette interprétation, l'amorcèrent véritablement.

2. En réalité, le mécanisme du marché des euro-dollars est essentiellement un mécanisme bancaire. Dès lors que l'on appréhende dans les faits un tel mécanisme, à savoir la négociation de dépôts en dollars entre banques situées hors des Etats-Unis, on peut en conclure que le marché de l'euro-dollar est né, si ce mécanisme se retrouve au cours des périodes suivantes. L'aspect de l'alimentation du marché revêt une importance secondaire; bien qu'il soit acquis que les apports en dollars en provenance des pays de l'Est et déposés dans les banques londoniennes aient gonflé soudainement le marché, il n'en reste pas moins que les mécanismes du marché existaient depuis quelques années déjà ainsi que l'explique H. Ruhl :

"Pour financer les importations en Europe de produits américains, les banques européennes recouraient au crédit d'acceptation de leurs correspondants des Etats-Unis. Le coût de ce crédit comprenait le taux de négociation des acceptations bancaires et la commission d'acceptation.

En 1954-1955, des banques d'Europe continentale s'avisèrent qu'elles pourraient financer les importations de leur clientèle en "empruntant" du dollar en Europe à un taux supérieur au taux de négociation des acceptations bancaires à New-York mais inférieur au coût total du crédit d'acceptation de leurs correspondants. Autrement dit, ces banques "jouèrent" sur la commission d'acceptation des banques américaines (qui était à l'époque de 1 à 1,5% pour être portée uniformément à 1,5% peu après) et attirèrent des dépôts en dollars en offrant à des banques, institutions ou sociétés européennes une rémunération supérieure à celle qu'elle pouvaient obtenir à New-York notamment par l'achat d'accepta-

(1) H. Ruhl, Les Euro-devises, supplément de l'AGEFI, 26-10-64.

tions bancaires.
Ces dépôts en dollars permirent aux banques européennes de consentir à leurs clients importateurs des avances en dollars, qui remplacèrent les crédits d'acceptation classiques.
L'euro-dollar était né. Il allait prendre de plus en plus d'extension et trouver de plus en plus d'emplois".

Ces quelques lignes font clairement apparaître la spécificité du mécanisme du marché et confirme dans l'opinion que la caractéristique fondamentale de celui-ci n'est pas sa dimension mais bien la négociation et l'utilisation finale de dépôts en dollars par des banques situées hors des Etats-Unis.

Il semble donc que l'on peut situer les origines du marché des euro-dollars vers les années 1954-1955, années au cours desquelles commencèrent à se négocier entre banques situées hors des Etats-Unis des dépôts en dollars destinés à trouver leur affectation finale dans le financement du commerce extérieur de la clientèle de ces banques.

Paragraphe 2. Dimension du marché des euro-devises.

a. Dimension du marché de l'euro-dollar.

1. "It is obvious that the size of the euro-dollar market can be nothing but a guess, perhaps a very wild guess (1)." Cette citation d'O. Altman souligne le caractère très aléatoire des statistiques portant sur le marché de l'euro-dollar et celui des euro-monnaies. Cette imprécision n'empêche toutefois pas de constater que le marché s'est développé à un rythme élevé. Même si une incertitude subsiste quant au montant absolu du marché, les taux de croissance

(1) O. Altman, Foreign markets for dollars, sterling and other currencies, I.M.F staff papers, vol.VIII n°3, déc.1961, p. 328.

dégagés correspondent probablement à la réalité, les statistiques ayant été collectées selon les mêmes méthodes au cours des années.

Avant d'en arriver à l'estimation du marché, il est utile de rappeler les difficultés statistiques soulevées par le marché de l'euro-dollar (1). L'euro-dollar, on l'a vu, n'existe pas en lui-même, seul existe le marché de l'euro-dollar, c'est-à-dire l'emprunt et le prêt de dépôts en dollars situés hors des Etats-Unis. Ainsi apparait une première difficulté statistique importante: un dépôt en dollar dans une banque située hors des Etats-Unis n'est intégré au marché de l'euro-dollar que s'il est négocié ou destiné à être négocié hors du marché américain; or cette "intention" n'apparait dans aucune statistique. Ce problème loin d'être un problème purement conceptuel se pose aux banquiers eux-mêmes. En effet, ceux-ci, lorsqu'ils tiennent une comptabilité distincte d'opérations courantes en dollars et d'opérations sur le marché de l'euro-dollar, hésitent parfois sur la nature de leurs opérations. Cette première difficulté mène à ne pas considérer comme constitutifs du marché de l'euro-dollar tous les engagements et avoirs en dollars des banques situées hors des Etats-Unis. Si par exemple, une banque tire sur des ouvertures de crédit consenties par ses correspondants aux Etats-Unis, ou si elle place des dollars sur le marché monétaire américain, il ne s'agit pas là d'opérations relevant du marché de l'euro-dollar. La plupart des situations de fait sont toutefois loin de présenter des caractéristiques permettant un classement aussi précis.

Une seconde difficulté réside dans le problème statistique du double comptage ainsi que l'exemple suivant le fait apparaître: une firme d'import-export détient un dépôt de $ 100 dans une banque belge X qui le prête à une banque italienne Y qui le prête à un client B qui l'emploie pour s'acquitter de sa dette vis-à-vis d'une firme américaine C située aux Etats-Unis. Ce schéma pourrait encore

(1) O. Altman, Foreign markets for dollars, sterling and other currencies, I.M.F. staff papers, vol.VIIIn°3,dec. 1961, p. 328.

être compliqué. Que nous montre-il ? Deux banques sont dans le circuit, ayant chacune des engagements et des avoirs en dollars, alors qu'il n'y a qu'un dépôt initial en dollars et un emprunt final en dollars. Le dépôt initial est constitutif du marché de l'euro-dollar, car par hypothèse, nous savons qu'il sera négocié, mais l'emprunt final en éteint cette qualité. En effet, ce dépôt en dollars réintègre le système monétaire des Etats-Unis. En supposant que l'on ne dispose que des statistiques bancaires et que ce soient là les seules opérations sur le marché de l'euro-dollar on aurait :

Pays	Dollars U.S.	
	Engagements	Avoirs
Belgique	100	100
Italie	100	100
Total	200	200

Cet exemple indique clairement le problème statistique du double comptage. Théoriquement, ce problème pourrait se résoudre de deux manières :

- en disposant des statistiques concernant le dépôt initial du dollar dans un banque située hors des Etats-Unis. Même si l'on en disposait, on ne pourrait encore certifier que ce dépôt s'intègre au marché de l'euro-dollar que si l'on est certain qu'il sera négocié comme tel. En effet, ces dollars pourraient très bien être cédés par la banque commerciale à la banque centrale qui pourrait elle-même soit le détenir dans ses réserves, soit le convertir en or auprès des autorités américaines.
- en calculant le montant net des dépôts en dollars, c'est-à-dire, en soustrayant les engagements en dollars des avoirs en dollars, la somme de ces montants nets donnant le volume du marché de l'euro-dollar.

Pratiquement ni l'une ni l'autre de ces solutions n'est réalisable, car l'on ne dispose pas de statistiques des dépôts initiaux en dollars tandis que la seconde solution présente de nombreuses difficultés d'ordre conceptuel. Ces incertitudes imposent une certaine prudence dans des comparaisons éventuelles avec d'autres grandeurs économiques. De toute manière, le rythme de croissance de ce marché importe plus que sa dimension absolue.

Les données chiffrées concernant le marché des euro-dollars citées ci-après proviennent du 38e rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, les données de l'année 1964 provenant d'un rapport antérieur. Ces données concernant huit pays industriels d'Europe occidentale qui communiquent des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux (1). En plus des difficultés statistiques d'ordre général, il convient encore ici de faire des réserves tenant du caractère incomplet des évaluations relatives à la position en devises envers des non-résidents autres que des banques, aux transactions avec des résidents et aux conversions de devises en dollar ou inversément. Ces réserves faites, on se référera au tableau I qui donne l'estimation de la dimension du marché de l'euro-dollar.

2. A la lecture de ces estimations, on constate que la progression de l'activité sur le marché de l'euro-dollar, si l'on excepte le léger tassement qui se produit à la fin de 1961 et au début de 1962, est très nette. En 1968 il atteint le montant de $ 27 milliards. Confrontés à cette très rapide croissance, la plupart des experts s'accordent à considérer le marché de l'euro-dollar comme

(1) Il s'agit de la Belgique, de la France, de l'Allemagne, de l'Italie, des Pays-Bas, de la Suède et de la Grande - Bretagne.

T a b l e a u 1

Estimation des dimensions du marché de l'euro-dollar					
P o s t e s	S o u r c e s				
	1964	1965	1966	1967	1968
	chiffres de fin d'année en millards de dollars E.U.				
Zone extérieure aux huit pays					
Etats-Unis et Canada	1,5	1,3	1,7	2,6	4,5
Japon	-	-	-	-	0,1
Europe de l'Est	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Autres pays	2,8	3,3	4,0	4,8	6,6
T o t a l	4,6	4,9	6,1	7,9	11,8
Zone des huit pays (1)					
Secteur non bancaire	1,8	2,2	2,8	3,9	5,2
Secteur bancaire	2,6	4,4	5,6	5,7	8,0
T o t a l	4,4	6,6	8,4	9,6	13,2
Total général	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0

(1) Allemagne fédérale, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse.

Source : Banque des Règlements Internationaux, trente-neuvième rapport annuel, Bâle, juin 1969.

T a b l e a u 1 bis

Estimation des dimensions du marché de l'euro-dollar					
P O S T E S	U t i l i s a t i o n s				
	1964	1965	1966	1967	1968
	Chiffres de fin d'année, en milliards de dollars E.U.				
Zone extérieure aux huit pays :					
Etats-Unis et Canada	2,2	2,7	5,0	5,8	10,2
Japon	0,4	0,5	0,6	1,0	1,7
Europe de l'Est	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9
Autres pays	0,9	1,5	1,9	3,0	4,2
T o t a l	4,0	5,2	8,2	10,6	17,0
Zone des huit pays (1)					
Secteur non bancaire	2,3	3,3	3,7	4,1	4,7
Secteur bancaire	2,7	3,0	2,6	2,8	3,3
T o t a l	5,0	6,3	6,3	6,9	8,0
Total général	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0

(1) Allemagne fédérale, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse.

Source : Banque des Règlements Internationaux, trente-neuvième rapport annuel, Bâle, juin 1969.

le phénomène le plus important de cette décennie sur le plan des relations financières internationales. Un marché d'une telle ampleur n'est pas sans avoir de nombreuses implications au point de vue monétaire qui feront l'objet d'une analyse particulière à la section 5.

b. Dimension du marché des euro-monnaies.

Il serait incomplet de ne pas présenter quelques statistiques sur le marché des euro-monnaies. Celles-ci permettent de prendre conscience de son importance relativement faible par rapport au marché de l'euro-dollar. Ce fait explique que l'on se centre plus particulièrement dans cette étude sur le marché de l'euro-dollar.

Ces données appelent une remarque importante. En effet, si l'on compare les données du tableau ci-contre à celui estimant la dimension du marché de l'euro-dollar, on constate d'importantes différences. Celles-ci résultent du fait que les données citées ci-contre sont brutes alors que le tableau estimant la dimension du marché de l'euro-dollar porte sur des données nettes. Pour obtenir ce dernier, les données brutes sont corrigées de manière à tenir compte d'un certain nombre d'éléments, notamment (1) :
- des dépôts successifs de banques à banques et de l'existence de certaines positions ayant peu de rapport avec l'activité des euro-marchés;
- du fait que les données brutes ne comprennent pas, par exemple, les positions en monnaies étrangères des banques envers leurs résidents;
- du fait aussi, que ces données brutes ne reflètent pas entièrement le volume des dollars obtenus par voie de swaps contre monnaie nationale ou monnaie tierce, ni l'encours des dollars utilisés sous cette même forme contre les dites monnaies.

(1) Les méthodes utilisées pour arriver à ces estimations sont exposées dans le 36eme rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux.

T a b l e a u 2

Total des engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de dix pays (1) en certaines monnaies étrangères (2) à l'égard de non-résidents.

En fin de mois de décembre	Dollars E.U.		Autres monnaies		Total	
	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs
	en millions de dollars					
1963 (sept.)	11.560	11.980	3.070	3.220	14.630	15.200
1964	14.610	14.390	2.940	3.640	17.550	18.030
1965	16.270	16.880	3.210	4.050	19.480	20.930
1966	19.420	21.820	3.900	4.310	23.320	26.130
1967	28.870	26.720	4.410	4.980	28.280	31.700
1968	n.d.	n.d.	6.670	6.980	n.d.	n.d.

Sources : 34e, 37e et 38e Rapports annuels de la Banque des Règlements Internationaux.

(1) Belgique, Canada, France, Grande-Bretagne, Italie, Japon, Pays-Bas, République Fédérale d'Allemagne, Suède, Suisse.

(2) Sterling, francs suisses, Deutsche Marks, florins néerlandais, francs français, lires italiennes.

Ces remarques faites, on constate que les positions en dollars ont pratiquement triplé en l'espace de cinq ans tandis que les positions en l'ensemble des autres devises ne se sont accrues que d'environ 50%. D'autre part, la position globale en dollars, telle qu'elle apparaît au tableau II représentait, en septembre 1963, à peu près le quadruple de la position en l'ensemble des autres devises et plus du sextuple en décembre 1967. La croissance tant absolue que relative des positions en dollars qui constituent pour une part importante le marché des euro-dollars, mène à s'interroger sur l'ensemble des conditions qui ont autorisé l'apparition de ce marché et favorisé son rapide développement.

Paragraphe 3. Facteurs explicatifs du développement du marché.

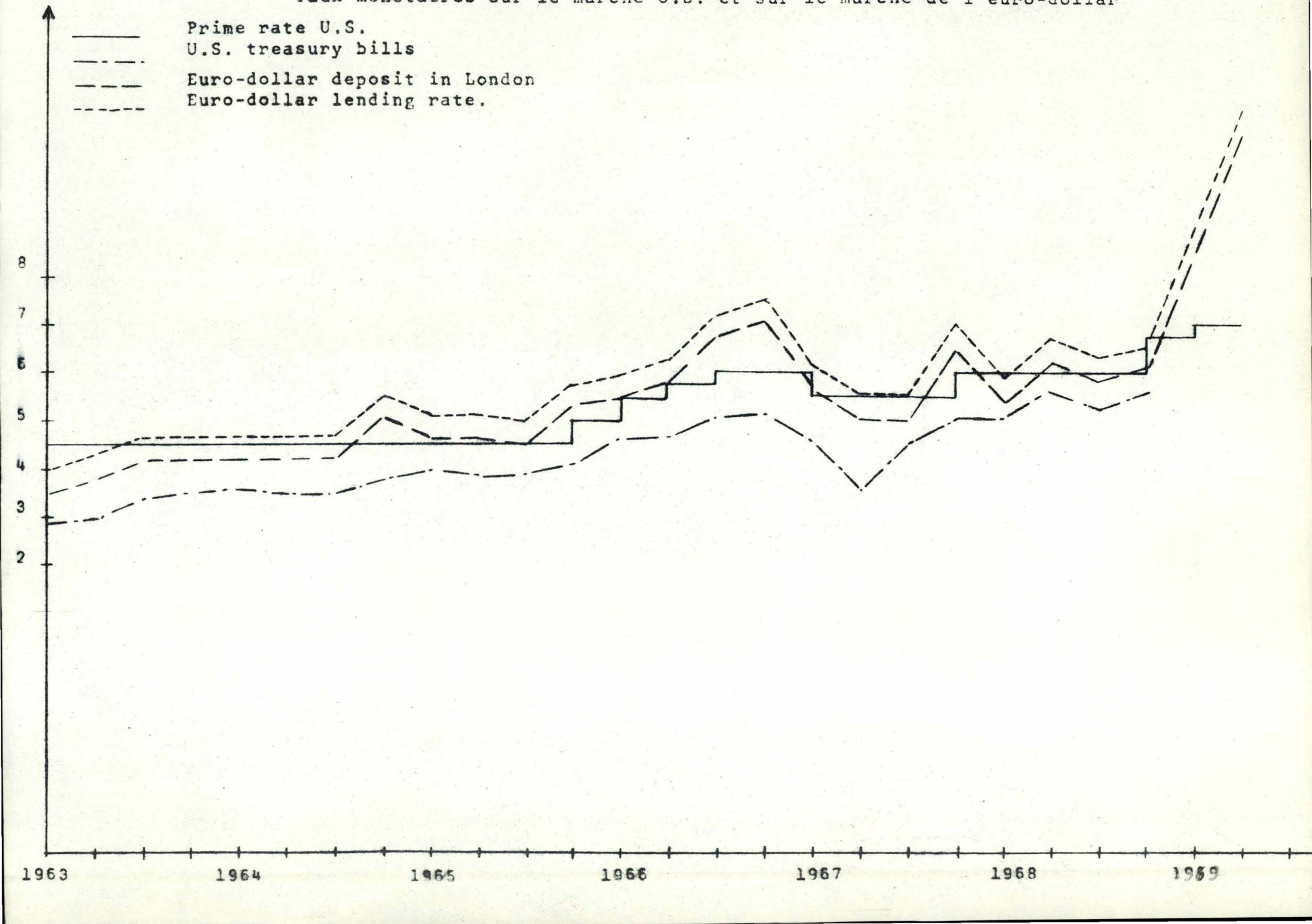
a. Les taux créditeurs et débiteurs sur le marché de l'euro-dollar.

1. Après avoir analysé les origines du développement du marché de l'euro-dollar, on en a conclu que celui-ci a son origine première dans l'avantage que retirent les banques européennes du financement du commerce extérieur en dollars de leur clientèle à des conditions de coût plus avantageuses pour celle-ci . Par ailleurs, ces mêmes banques pratiquaient des taux créditeurs plus élevés que ceux offerts sur le marché de New-York pour des instruments de nature très semblable. Ainsi donc, en faisant coïncider les intérêts des prêteurs est des emprunteurs, les banques européennes ont amorcé et développé un marché international de dépôts en dollars.

Le maintien de cet avantage initial au cours des années a contribué de manière déterminante au développement du marché (1). Cet avantage résulte de dispositions légales américaines qui fixent le niveau maximum des taux créditeurs applicables aux dépôts à terme aux Etats-Unis comme il apparaît aux tableaux 4 et 5. D'autre part, les taux débiteurs pratiqués sur le marché de l'euro-dollar se révélaient très avantageux pour de nombreux emprunteurs. L'analyse des facteurs explicatifs du développement du marché de l'euro-dollar commencera donc par une comparaison des taux créditeurs et débiteurs pratiqués sur celui-ci par rapport à ceux du marché américain. Jusqu'en novembre 1964, date à laquelle furent relevés les plafonds fixés par la Regulation Q aux Etats-Unis, les taux créditeurs pratiqués sur l'euro-marché surpassèrent largement les taux créditeurs offerts par le marché monétaire des Etats-Unis, ainsi que le tableau 3 le fait apparaître. Ces différences de taux incitèrent les détenteurs de balances en dollars, pour la plupart non-résidents des Etats-Unis, à placer celles-ci sur l'euro-marché. L'importance de ces mouvements de fonds explique la très rapide croissance du marché. Dès novembre 1964, on peut constater la diminution de l'écart entre les taux créditeurs pratiqués à New-York et sur l'euro-marché et ceci à cause des relèvements successifs des plafonds imposés par la Regulation Q. Malgré le rétrécissement de la marge en faveur du marché de l'euro-dollar, le rythme de sa croissance continue à s'accélérer. Ce phénomène souligne, outre la concurrence accrue règnant sur le marché, le fait que celui-ci devient de plus en plus indépendant des conditions de taux qui sont à la base de son développement.

(1) "There are a number of reasons for the development of the euro-dollar market and its rapid grouth in recent years. The main reason, of course, is that this is a profitable market for depositors, borrowers and banks. - Quarterly Review and Investment Survey, Model, Roland & C°., inc., second quarter, 1969.

Taux monétaires sur le marché U.S. et sur le marché de l'euro-dollar



T a b l e a u 3

(per cent per annum)

Last working days		Taux créditeurs en pourcentage				
		(1) U.S. Treasury bills	(2) Maximum interest Rates payable under Regulation Q	(3) Euro-dollar deposits in London	(4) (3)-(1)	(5) (3)-(2)
1961	March	2.37	2.50	3.63	1.26	1.13
	June	2.38	-	3.63	1.25	1.13
	Sept.	2.25	-	3.25	1.00	0.75
	Dec.	2.64	-	3.63	0.99	1.13
1962	March	2.73	-	3.50	0.77	1.00
	June	2.72	-	3.69	0.97	1.19
	Sept.	2.78	-	3.81	1.03	1.31
	Dec.	2.86	-	4.00	1.14	1.50
1963	March	2.88	-	3.50	0.62	1.00
	June	2.99	-	3.81	0.92	1.31
	Sept.	3.38	-	4.19	0.81	1.69
	Dec.	3.53	-	4.19	0.66	1.69
1964	March	3.59	-	4.19	0.60	1.69
	June	3.48	-	4.19	0.71	1.69
	Sept.	3.50	-	4.25	0.75	1.75
	Dec.	3.81	4.50	5.13	0.32	0.63
1965	March	4.00	-	4.66	0.66	0.16
	June	3.89	-	4.63	0.74	0.13
	Sept.	3.90	-	4.56	0.66	0.06
	Dec.	4.12	5.50	5.31	1.19	-0.19
1966	March	4.64	-	5.44	0.80	-0.60
	June	4.64	-	5.81	1.17	0.31
	Sept.	5.10	-	6.75	1.65	1.25
	Dec.	5.17	-	7.13	1.96	1.63
1967	March	4.52	-	5.63	1.11	0.13
	June	3.47	-	5.00	1.53	-0.50
	Sept.	4.45	-	5.00	0.55	-0.50
	Dec.	4.96	-	6.50	0.54	1.00
1968	March	5.03	-	5.35	0.32	-0.15
	June	5.68	6.00	6.20	0.52	0.20
	Sept.	5.20	-	5.80	0.60	-0.20
	Dec.	5.52	-	6.10	0.68	0.10
1969	March	-	-	8.44	-	-
	June	-	-	11.00	-	-

T a b l e a u 4

Maximum interest rates payable under Regulation Q, on domestic and foreign time deposits.				
In per cent per annum				
	JAN., 1 1957	JAN., 1 1962	NOV., 24 1964	DEC., 6 1965
Saving deposits held for :				
one year	3	4	4	4
less than one year	3	3,5	4	4
Other time deposits payable in :				
one year or more	3	4	4,5	5,5
6 months - one year	3	3,5	4,5	5,5
90 days- 6 months	2,5	2,5	4,5	5,5
Less than 90 days	1	1	4	5,5

Source : Federal Reserve Bulletin.

T a b l e a u 5 (suite)

Maximum interest rates payable under Regulation Q, on domestic and foreign time deposits.			
In per cent per annum			
	JUL., 20 1966	SEPT., 26 1966	APR., 19 1968
Saving deposits	4	4	4
Other time deposits :			
Multiple maturity (1)			
90 days or more	5	5	5
less than 90 days (30 - 89 days)	4	4	4
Single maturity			
less than $ 100,000	5,5	5	5
30 - 59 days	5,5	5,5	5,5
60 - 89 days			5,75
90 - 179 days			6
180 days or more			6,25

(1) Multiple maturity time deposits include deposits that are automatically renewable at maturity without action by the depositor and deposits that are payable after written notice of withdrawal.

Source : Federal Reserve Bulletin.

2. En se référant au tableau 6, on constate que les taux débiteurs pratiqués sur le marché de l'euro-dollar furent inférieurs à ceux du marché américain jusqu'-en septembre 1968. Depuis lors, le marché de l'euro-dollar a perdu cet avantage. Il faut toutefois remarquer que ce marché reste très avantageux pour de nombreux emprunteurs. En effet, d'une part, le "prime rate" en vigueur envers des compagnies étrangères est nettement supérieur à celui pratiqué envers des compagnies américaines ainsi que le souligne W. Mc C. Martin : "...a canvass of a small number of large U.S. banks known to be important in international business indicates that prevailing rates charged prime foreign corporate borrowers on short term loons (july1962) range from 4 3/4 to 5 percent, or about one fourth to one-half percent higher than rates charged U.S companies of prime credit standing." D'autre part, le coût que représente pour l'emprunteur l'obligation de maintenir en compte 10 à 20% du montant de son emprunt et le fait qu'il se voit imputer des intérêts sur le montant de son emprunt, contrairement aux pratiques européennes où les intérêts sont calculés uniquement sur les montants effectivement retirés, mène à considérer que le coût de l'emprunt pour une entreprise de premier ordre non-américaine se situe à environ 1 à 1 1/2% au dessus de "prime rate" aux Etats-Unis. On peut en conclure, par conséquent, que le marché de l'euro-dollar reste très avantageux pour les emprunteurs non-américains.

3. Après avoir comparé les taux créditeurs et débiteurs en vigueur sur le marché de l'euro-dollar à ceux du marché américain, on constate que les taux d'intérêt ont joué un rôle important au point de départ du marché. Comme on le verra plus loin, ce rôle ne fut toutefois pas exclusif. En effet, indépendamment de la structure favorable des taux d'intérêt, il y eu de nombreux éléments qui

T a b l e a u 6

Last working days		Taux débiteurs en pourcentage		
		(1) Prime rate U.S.	(2) Euro-dollar	(3) (2)-(1)
1961	March	5.00	4.13	- 0.87
	June	-	4.13	- 0.68
	Sept.	4.50	3.75	- 0.75
	Dec.	-	4.13	- 0.37
1962	March	-	4.00	- 0.50
	June	-	4.19	- 0.31
	Sept.	-	4.31	- 0.19
	Dec.	-	4.50	-
1963	March	-	4.00	- 0.50
	June	-	4.31	- 0.19
	Sept.	-	4.69	0.19
	Dec.	-	4.69	0.19
1964	March	-	4.69	0.19
	June	-	4.69	0.19
	Sept.	-	4.75	0.25
	Déc.	-	5.63	1.13
1965	March	-	5.16	0.66
	June	-	5.13	0.63
	Sept.	-	5.06	0.56
	Dec.	5.00	5.81	0.81
1966	March	5.50	5.94	0.44
	June	5.75	6.31	0.56
	Sept.	6.00	7.25	1.25
	Dec.	-	7.63	2.63
1967	March	5.50	6.13	0.63
	June	-	5.50	0.00
	Sept.	-	5.50	0.00
	Dec.	6.00	7.00	1.00
1968	March	-	5.85	- 0.15
	June	-	6.70	0.70
	Sept.	6.25	6.30	0.05
	Dec.	6.75	6.60	- 0.15
1969	March	7.-	8.94	1.94
	June	-	11.50	4.50

Source : An analytical record of yields and yields spreads Salon Brothers & Hutzler, New-York 1969.

favorisèrent le marché à son point de départ. Il y avait, par exemple, des éléments d'offre sur le marché européen qui n'auraient jamais existé sur le marché des Etats-Unis, tels que les dépôts des pays communistes de l'Est européen et de l'Union Soviétique. Il y avait aussi une demande émanant d'emprunteurs qui eussent de toute manière préféré emprunter sur le marché de l'euro-dollar, quel que fut le niveau des taux sur ce marché par rapport à celui des Etats-Unis, car les dispositions légales en vigueur sur ce dernier leur paraissaient trop contraignantes.

A fortiori, le marché s'est développé d'autant plus que la structure des taux y était favorable. Il faut noter à ce propos que l'évolution du niveau des taux sur le marché de l'euro-dollar fut, jusqu'à tout récemment, assez paradoxale. En effet, les taux créditeurs y étaient plus élevés que ceux du marché américain tandis que les taux débiteurs y étaient plus bas. Cela tient au fait que les marges d'intérêt dont se contentent les banques opérant sur le marché de l'euro-dollar sont très réduites (1)(2). L'étroitesse des marges prélevées s'explique par le fait que les opérations sur le marché de l'euro-dollar représentent pour les banques qui y opèrent une activité marginale par rapport à leur activité principale; de plus, chaque transaction sur l'euro-marché porte sur un montant unitaire élevé. Les banques opérant sur ce marché peuvent donc se contenter de marges plus réduites que les banques situées aux Etats-Unis, pour lesquelles les opérations en dollars représentent la part la plus importante de leur activité. Outre ces

(1) 1/32 à 4/8 de point. (2) Euro-dollar Traffic - Have Margins Been Cut too Fine ? The Financial Times, 30-5-1963; Neve Zürcher Zeitung, 20-8-1963.

raisons, il faut souligner que la pression sur les marges d'intérêt furent d'autant plus forte que la concurrence s'accentua sur ce marché.

Suite aux relèvements successifs des plafonds fixés par la "Regulation Q" l'écart entre les taux pratiqués sur les deux marchés diminua. Malgré l'amenuisement de ces écarts, on constate que loin de diminuer, le rythme de l'activité sur le marché de l'euro-dollar continua à s'accélérer. Il est toutefois justifié de se demander quel serait l'effet sur le marché de l'euro-dollar d'un rapprochement, au point de les confondre, des taux de celui-ci et de ceux pratiqués sur le marché américain.

La réalisation d'une telle hypothèse suppose avant tout la suppression des plafonds fixés par la "Regulation Q" aux Etats-Unis. On peut douter qu'une telle éventualité se produise et ce pour deux raisons tenant toutes deux à l'équilibre du marché monétaire américain. D'une part, la suppression des plafonds fixés par la "Regulation Q" risquerait, en modifiant le niveau des taux à court terme, d'apporter de profonds changements dans la structure des taux aux Etats-Unis du fait de la difficulté d'isoler les différents comportements du marché des capitaux. D'autre part, les autorités américaines, en autorisant la rémunération des dépôts à moins de trente jours et la suppression du plafond imposé à la rémunération des autres dépôts à court terme, risquerait de voir se produire soit une hausse du rendement des bons du Trésor, soit un phénomène de substitution amenant les différents agents économiques à placer leurs avoirs à court terme auprès des banques commerciales plutôt qu'en bons du Trésor. De toute manière, il ne s'agirait pas pour le marché des Etats-Unis de se trouver uniquement compétitif au niveau des taux créditeurs. Il lui faudrait, en effet, l'être aussi au niveau des taux débiteurs. A ce point de vue, il semble qu'il ne puisse l'être en raison des coefficients de réserve obligatoire que doivent respecter les

banques situées aux Etats-Unis; le coût de ces réserves se répercute nécessairement sur celui du crédit alors que les banques opérant sur le marché de l'euro-dollar ne sont pas soumises à de telles obligations.

En supposant malgré tout la suppression des plafonds imposés par la "Regulation Q" et par conséquent la possibilité pour les banques situées aux Etats-Unis de pratiquer des taux créditeurs pouvant soutenir la comparaison avec ceux en vigueur sur le marché de l'euro-dollar, celui-ci n'en serait pas pour autant gravement affecté. En effet, en vertu de l'arbitrage, les taux créditeurs ne seraient jamais plus bas sur le marché de l'euro-dollar qu'à New-York. Par conséquent, il n'y aurait jamais de désavantage à placer ses avoirs en dollars sur le marché de l'euro-dollar. Il y serait, par contre, toujours avantageux d'y emprunter, le coût de l'emprunt y étant moins élevé.

De toute manière, le marché va persister quelles que soient les conditions de taux qui y règneront. En effet, celui-ci a sa clientèle propre, ses techniques particulières et détient des avantages qui constituent sans aucun doute, aujourd'hui, une des fondations du marché de l'euro-dollar (1).

---

(1) cfr. c. Conditions "endogènes".

b. Conditions exogènes ayant favorisé le développement du marché de l'euro-dollar.

L'existence d'une possibilité de gain, si elle est une condition nécessaire, n'est pas suffisante à sa mise en oeuvre. Il faut encore la présence de conditions propices qui favorisent de façon positive la réalisation d'un mécanisme propre à exploiter cette possibilité.

Dans le cas particulier du marché de l'euro-dollar, il fallait, pour qu'il puisse apparaître et atteindre sa dimension actuelle, un ensemble de conditions préliminaires favorisant son développement, à savoir :
- une importante masse de dollars déposée et circulant hors des Etats-Unis;
- la possibilité pour ces dollars de s'investir librement, c'est-à-dire l'existence d'un ensemble de conditions autorisant ces mouvements de fonds;
- des prêteurs et des emprunteurs;
- une confiance dans le maintien de la parité et de la convertibilité du dollar.

1. Une masse de dollars importante située et circulant en dehors des Etats-Unis : cette masse de dollars est constituée, aux débuts du marché, par des balances en dollars détenues par des non-résidents américains. La détention de ces avoirs s'explique par le déficit de la balance des paiements américaine(1). Elle s'explique aussi par les importants dépôts en dollars

---

(1) C.G. Martenson, op.cit., - W. Makowski, op.cit., p.169.-P. André, op.cit.,pp 13-18-H. Christie, op.cit., pp 34-35.

effectués auprès de banques européennes, plus particulièrement londoniennes, par l'U.R.S.S. et les pays communistes de l'Est européen.

En ce qui concerne plus particulièrement le rôle déterminant de l'Union Soviétique et des pays communistes de l'Est européen dans le développement du marché des euro-devises, Harry Cowie s'exprime comme suit :
" Les Russes sont probablement les inventeurs du marché de l'euro-dollar. Au plus fort de la guerre froide, vers 1957, ils se refusèrent en effet à placer à New-York leurs avoirs en dollars et choisirent de les déposer en Europe, à Londres. Les banquiers anglais, au lieu de laisser ces dépôts inactifs commencèrent à les prêter à des sociétés pétrolières etc... C'est ainsi que le mouvement fut lancé".(1).

Une même interprétation est donnée par A. Holmes et F. Klopstock : "l'origine de la création de ce marché du dollar du continent pendant l'après-guerre doit être recherchée, croit-on dans le désir de plusieurs banques orientales de laisser leurs avoirs en dollars chez leurs correspondants de France ou de Grande-Bretagne au lieu d'en confier la gestion à des banques exerçant leur activité aux Etats-Unis". (2).

2. La première condition étant établie, à savoir la constitution d'une masse importante de dollars située en dehors des Etats-Unis, il fallait pour qu'apparaisse le marché, que ces dépôts soient effectivement négociables. Il fallait notamment, pour créer un marché, que ces balances puissent s'investir librement et répondre aux demandes où qu'elles se manifestent. Ces libres transferts d'une place financière à l'autre, autorisés de facto depuis les années 1954-1955 furent permis de jure en 1958 par le retour à la libre convertibilité externe des monnaies des principaux

---

(1)H.Cowie, le marché de l'euro-dollar, l'Economie, 1-10-68.
(2)A.Holmes et F.Klopstock,op.cit.,p.198.

pays industrialisés. Ce retour à la libre convertibilité fut l'élément qui détermina de la manière la plus positive l'apparition du marché de l'euro-dollar.

3. Autorisée par le rétablissement d'une liberté quasi-complète sur le marché des changes, cette offre de dollars sur divers marché nationaux en dehors des Etats-Unis rencontra une demande. Celle-ci résultait d'une part des besoins de financement du commerce extérieur de non-résidents américains avec les Etats-Unis; elle émanait aussi de groupes industriels américains éprouvant d'importants besoins de financement à la suite d'investissements qu'ils opéraient en Europe. Cette demande fut encore accrue par les mesures prises aux Etats-Unis et destinées à redresser la balance des paiements américaine; dans le cadre de ces mesures, les industriels américains furent invités puis obligés à recourir aux marchés sur lesquels ils exercaient leurs opérations pour financer celles-ci (1). Enfin, la demande sur le marché de l'euro-dollar était, comme on l'a souligné, d'autant plus intense que les agents économiques obtenaient pour leurs opérations à court terme et par le biais de ce marché un financement plus avantageux que dans leur pays d'origine.

4. L'énoncé de ces trois conditions suffirait, semble-t-il, à expliquer le développement du marché de l'euro-dollar. Il serait toutefois incomplet de ne pas traiter brièvement du problème de la confiance dans le maintien de la parité et de la convertibilité du dollar(2). Certes, l'apparition et le développement du marché supposait à ses débuts et suppose encore actuellement une confiance suffisante dans le dollar; à défaut de celle-ci les prêteurs

(1) 1966 Guidelines under the Predident's Balance of payments Programm-Official Statements, Federal Reserve Bank of New-York, december 1965; (2)"The Problem of confidence In International Reserve Assets"Federal Reserve Bank of Kansas City, August-September 1968.

ne seraient pas disposés à courir le risque de se dessaisir dans l'immédiat de leurs encaisses en dollar pour en obtenir la restitution à l'échéance du prêt. L'importance actuelle du dollar dans le système monétaire international permet toutefois au marché de l'euro-dollar de continuer à se développer même au cours de périodes de faiblesse relative du dollar, caractérisées, par exemple, par une décote de son court à terme. En effet, les déposants primaires ne renonceront à la détention et, par conséquent, au rendement de leurs balances en dollars que si le manque à gagner résultant de la liquidation de celles-ci par leur conversion en or auprès des autorités monétaires américaines ou de l'acquisition d'autres devises donnant un moindre rendement, leur paraît être compensé par le risque d'un changement de la parité de cette monnaie. Ce n'est que dans la mesure où il existerait une possibilité d'obtenir un rendement appréciable de la détention d'autres actifs monétaires pour des montants aussi élevés que ceux placés actuellement sur le marché de l'euro-dollar, que les détenteurs de dollars seront incités à les arbitrer dans le cas d'un risque sur cette monnaie. Or, le fonctionnement actuel du système des paiements internationaux privilégie le dollar comme monnaie de règlement et comme monnaie d'intervention dans le chef des banques centrales, tandis que l'organisation et l'ampleur du marché permettent normalement de trouver des emplois profitables pour les montants disponibles. On peut donc estimer que le marché de l'euro-dollar persisterait au delà d'un cours plancher du dollar à terme dont le niveau serait considéré comme délimitant une zone hors de laquelle le dollar ne serait ni détenu, ni à fortiori négocié. En fait, il semble bien qu'en dehors d'une crise grave et soudaine du système monétaire international, on ne doive pas craindre une perte subite de confiance dans cette monnaie, au point où l'on verrait les déposants primaires, soit les banques centrales, soit d'autres organismes monétaires officiels,

liquider complètement leurs positions en dollars.

La prise en considération d'un degré de confiance "suffisante" dans le seul chef du déposant primaire s'explique par le fait que les banques intermédiaires ne sont pas préoccupées de manière déterminante par les variations éventuelles de la parité du dollar. En effet, dans la plupart des cas, elles ne risquent pas de subir de pertes en capital qui résulteraient d'une modification de la parité de cette devise, soit parcequ'elles prêtent des dollars dont elles disposaient auparavant, soit aussi parcequ'elles se sont couvertes à terme lors d'achats de devises sur le marché des changes.

La préférence relative pour les encaisses en dollars s'explique par le fait que les détenteurs de cette monnaie sont actuellement convaincus que celle-ci offre des facultés de placement plus avantageuses et que le rôle du dollar dans le système monétaire international sera maintenu. Il ne nous appartient pas ici de vérifier si la conviction du public qu'il assume un risque minimum en détenant des encaisses en dollar est entièrement fondée. On peut en effet concevoir qu'au cours d'un réajustement général des parités monétaires certaines monnaies telles que le Deutsche Mark feraient l'objet d'une réévaluation relative et que l'échec éventuel de la politique anti-inflationniste menée actuellement par les autorités américaines justifierait à la longue des révisions fondamentales du système actuel, notamment par un réajustement de la parité du dollar ou des restrictions à son emploi.

Après avoir analysé quatre éléments dont la conjonction paraît avoir été déterminante quant à l'apparition et au développement du marché des euro-dollars, il est utile d'insister sur le fait que ces conditions "nécessaires"

ont simplement contribué à établir un environnement favorable au développement de ces opérations de prêt et d'emprunt de dollar,nées uniquement d'un besoin réel auquel elles répondaient et de l'avantage que les différents agents économiques y trouvaient.

Quelques mots résumeront l'analyse à ce stade. On se trouve en présence d'un mécanisme bancaire qui a son origine première dans les avantages que retiraient les prêteurs, les emprunteurs et les banques de leurs opérations sur le marché de l'euro-dollar. Ces opérations se sont révélées possibles grâce à un environnement favorable que l'interaction des quatre conditions "nécessaires" énumérées ci-dessus a contribué à établir. Ces conditions ont été appelées "exogènes", elles préexistaient, en effet, à l'apparition du marché.

c. Conditions "endogènes"

Actuellement, la dimension atteinte par le marché mène à se demander dans quelle mesure celui-ci ne devient pas de plus en plus indépendant des conditions techniques et juridiques qui sont à la base de son développement. En d'autres mots, le marché ne se trouve-t'il pas déterminé dans son développement par une logique interne de croissance, c'est-à-dire par un ensemble de situations qu'il a créées et qui agissent en retour sur son expansion? Ces situations pourraient être qualifiées "d'endogènes" et l'objet de ces prochaines lignes est de les examiner.

1. F.Klopstock énumère dans un récent article les nombreux avantages offerts par le marché(1). Ceux-ci expliquent probablement plus que tout autre argument la continuelle et très rapide expansion du marché au cours des

(1) F.Klopstock, The Euro-dollar market, Some unresolved issues, Essays in International Finance, n°65 March 1968.

récentes années, malgré la disparition ou l'atténuation d'éléments qui furent à l'origine de son développement. C'est ainsi, par exemple, que le marché connut son expansion la plus rapide en 1968, année au cours de laquelle on constate le retour à l'équilibre de la balance des paiements des Etats-Unis et le rapprochement des taux en vigueur sur le marché américain et sur l'euro-marché.

Ces avantages consistent essentiellement en la spécialisation fonctionnelle et géographique que réalise le marché. Cette spécialisation est, sans aucun doute, aujourd'hui, une des fondations du marché de l'euro-dollar(1).

2. Spécialisation fonctionnelle du marché de l'euro-dollar.

Les banques opérant sur le marché de l'euro-dollar jouissent d'un ensemble d'avantages compétitifs sur les banques situées aux Etats-Unis. Comme on l'a vu, ceux-ci résident surtout dans des différences de taux qui favorisent le marché de l'euro-dollar. Toutefois, en plus de cet avantage, les banques qui opèrent sur le marché de l'euro-dollar bénéficient du fait qu'elles peuvent, contrairement aux banques du marché américain, rémunérer les dépôts à échéance de moins de trente jours. Elles offrent ainsi la possibilité aux détenteurs de balances en dollars de placer leurs avoirs en dollars pour des périodes variant du call à six ou neuf mois. Cette caractéristique est d'une importance primordiale et intéresse au premier chef les institutions bancaires comme le souligne O. Altman et d'autres

(1) "The inherent advantage of the "Euro-dollar" market assures its permanency even in : (1) the absence of speculative interest rate differentials and profit margins; (2) our renoval of reg. Q or imposition of tighter credit; and/or (3) the event the deficit in our payments - imbalance disappeared." Paul Einzig, The Commercial and Financial Chronicle, 14-3-1963.

encore (1) :
"European commercial bank can invest in euro-dollar deposits with a broad range of maturities. This facility is the more important because few countries have short term money markets that are liquid, and investment media that are as broad, as those in the United States. For one reason or another, some industrial countries have only a small amount of tradeable money market instruments, while others have domestic money market instruments that are available only in a controlled market, or at regulated interest rate. It is therefore understandable that commercial and private banks in Europe should welcome an uncontrolled, flexible, and international money market instrument to facilitate their own operations. Moreover, euro-dollar deposits help commercial and private banks to obtain funds outside the channels of their regular customers."

Il faut enfin remarquer, comme le suggère déjà O. Altman ci-dessus, que le marché de l'euro-dollar permet de contourner les mesures restrictives existantes sur les marchés nationaux. Outre les avantages qui en résultent en ce qui concerne la fixation des taux d'intérêts, cette facilité autorise une souplesse et une rapidité accrue dans les transactions par rapport à celles des opérations sur les marchés nationaux et en particulier sur le marché des Etats-Unis.

---

(1) O. Altman, Euro-dollar and the New-York money market, october 14, 1964, Speech delivered at a conference on International financing organized by the National Industrial Conference Board, New-York - P. Einzig, The Euro-dollar System, op.cit., p.24 - A. Dauphin - Meunier, op.cit., p.210.

3. Spécialisation géographique du marché de l'euro-dollar:

Les banques opérant sur le marché de l'euro-dollar, pour la plupart localisées en Europe, peuvent avoir des rapports d'affaires importants avec des clients qui pourraient difficilement être atteints par des banques situées aux Etats-Unis. Cette proximité du marché des utilisateurs finaux et des détenteurs d'encaisses en dollars est sans conteste un des avantages primordiaux du marché.

4. Indépendamment des divers avantages précités qui constituent tous des motivations actives pour les participants au marché de l'euro-dollar, il existe de nombreux avantages de type objectif que l'on pourrait situer au niveau macro-économique. Parmi ceux-ci, on peut citer une contribution importante à l'amélioration de la liquidité internationale, une souplesse accrue aux mouvements internationaux de capitaux et la possibilité de réaliser une politique monétaire plus efficace tant pour réaliser un équilibre externe qu'un équilibre interne. Ces avantages qui relèvent de la vocation monétaire du marché des euro-dollars seront analysés plus particulièrement à l'occasion de l'examen des implications monétaires de celui-ci.

Section 3. Caractéristiques du marché des euro-dollars.

L'analyse descriptive qui précède a permis, en termes généraux, de définir le marché des euro-dollars, d'expliquer son origine et son développement, d'évaluer sa dimension et d'indiquer les avantages susceptibles d'expliquer sa très rapide croissance. Il convient à présent de s'interroger sur les acteurs du marché et le type d'opérations réalisées sur celui-ci.

Paragraphe 1. Les acteurs du marché.

Au cours de ce paragraphe, les agents économiques intervenant sur le marché de l'euro-dollar, soit en qualité d'intermédiaires, soit en qualité de prêteurs ou d'emprunteurs seront successivement décrits.

a. Les intermédiaires :

1. Les intermédiaires privés

Les banques commerciales sont naturellement les intermédiaires obligés du marché. En effet, les dollars détenus par des agents économiques autres que des banques ne peuvent atteindre le marché que par celles-ci. En plus de leur activité de prêteurs ou d'emprunteurs sur le marché, les banques peuvent se limiter au rôle de courtier et traiter des transactions sur dépôts en dollars; dans ce cas leur rémunération consiste en courtages.

2. Les intermédiaires publics :

En ce qui concerne les organismes monétaires officiels, le terme "intermédiaire" est probablement mal choisi; il serait plus exact de les qualifier "d'intervenants". En effet, les banques centrales et la Banque des Règlements Internationaux, interviennent régulièrement sur le marché pour le stabiliser (1).

On rélève trois types d'intervention des banques sur le marché de l'euro-dollar : les accords de swap entre la banque centrale et les banques commerciales, les prêts de dollars de banques centrales aux banques commerciales, l'action des banques centrales pour soutenir le cours du dollar.

Les accords de swap entre les banques centrales et leurs banques commerciales constituent le mode d'intercention le plus fréquent des banques centrales pour soutenir le marché de l'euro-dollar. L'opération swap consiste en des cessions temporaires de devises, prélevées par les banques centrales sur leurs réserves monétaires, aux banques commerciales, cessions donnant lieu à la perception, par la banque centrale, d'une commission uniforme de couverture

(1) Malgré l'intervention croissante des banques centrales sur le marché de l'euro-dollar, on relève parfois certaines déclarations qui semblent nier ce fait : "Aucune instance autorisée d'aucun des pays concernés n'a jamais été de ce marché qui constitue un incontestable transfert du pouvoir d'achat des pays européens pour les Etats-Unis." J. Rueff, Le Nouveau Journal, 20-3-1969.
"So immense is the influence the euro-dollar market exerts on monetary conditions these days that there can be no doubt that for and away, the most effective way in which central banks can work to prevent a new tightening up of money market conditions is by switably conditioning that market through official activity." G. Tether, Official invasion of the Euro-dollar market, Financial Times, 2-1-1968.

du risque de change dont le montant est sensiblement inférieur au coût de la couverture du même risque par une opération sur le marché à terme des devises. De nombreux accords de swap furent ainsi conclus entre la Deutsche Bundesbank et les banques commerciales qui placèrent sur le marché de l'euro-dollar ces dollars obtenus à d'avantageuses conditions (1). De tels accords de swap furent aussi souvent conclus entre l'Office des Changes Italien et les banques commerciales de la péninsule (2). Il faut enfin souligner que, dans le cadre d'opérations de swap, la banque des Règlements Internationaux détient, pour de courtes périodes, des prêts importants en dollars qui lui sont alloués par le Federal Reserve System (3).

Un autre mode d'intervention consiste en l'octroi de prêts en dollars des banques centrales aux banques commerciales (4). La Deutsche Bundesbank et l'Office des Changes Italien utilisèrent aussi ce mode d'intervention en vue d'éponger les excès de liquidité interne (5).

Enfin, les banques centrales européennes contribuèrent à soutenir le cours du dollar à terme (6).

L'ensemble des interventions des banques centrales sur le marché de l'euro-dollar démontre que ce marché est un fait admis par celles-ci. Les nouveaux types de rapports qui se sont développés entre les banques commerciales

---

(1) 34e rapport annuel de la B.R.I., p.166; 35e rapport annuel de la B.R.I., p.172; 38e rapport annuel de la B.R.I., p. 184; 39e rapport annuel de la B.R.I., p. 191 et 192. (2) 34e rapport annuel de la B.R.I., p.167; 36e rapport annuel de la B.R.I., p. 185 et 189. (3) 38e rapport annuel de la B.R.I., p. 194. (4) Ce mode d'intervention directe fut souvent employé, de préférence à la conclusion d'accords de swaps, par la Banque Nationale Suisse, la Nederlandsche Bank, la Banque Nationale de Belgique. (5) cfr. Section 5 Paragraphe 2 b.2. (6) Rapport annuel de la B.R.I., p.194.

et les banques centrales, à l'occasion du développement du marché des euro-devises, indiquent que les banques centrales visent seulement à stabiliser le marché et non à l'interdire. C'est dans cette optique que s'élabore progressivement une politique propre des banques centrales visant à régulariser les opérations des banques commerciales sur le marché international.

b. Les prêteurs :

1. Les entreprises commerciales (1) :

Les importantes entreprises d'Amérique du Nord et d'Europe occidentale disposent en permanence de moyens liquides en quête d'emploi à court terme. Elles trouvent sur le marché de l'euro-dollar des possibilités qui viennent remplacer ou compléter avantageusement celles offertes par les places de Londres ou de New-York. On constate que ces entreprises constituent habituellement la source la plus importante et la plus régulière d'approvisionnement du marché.

2. Les banques commerciales (2) :

Leur intervention en qualité de prêteurs est difficile à évaluer. On peut toutefois signaler qu'en certaines circonstances les banques alimentent le marché en conservant une partie de leurs moyens liquides sous forme de dépôts en dollars. Ceci traduit en général un degré élevé de liquidité de leur économie intérieure et des taux relativement bas de leur marché monétaire national par rapport aux taux de l'euro-marché. On remarquera cependant que si

(1) A. Dauphin - Meunier, op.cit.;pp 204-205 - J.P. Blancpain, op.cit., pp 21-23 - M Gilbert, op.cit., p.15 - O.Altman, Euro-dollars, op.cit., pp.12-14 - Banque des Règlements Internationaux, op.cit., 1964, p.168 - O.Altman, Canadian Markets for U.S. dollars, in I.M.F. Staff papers, n°3, nov. 1962, pp297-310, - P. André, op.cit., pp8-11 - P. Dieterlen, op.cit., pp.5-7 - C. Martenson, op.cit., p.15.(2) P.André, op.cit., pp.8-11 - O. Altman, Euro-dollars, op.cit., p.13 - C. Martenson, op.cit. pp17-18 - P. Finzig, The Euro-dollar System, op.cit., pp 19-21, P. Dieterlen, op.cit., pp.5-7 - G. Tether, op.cit., pp.400-401.

les taux du marché monétaire dépassent ceux pratiqués sur le marché de l'euro-dollar, les banques peuvent quand-même être incitées a y opérer si l'écart défavorable entre les taux d'intérêts est plus que compensé par la prime du dollar à terme. De toute manière, la Banque des Règlements Internationaux note dans son 34e rapport annuel que le rôle des banques commerciales en tant que fournisseurs du marché des euro-dollars est moins important que celui des entreprises commerciales et des institutions officielles.

3. Les banques centrales (1) :

Celles des pays sous-développés, des pays d'Amérique latine en particulier, placent leurs réserves monétaires de façon rémunératrice sur le marché des euro-dollars, tandis que les avoirs officiels en livres sterling ou en francs français des pays appartenant aux pays de la zone sterling et de la zone franc sont placés à Londres ou à Paris.

Quant aux banques centrales européennes, si l'on excepte leurs interventions sur le marché à des fins de stabilisation de celui-ci, elles préfèrent le plus souvent placer leurs avoirs en dollars en instruments négociables sur le marché monétaire de New-York et surtout en effets du Trésor à échéance rapprochée, cela pour des raisons de sécurité et de liquidité.

(1) O. Altman, Euro-dollars, op.cit., p.13 - Federal Reserve Bulletin, october 1962, pp.1278-1279 - P. André, op.cit., pp.ç, 17-18 - P. Dieterlen, op.cit., p.5 - C. Mortenson, op.cit.,p. 18 - A. Dauphin - Meunier, op.cit., p.211 - P. Einzig, The Euro-dollar System, op.cit., p. 120.

c. Les emprunteurs (1) :

1. Le secteur commercial et industriel :

De nombreuses institutions non-bancaires interviennent sur le marché de l'euro-dollar pour assurer le financement de leurs transactions commerciales. Bien qu'il soit difficile d'évaluer la part de ce secteur comme emprunteur , les milieux financiers les plus autorisés estiment toutefois que l'euro-dollar finançait à lui seul, en 1967, 25% du commerce international.

2. Le secteur bancaire :

Les banques peuvent aussi intervenir comme emprunteurs sur le marché. Ces opérations sont le plus souvent dictées par leur souci d'accroître leur réserve propre ou leurs liquidités, d'assurer une bonne répartition de leurs échéances ou encore de réaliser d'avantageuses opérations d'arbitrages sur taux d'intérêt. Il semble actuellement que ce soient les banques américaines situées en Europe qui interviennent le plus massivement sur le marché de l'euro-dollar comme emprunteurs. Elles absorbent aujourd'hui, à elles seules, plus du tiers du marché. Ces emprunts résultent du souci de ces banques d'atténuer les tensions qu'exerce sur leurs liquidités le rythme croissant de l'activité intérieure américaine et de contourner les dispositions restrictives affectant le crédit aux Etats-Unis. En effet, le siège central de la banque américaine n'est pas soumis à l'obligation de constituer des réserves en contrepartie de ses engagements envers ses agences à l'étranger, contrairement à l'obligation afférante aux engagements vis-à-vis des résidents.

(1) M.Gilbert, op.cit., p.6 - A. Holmes & F.Klopstock, op. cit. pp.198-199 - J.P. Blancpain, op.cit., p.25 - P. Einzig, The Euro-dollar System, op.cit., pp.37-30 - O. Altman, Euro-dollars, op.cit. pp. 11-12 - P. Dieterlen, op.cit., p. 6 - W. Makowski, op.cit., pp. 170-171,184-185 - G. Bell, Credit Creation through Euro-dollars, in The Banker, aug. 1964, pp. 494-502 - J. Koszul, Euro-dollars, Euro-devises, in Banque, n°.218, août 1964, p.509.

T a b l e a u 7

Positions nettes sur le marché de l'euro-dollar (1)					
P o s t e s	1964	1965	1966	1967	1968
	en milliards de dollars E.U.				
Zone extérieure aux huit pays :					
Etats-Unis et Canada	+ 0,7	+ 1,4	+ 3,3	+ 3,2	+ 5,7
Japon	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,6	+ 1,0	+ 1,6
Europe de l'Est	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,3
Autres pays	- 1,9	- 1,8	- 2,1	- 1,8	- 2,4
T o t a l	- 0,6	+ 0,3	+ 2,1	+ 2,7	+ 5,2
Zone des huit pays :					
Secteur non bancaire	+ 0,5	+ 1,1	+ 0,9	+ 0,2	- 0,5
Secteur bancaire	+ 0,1	- 1,4	- 0,3	- 2,9	- 4,7
T o t a l	+ 0,6	- 0,3	- 2,1	- 2,7	- 5,2

(1) Un signe + indique que la zone ou la catégorie de pays en question est utilisatrice nette d'euro-dollars. Un signe - indique un fournisseur net.

Source : Banque des Règlements Internationaux, trente-neuvième rapport annuel, Bâle, juin 1969.

Ayant ainsi rapidement dégagé la structure de l'offre et de la demande sur le marché de l'euro-dollar, il est utile de noter que ces pratiques de prêts et d'emprunts de dépôts à court terme libellés en cette monnaie sont le fait d'entreprises de grande taille. Il n'existe cependant à cet égard aucun seuil précis. De plus, les banques observent des critères rigoureux dans le choix de leur clientèle, ceci afin d'assurer la sécurité de leur emploi de fonds. Il est utile, enfin, de rappeler que l'état des données statistiques et les difficultés que présente leur collecte ne permettent pas de chiffrer la part relative des différents acteurs du marché. On dispose toutefois de données qui indiquent les zones de pays ou les pays qui sont utilisateurs nets ou fournisseurs nets de dollars sur le marché de l'euro-dollar. Ces données apparaissent au tableau 7

Paragraphe 2. Types d'opérations sur le marché de l'euro-dollar.

a. Montant unitaire des transactions sur le marché de l'euro-dollar.

Le montant unitaire des transactions sur le marché de l'euro-dollar fut au début du marché de $ 100.000. Ce montant s'est quelque peu réduit et actuellement les transactions d'un montant unitaire de $ 50.000 sont plus fréquentes. L'importance de ces montants explique, comme on l'a déjà souligné, que les banques européennes operant sur ce marché se contentent de marges d'intérêt très réduites.

b. Echéances sur le marché de l'euro-dollar.

1. Au début, marché essentiellement à court terme, l'euro-marché a vu l'éventail des échéances s'ouvrir par la suite (1).

Les échéances sur le marché de l'euro-dollar reflètent un trend fondamental d'élargissement de l'éventail de celles-ci sur lequel se greffent des variations épisodiques influencées par l'état de liquidité du marché. Les fluctuations des échéances ont surtout leur origine du côté de l'offre des fonds. En effet, au cours de période de hausse accélérée des taux, les détenteurs de balances en dollars ne désirent pas les placer à échéance trop éloignée pour se ménager la possibilité d'ajuster éventuellement leurs taux débiteurs au niveau général des taux pratiqués à ce moment-là.

Du côté de la demande, les principaux facteurs qui se sont manifestés ont agi dans le sens d'un allongement de la durée des prêts. A cet égard il faut citer l'accroissement de demandes de financement à échéance plus éloignée résultant de grandes entreprises américaines. Celles-ci furent invitées puis obligées par leur gouvernement, dans le cadre du programme de redressement de la balance des payements américaine, à s'adresser aux marchés dans lesquels elles exercent leur activité pour couvrir leurs besoins de fonds. En plus de leurs emprunts à court terme, ces entreprises s'adressèrent à l'euro-marché pour obtenir les capitaux nécessaires au financement de leurs opérations à moyen-terme. En effet, ces opérations ne pouvaient être financées par le recours au marché international des capitaux, les plus courtes échéances étant de cinq ans sur ceui-ci. D'autre part ces émissions en dollars ayant été émises à des taux supérieurs à ceux pratiqués sur le marché de

(1) P. Einzig, The euro-dollar system, op.cit.,pp24-25-A. Dauphin-Meunier, op.cit.,p.210-P. André,op.cit.,p.11-O. Altman, Euro-dollars, op.cit.,p.11.

l'euro-dollar, ces emprunts furent souvent financés par l'intermédiaire d'emprunts à court terme. Ces opérations incitèrent ceux qui les pratiquaient à solliciter des prêts à échéance de plus en plus éloignée afin d'éviter les réajustements à la hausse du coût de l'emprunt, toujours possible dans un marché aussi souple et aussi sensible. Enfin, une demande accrue de crédit à échéance assez éloignée de la part de pays d'Europe orientale pour financer leurs importations en provenance des pays occidentaux contribua aussi à provoquer un allongement de la durée des prêts.

2. On peut distinguer trois périodes dans l'évolution des échéances des euro-monnaies.

Jusqu'en 1962, les opérations les plus fréquentes sont allés de prêts de dépôts à trois ans. La majorité des dépôts négociés ont une échéance comprise entre un et six mois.

De 1962 à juin 1964, les échéances augmentent pour atteindre cinq ans dans certains cas exceptionnels.

Depuis juin 1964, les échéances ont de nouveau tendance à se raccourcir et les négociations de dépôts à trois mois sont redevenues les plus courantes.

Section 4 . Evolution du marché des euro-devises.

L'évolution du marché se caractérise par des périodes successives d'expansion et de plafonnement de l'activité :

- Septembre 1957 - septembre 1963 : Expansion.
- Septembre 1963 - mars 1964 : Plafonnement de l'activité.
- Mars 1964 - février 1965 : Expansion.
- Février 1965 - juin 1965 : Plafonnement de l'activité.
- Juin 1965 - décembre 1966 : Expension par la demande.
- Janvier 1967 - décembre 1967 : Expansion par l'offre.
- Décembre 1967 - juillet 1969 : Expansion.

a. Septembre 1957 - septembre 1963 : Expension(1).

L'expansion du marché, à cette époque, est essentiellement due à la conjonction de trois éléments, à savoir la limitation par le gouvernement anglais de crédits en sterling à des non-résidents, l'excédent de la balance des paiements de l'Italie et celui de l'Allemagne.

En septembre 1957, le gouvernement anglais limite les crédits en sterling à des non-résidents ce qui incite les banques exerçant leur activité à Londres à collecter et à prêter des dépôts en devises étrangères.

---

(1) Le total des engagements en dollars des banques communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux atteignait Ø 9.210 millions en septembre 1963. 35e Rapport de la Banque des Règlements Internationaux, p. 171.

De $ 200 millions à la fin de 1957, les engagements en devises des banques de Londres passent à $ 3,5 milliards en septembre 1963. Les sources d'approvisionnement sont multiples. Il faut noter en particulier les dépôts en dollars des banques d'Europe orientale et les apports en provenance des Etats-Unis, le marché monétaire de New-York étant caractérisé par une large aisance à cette époque.

Entre le début de 1960 et la fin de 1962, les autorités italiennes, pour contrebalancer l'afflux de moyens liquides provenant de l'excédent de la balance des paiements, ont mis à la disposition des banques commerciales environ un milliard de dollars qui furent en majeure partie investis sur le marché de l'euro-dollar (1).

Du milieu de 1960 au début de 1962, la Bundesbank, pour contenir l'afflux de devises dû à l'excédent de la balance des paiements allemande a cédé environ un milliard de dollars contre Deutsche Mark aux banques commerciales avec obligation de les placer à l'étranger (2). Cependant, la situation de la balance des paiements allemande s'étant renversée à la suite de la réévaluation du Mark, ces cessions se sont progressivement ralenties jusqu'à cesser complètement au début de 1963 (3).

---

(1) Banca d'Italia, Assemblea Generale Ordinaria dei partecipanti, Anno, 1962, pp. 178 et ss., p. 212. (2) "Zur Geldexport - Politik der Deutscher Bundesbank", Geschäftsbericht der Deutscher Bundesbank für das Jahr 1962, pp. 16 et ss. (3) Geschäftsbericht der Deutscher Bundesbank für das Jahr 1963, pp. 32 et 85.

b. Septembre 1963 - mars 1964 : Plafonnement de l'activité (1).

A la suite du renversement de la balance des paiements de l'Italie à la fin de 1962, celle-ci devient la principale emprunteuse de dépôts en dollars : la position créditrice nette des banques italiennes à fait place à une position débitrice d'environ un milliard de dollars en septembre 1963 (2). A ce moment, les banques italiennes se voient interdire d'accepter des dépôts libellés en devises, ce qui a pour effet de stopper le développement de l'euro-marché pendant six mois environ (3). En outre, surviennent, à cet époque, la défaillance de la banque Hugo STINNES en Allemagne et la faillite de l'ALLIED CRUDE VEGETABLE OIL REFINING COMPANY entraînant la mise en liquidation de la maison de bourse IRA HAUPT à New-York; ces deux défaillances incitèrent les banques à une prudence accrue dans leurs opérations sur euro-devises. On remarque en effet que les depôts en monnaies étrangères confiés aux banques des huit pays d'Europe fléchissent legèrement entre septembre 1963 et mars 1964.

---

(1) Le total des engagements en dollars des banques communiquant des chiffres à la Banque des Règlements Internationaux est passé de $ 9.210 à $ 9.240 millions. 35e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p. 171.
(2) Banca d'Italia, op.cit., anno 1963, pp.130 et ss.
(3) Banca d'Italia, op.cit., p 223 - 35e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p 171.

c. Mars 1964 - février 1965 : Expansion (1).

Le marché doit son expansion, à cette époque, tant à l'augmentation de la demande qu'à celle de l'offre.

Du côté de la demande, il faut chercher la cause de son expansion dans le resserement progressif du crédit en Europe, au Royaume-Uni en particulier. Ce sont en effet les banques anglaises qui contribuent le plus à l'expansion du marché en collectant des dépôts en dollars pour les reconvertir ensuite en sterling et les prêter aux collectivités locales lorsque les taux à court terme à Londres dépassent, compte tenu des frais de couverture du risque de change sur le marché des devises, les taux pratiqués sur le marché de l'euro-dollar.(2).

Du côté de l'offre, la crise de la livre sterling en octobre 1964, et le relèvement du taux de l'escompte en Grande - Bretagne et aux Etats - Unis provoque un mouvement ascendant des taux sur le marché de l'euro-dollar. Il en résulte d'importants transferts de fonds vers celui-ci (3).

---

(1) Le total des engagement en dollars des banques communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux est passé de $ 9,2 milliards à $ 12 milliards. 35e Rapport de la Banque des Règlements Internationaux, p. 171. (2) 35e rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p.172 et ss. (3) ibidem, p. 179.

d. Février 1965 - juin 1965 : Plafonnement de l'activité (1).

En février 1965 est instauré aux Etats-Unis le programme de limitation volontaire des sorties de capitaux. Il en résulte d'importants retraits de fonds effectués par des résidents américains, retraits qui sont toutefois compensés par un rétablissement de l'équilibre des positions en devises des banques italiennes. Celles-ci reçoivent pendant les six premiers mois de 1965 de l'Office des Changes, dans le cadre de cessions spéciales, environ sept cents millions de dollars, alors que leurs engagements nets en devises ont fléchi de $ 200 millions (2). Etant donné que la Banque des Règlements Internationaux alimente aussi le marché à cette époque, on n'assiste pas à une brusque contraction du marché que les retraits de fonds effectués par les résidents américains auraient pu provoquer (3).

(1) Le total des engagements en dollars des banques communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux est passé de $ 94.070 millions à $ 13.900 millions. 36e Rapport de la Banque des Règlements Internationaux, p. 185. (2) Banca d'Italia, op.cit.,Anno 1965, pp. 194 et ss. (3) 36 e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p. 182.

e. Juin 1965 - décembre 1966 : Expansion par la demande (1).

Au cours de cette période le marché s'élargit considérablement, notamment à cause du resserement monétaire en Allemagne et aux Pays-Bas et de la crise de la livre sterlinf en juillet 1966. Cet élargissement du marché, par la progression des demandes de dépôts en dollars qui se manifeste, provoque une hausse des taux d'intérêt des dépôts à trois mois de 2 1/2 points en un an et cela malgré l'action des autorités monétaires italiennes qui encouragent des banques commerciales à effectuer des placements sur l'euro-marché pour compenser l'excédent élevé de la balance des paiements (2). Une telle situation de tension sur le marché entraîne l'intervention de la Banque des Règlements Internationaux en accord avec les banques centrales (3).

f. Janvier 1967 - décembre 1967 : Expansion par l'offre (4).

L'offre de dollars augmente de manière substantielle à cette époque. Ce fait s'explique en particulier par le ralentissement de l'activité et par l'assouplissement des conditions de crédit dans plusieurs pays européens, ainsi que des conversions de sterling provoqués par des mouvements

(1) Le total des engagements en dollars des banques communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux est passé de $ 13.900 millions à $ 19.420 millions. 37e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p.195. (2) Banca d'Italia, op.cit., Anno 1966, pp.173 et ss. (3) 37e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p.181. (4) Le total des engagements en dollars des banques communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux est passé de $ 19420 millions à $ 23.870 millions. 38e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p.197.

de défiance vis-à-vis de cette monnaie. On assiste cependant, au cours de cette année à des retraits massifs de fonds, généralement temporaires, dus à certaines tensions au point de vue monétaire ou politique.

g. Janvier 1968 - décembre 1968 : Expansion (1).

La très rapide expansion du marché au cours de cette année trouve son origine tant du côté de la demande que du côté de l'offre.

Du côté de la demande on notera en particulier trois facteurs (2). En premier lieu, le resserement du crédit aux Etats-Unis accroît sensiblement la demande des banques américaines sur le marché de l'euro-dollar (3). En deuxième lieu, les mesures restrictives prises aux Etats-Unis pour redresser la balance des paiements accroissent la dépendance des succursales en Europe des sociétés américaines à l'égard du marché de l'euro-dollar. En fin, les remous monétaires induisent une demande accrue de dollars aux fins de conversion en or ou en Deutsche Mark (4).

Du côté de l'offre, on notera l'accroissement de celle-ci, du principalement à la détente relative sur les

(1) Le total des engagements en dollars des banques communiquant des renseignements à la Banque des Règlements Internationaux est passé de ∅ 23.870 millions à ∅ 33.870 millions. 39e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, p.205. (2) 39e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, pp. 185 et 186. (3) cfr Section 5, paragraphes 1 et 3. (4) cfr. Section 5, paragraphe 3.

principaux marchés monétaires d'Europe et aux incertitudes monétaires qui mènent à la conversion de livres sterling et de francs français en dollar.

Bien que l'on ne dispose pas de statistiques pour le premier semestre de 1969, on constate au cours de cette période une vigoureuse expansion de la demande des succursales des banques américaines en Europe (1). Toutefois, l'offre sur le marché est insuffisante pour maintenir le niveau des taux, déjà élevé en 1968, et ceux-ci atteignent en juin 1969 un niveau reccord (2). L'insuffisance de l'offre s'explique en partie par les mesures restrictives prises dans différents pays d'Europe destinées à ralentir les sorties de capitaux au profit de l'euro-marché. Elle peut s'expliquer aussi par le fait que certains agents économiques, escomptant une réévaluation du Deutsche Mark, aient gardé des encaisses en cette monnaie plutôt qu'en dollar.

(1) 39e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, pp. 190 et 191. (2) cfr Section 5 paragraphe 1.

Section 5. Aspects monétaires du marché de l'euro-dollar.

Paragraphe 1. Implications du marché en ce qui concerne la gestion des banques commerciales.

a. Le marché de l'euro-dollar : un marché monétaire international pour les banques commerciales.

Le marché de l'euro-dollar sert tout d'abord de marché monétaire international pour les banques elles-mêmes. Ce marché leur permet, en effet, d'obtenir aisément les fonds liquides dont elles peuvent avoir besoin et d'y placer aisément leurs excédents de trésorerie. Lorsqu'elles sont confrontées à un marché monétaire national étroit, les banques trouvent dans celui de l'euro-dollar un marché international très souple qui facilitent grandement leurs opérations. On comprend dès lors leur attachement à cet instrument de premier choix. En outre, le marché leur permet, lorsqu'elles y exercent une activité régulière de maintenir leur statut international, les aidant ainsi à développer leurs opérations dans d'autres secteurs de l'activité financière. On peut ainsi constater que les banques opérant sur ce marché y travaillent le plus souvent avec des marges d'intérêt très réduites. Ce fait reflète moins leur souci de réaliser des opérations lucratives que celui de s'assurer ou de maintenir leur réseau international de clientèle grâce à l'important service qu'elles lui assurent ainsi.

b. Avantages du marché de l'euro-dollar pour les banques commerciales.

1. Le marché de l'euro-dollar permet aussi aux banques américaines et européennes de contourner certaines règlementations ou mesures restrictives pouvant affecter leurs opérations.

2. En ce qui concerne les banques américaines, des restrictions d'un type particulier expliquent en grande partie leur activité actuelle en Europe (1). En effet, les pourcentages de réserve obligatoire que les banques situées aux Etats-Unis doivent respecter en contrepartie de leurs engagements vis-à-vis de résidents ne doivent pas être observés envers leurs agences à l'étranger. Par conséquent, les banques américaines situées aux Etats-Unis empruntèrent de plus en plus sur le marché de l'euro-dollar par l'intermédiaire de leurs succursales à l'étranger; ces emprunts s'accrurent d'autant plus que le système de réserve federal s'efforçait de réduire la liquidité interne et que se résuisaient donc les sources de fonds aux Etats-Unis mêmes (2). Le tableau 8 fait apparaître l'accroissement très rapide des engagements des banques américaines vis-à-vis de leurs succursales à l'étranger :

Tableau 8

Engagements des banques américaines vis-à-vis de leurs succursales à l'étranger.			
en millions de dollars.			
Dernier jeudi du trimestre	Montant	Dernier jeudi du trimestre	Montant
1964 March 25	1.046	1967 March 29	3.412
June 24	917	June 28	3.166
September 30	1.166	September 27	4.059
December 30	1.183	December 27	4.241
1965 March 31	1.431	1968 March 27	4.920
June 30	1.436	June 25	6.241
September 29	1.611	September 25	7.131
December 29	1.345	December 25	6.936
1966 March 30	1.879	1969 March 26	9.762
June 29	1.951		
September 28	3.472		
December 28	4.036		

Source : Federal Reserve Bulletin, March 1969.

(1) "Euro-dollars in the liquidity and Reserve Management of United States Banks" F. Klopstock, Federal Reserve Bank of New-York, Monthly Review, july 1968.(2) "The Eurodollar Market and National Credit Policy", E.M. Bernstein, Quaterly Review and Investment Survey, Model, Roland & Co., INC, Second quarter 1969.

Le problème se pose actuellement de l'opportunité du maintien des dispositions légales actuellement en vigueur aux Etats-Unis. Plusieurs arguments furent d'ailleurs récemment développés à l'encontre du maintien de la législation américaine en la matière. D'une part, le maintien de celle-ci est néfaste aux pays européens. Leurs taux intérieurs subissent, en effet, la pression du haut niveau des taux sur le marché de l'euro-dollar, alors que l'imposition d'un coefficient de réserve obligatoire applicable aux engagements des banques américaines vis-à-vis de leurs filiales à l'étranger diminuerait leurs emprunts sur ce marché et y abaisserait par conséquent le niveau des taux (1). D'autre part, les emprunts des banques américaines contribuent à rendre plus liquide encore le marché monétaire des Etats-Unis alors que l'on y poursuit une politique de restriction de crédit et que de toute manière, ces emprunts n'améliorent pas la balance de paiements des Etats-Unis(2). Enfin, un dernier argument dont le caractère moins technique n'en diminue toutefois pas l'importance consiste à trouver anormal que les Etats-Unis prélèvent par le biais de ce marché l'épargne de pays européens dont le revenu par habitant est sensiblement inférieur au leur.

(1) "The Euro-dollar Market and National Credit Policy", op. cit.; "Euro-dollar transmit monetary disturbances", The First National Bank of Chicago, International Economic Review, Monthly Bulletin, April 1969; "Shock waves from the Eurodollar" Geoffroy Bell, The Times, April 21. (2) Le problème sera examiné plus en détail au cours de la section 6.

Plusieurs objections rencontrèrent ces arguments. D'une part, le système de reserve federal estimait que les emprunts des banques américaines sur le marché de l'euro-dollar n'amélioraient pas de façon sensible la liquidité de celles-ci. Le Système de reserve federal déclarait en outre disposer de moyens éfficaces pour s'opposer à toute augmentation de la liquidité interne (1). Il considérait par conséquent inopportun de modifier la règlementation en vigueur en appliquant un coefficient de réserve obligatoire aux engagements des banques américaines situées aux Etats-Unis vis-à-vis de leurs succursales à l'étranger. D'autre part, les banques commerciales américaines estimaient qu'une telle modification serait sans effet sur le niveau des taux sur le marché de l'euro-dollar car, dans cette hypothèse les emprunteurs américains se financeraient directement en Europe; le demande sur le marché de l'euro-dollar en serait par conséquent tout aussi soutenue et l'effet de la mesure envisagée serait nul sur le niveau des taux.

Néanmoins, au cours du mois de juin 1969, le Système de reserve federal révisa sa position et décida d'imposer un coefficient de réserve de 10% sur l'accroissement net des engagements des banques américaines vis-à-vis de leurs filiales à l'étranger par rapport à la moyenne de leurs engagements du mois de mai 1969. Il décida en outre d'imposer aux agents économiques américains empruntant directement en Europe la constitution d'un dépôt non-rémunéré

(1) "...(The) Federal Reserve can exert any degree of constraint it wishes to offset any expansion in total loans and investments of the banking system resulting from an inflow of Euro-dollars. Through net sales of Government securities in the open market or through an increase in reserve requirements against member bank's demand or time deposits, reserve pressures on member banks can be increased by any amount the Federal Reserve decides is desirable." A.W.Brimmer"Euro-dollars flows and the efficiency of U.S. monetary policy," A paper presented at the New School for Social Research, New-York, March 8, 1969.

équivalent à 10% de l'emprunt auprès d'une banque située aux Etats-Unis. Il semble cependant qu'une telle mesure ne réduira pas sensiblement la demande américaine sur le marché de l'euro-dollar et n'induira par conséquent pas d'effets à la baisse sur les taux. En effet, pour atteindre cet objectif, il eut fallu d'une part imposer un coefficient de réserve obligatoire de 20% c'est-à-dire égal à celui en vigueur sur le marché américain et l'appliquer non seulement à l'accroissement net des engagements des banques américaines par rapport à la moyenne de leurs engagements du mois de mai, mais au total de ceux-ci; d'autre part, la neutralisation de 10% de l'emprunt effectué en Europe par un agent économique américain s'applique seulement aux entreprises américaines n'ayant pas de filiales à l'étranger. En effet, dans le cas contraire, il suffirait que la maison mère située aux Etats-Unis se fasse transférer les fonds acquis par sa filiale sur le marché de l'euro-dollar sans que cette opération interne à la firme ne revète le caractère d'un emprunt direct sur le marché de l'euro-dollar. Or, la demande sur le marché de l'euro-dollar résulte surtout d'entreprises multinationales, cette dernière mesure sera donc pratiquement inopérante. Ce cas démontre encore une fois la difficulté de règlementer ce marché, ne fût-ce que pour en atténuer les effets. Le marché de par sa nature internationale trouve aussitôt une réponse aux restrictions qu'on voudrait lui imposer.

3. Dans cet ordre d'idée, on peut se référer à l'action de banques européennes et montrer comment le marché des euro-devises et de l'euro-dollar en particulier permet aux banques européennes d'échapper à certaines mesures restrictives prises dans l'un ou l'autre pays ou d'en atténuer les effets (1).

(1) cfr. section 2.

b. Désavantages du marché de l'euro-dollar (1).

Ces divers avantages ne vont pas sans un inconvénient majeur, celui su risque d'un bloquage du système par illiquidité soudaine. En effet, la structure de l'euro-marché est pyramidale; celui-ci repose essentiellement sur une base de dépôts à court terme. Sur cette base se négocient des prêts à échéances de plus en plus éloignées au fur et à mesure que la chaîne des transactions s'étend. On en arrive ainsi à ce que des besoins de crédit à moyen et même à long terme soient couverts en mettant en oeuvre des ressources en euro-devises obtenues à court terme (2). Si ces opérations ne sont pas menées avec prudence et si les banques opérant sur ce marché ne se ménagent pas des positions de repli, le marché pourrait être immobilisé par la défaillance d'un débiteur ou un brusque retrait de fonds (3). On peut en effet concevoir que des entreprises emprunteuses sur le marché de l'euro-dollar financent leurs opérations à moyen, voire à long terme avec des fonds à court terme obtenus sur le marché de l'euro-dollar en escomptant que leurs emprunts seront automatiquement renouvelés à l'échéance et qu'elles se voient déçues dans leurs prévisions.

On peut aussi concevoir que pour une raison ou l'autre, des fonds importants soient brusquement retirés du marché.

---

(1) Euro-dollar Market nicht ohne Gefahren, Industriekurier, 14-11-1963.
(2) On se rappelera à ce sujet la faillite de la Allied Crude Vegetable Oil Refining Company aux Etats-Unis, Echo de la Bourse du 10-12-1963. (3) "... Eurodollars are lent trough a chain of intermediaries and original sight deposits may be used for medium - an long term purposes the existence of the market represents (thus) te some extent a danger and it needs watching." Financial Times, 25-5-1964.

Le fait qu'il n'existe pas sur le marché de l'euro-dollar ni centrale de risque, ni prêteur de dernier ressort aggrave le risque d'immobilisation (1). En effet, l'absence de centrâle de risque qui pourrait renseigner sur les engagements contractés par un emprunteur permet à ce dernier d'obtenir simultanément sur plusieurs places des crédits dont le montant glabal n'a que de très lointainsrapports avec sa véritable surface financière. D'autre part, comme il n'y a pas sur ce marché de possibilité de recours automatique aux banques centrales et que l'octroi de facilités par le secteur bancaire américain présente un caractère très aléatoire comme le montrent les restrictions imposées aux Etats-Unis en ce qui concerne les prêts à l'étranger, les problèmes posés par l'immobilisation éventuelle du marché seront d'autant plus difficiles à résoudre (2). Il faut cependant faire remarquer que depuis quelques années déjà, comme on l'a déjà souligné, certaines banques centrales ainsi que la Banque des Règlements Internationaux ont coordonné leurs efforts pour stabiliser le marché au cours de périodes de tension. Mais il ne s'agissait que de tensions relativement faibles par rapport à des chocs graves que pourrait subir le marché de l'euro-dollar. En outre, les interventions des banques centrales se sont trouvées par chance concorder avec les impératifs de leur politique intérieure. En fait, la seule sécurité pour le marché de l'euro-dollar consisterait en désaccords formels de swap entre les banques centrales et la Banque des Règlements Internationaux, cette dernière ayant elle-même de tels accords portant sur des montants substantiels avec le Système Fédéral de Reserve américain. On aurait ainsi la certitude de disposer pour le marché d'un "prêteur du dernier ressort" et on pourrait ainsi éviter les conséquences éventuelles d'un défaut de paiement ou d'un retrait important de fonds du marché.

(1) Keeping Tabs on The Growth of Euro-Dollar Traffic, Financial Times, 26-2-1964 - (2) E. Wayne Clendenning, "Euro-dollars the problem of control - B. Reading, "Euro-dollars-Tonic an toxic ? " The Bankers' Magazine, November 1967.

Toutefois, quelle que soit la réalité de ce risque d'immobilisation du marché, il a, semble-t-il, souvent été exagéré. La transformation de disponibilités à court terme en prêts à long terme est l'essence même de l'activité bancaire et ne relève en aucune manière de pratiques particulières au marché de l'euro-dollar (1). Si cette pratique comporte certains risques, ils ne dépassent pas ceux que l'on est prêt à accepter dans la pratique bancaire courante. Tant que les opérations seront menées par des banques de premier plan, il semble bien que les risques courus ne dépassent pas les limites tolérables. Quant au risque résultant de la défaillance d'un emprunteur les banques se couvrent toujours contre cette éventualité en se ménageant des positions de repli, soit qu'elles disposent suffisamment de réserves liquides convertibles en dollars, soit qu'elles puissent tirer sur des facilités de crédits dont elles disposent à New-York pour remédier à des pénuries temporaires de liquidités. En fait, les risques inhérents aux transactions sur l'euro-marché sont avant tout fonction de la "moralité" des opérateurs. Tant que les opérations sur dépôts en devises seront effectuées par des professionnels avertis et conscients des risques auxquels des opérations spéculatives peuvent donner naissance, tant que les débiteurs feront l'objet d'une sélection rigoureuse et tant que les transactions seront conduites sur des bases saines, les risques courus ne dépasseront pas les limites tolérables.

---

(1) - "On retrouve sur ce type particulier de marché les deux risques propres à la profession bancaire, le risque d'immobilisation et le risque d'insolvabilité. Le premier réside justement dans la propension de certains à transformer des ressources en euro-dollars à court terme en emplois à long terme; quant au risque d'insolvabilité, il est inhérent à ce type d'opérations puisque les entreprises et les banques utilisatrices ne sont pas à l'abri d'une défaillance." AGEFI, 24-1-1967.

Paragraphe 2. Implications monétaires du marché des euro-devises au point de vue de la politique monétaire.

L'examen des implications monétaires du marché des euro-devises impose de s'attacher aux effets de celui-ci sur les politiques monétaires menées à des fins d'équilibre externe ou interne.

a. Effets du marché des euro-devises sur la politique monétaire menée à des fins d'équilibre externe.

1. Les fonds à court terme sont, plus que ceux à échéance plus éloignée, sensibles aux différences de taux d'intérêt. De légères différences de taux d'intérêt par rapport aux taux sur les marchés étrangers induisent des entrées ou des sorties de fonds qui contribuent au rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements du pays agissant sur le niveau de ses taux. Comme le marché de l'euro-dollar donne encore plus de rapidité aux mouvements de fonds à court terme, puisqu'il a précisément pour objet de collecter et de distribuer les fonds à court terme, il permet de remédier avec plus de facilité encore à des déséquilibres de caractère temporaire (1). D'une façon générale, l'existence du marché de l'euro-dollar permet d'atténuer plus facilement les conséquences sur les réserves officieles de change des mouvements de capitaux à court-terme. Ainsi des pays à balance déficitaire comme l'Angle-

(1) " Le marché de l(euro-dollar apparaît comme un instrument de compensation internationale de liquidités en permettant de les diriger vers les pays et les zones monétaires qui ont besoin de liquidité internationale pour faire disparaître un déséquilibre temporaire de leur balance des paiements." R.Dohm, Le marché des euro-devises au service de l'expansion, XXIe table ronde des problèmes de l'Europe, 15/16 novembre 1968.

terre ont pu, à certaines époques, en relevant leurs taux intérieurs, attirer d'importants capitaux flottants par le canal de l'euro-dollar et éviter ainsi en partie des ponctions sur leur réserves; de même, des pays à balance excédentaire comme l'Allemagne ont neutralisé partiellement l'influence de leur surplus sur la liquidité interne et sur leurs réserves officielles en incitant leurs banques commerciales à prêter ces excédents sur le marché de l'euro-dollar (1).

Il va de soi qu'il serait dangereux et contraire aux règles admises de processus d'ajustement d'avoir recours à ce marché pour masquer la nécessité d'un réajustement fondamental de la balance des paiements ou pour en différer l'introduction.

2. Il faut noter que le niveau actuel des taux sur le marché de l'euro-dollar rend de plus en plus difficile la manipulation des taux intérieurs à des fins d'équilibre externe (2). Malgré les relèvements successifs des taux intérieurs en Europe au cours de l'année 1968 et au premier semestre de 1969, les autorités monétaires de certains pays furent contraintes de prendre un ensemble de mesures directes destinées à éviter les sorties de capitaux (3). Parmi celles-ci, on citera les directives adressées aux banques de plusieurs pays d'Europe par leurs autorités nationales respectives (4) :

---

(1) cfr. Section 3 et 4. (2) cfr. tableau 8, paragraphe 3. (3) cfr. tableaux 9 et 10, paragraphe 3. (4) 39e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux.

- en Belgique : " Un plafond a été imposé aux banques en ce qui concerne l'ensemble de leurs positions au comptant en devises étrangères acquises sur le marche règlementé des changes et de leurs avances en francs convertibles."

- en Italie : " A la fin mars 1968, les banques ont été invitées à réduire progressivement leurs avoirs nets à l'étranger de façon que l'aquilibre de leurs positions en devises soit rétabli pour le 30 juin 1969."

- au Danemark : " En février 1968, la banque centrale a invité les banques à réduire d'un cinquième environ leurs avoirs en devises et, pour les encourager à lui confier des fonds en dépôts, elle a amélioré les conditions de rémunération offertes."

On notera aussi le rétablissement du contrôle des changes en France.

b. Effets du marché des euro-devises sur la politique monétaire menée à des fins d'équilibre interne.

1. L'existence du marché des euro-devises et celui de l'euro-dollar en particulier, déforce à double titre les mesures de politique monétaire prises à des fins d'équilibre interne.

En premier lieu, le marché de l'euro-dollar affecte sensiblement le niveau des taux intérieurs. En effet, on vient de voir que pour éviter un courant d'offre trop important sur le marché de l'euro-dollar, les banques commerciales doivent offrir aux dépôts susceptibles de s'y placer

un rendement égal à celui pouvant être obtenu sur le marché de l'euro-dollar diminué du coût de la couverture à terme. Cet état de fait peut amener dans certains pays où le marché monétaire est déjà tendu, des tensions supplémentaires en imposant au système bancaire des charges difficile à soutenir. De plus, ces tensions sur les taux à court terme peuvent se répercuter sur les taux à moyen et à long terme; ce relèvement de la structure des taux intérieurs risque d'affecter d'un manière totalement indépendante de la volonté des autorités nationales le rythme de l'activité intérieure.

En second lieu, le marché de l'euro-dollar déforce les mesures éventuelles que pourraient prendre les banques centrales pour restreindre le crédit. En effet, de par l'existence du marché des euro-devises, les banques commerciales peuvent accepter des dépôts en devises et, après les avoirs convertis en monnaie locale, les reprêter aux emprunteurs nationaux. D'autre part, les emprunteurs peuvent aussi obtenir par le biais de l'euro-marché des prêts auprès de banques étrangères. Ainsi donc, on constate que malgré l'adoption par les banques centrales de mesures restrictives affectant le volume du crédit et pour autant que n'apparaissent pas de mesures sélectives affectant les opérations des banques commerciales avec l'étranger, les agents économiques ayant accès au marché pourront toujours atténuer l'impact des restrictions imposées par les banques centrales (1).

Il convient toutefois de faire remarquer que si le marché de l'euro-dollar n'existait pas, les fonds de résidents pourraient de toute manière circuler du fait de la convertibilité et de la liberté des changes. Par conséquent, s'il y avait manipulation des taux d'intérêt à des fins internes, par exemple une politique d'expansion par des bas

(1) F. Klopstock, The Euro-dollar market : Some unresolved issues, op.cit., p.22.

taux d'intérêt, celle-ci risquerait d'être en partie contrecarrée par une sortie de capitaux flottants à la recherche de rendements plus élevés. L'existence des capitaux flottants, qu'ils empruntent ou non les canaux de l'euro-dollar réduit donc de toute manière l'autonomie des politique nationales du fait de la convertibilité et de la liberté des changes (1).

2. Le marché des euro-devises ne comporte toutefois pas que des éléments négatifs en ce qui concerne la politique monétaire menée à des fins d'équilibre interne (2).

Ce furent la Bundesbank et l'Office des Changes italien qui les premiers firent apparaître la vocation monétaire des euro-devises en intervenant eux-mêmes par des prêts de monnaie étrangère sur leur marché national. Il agissaient ainsi pour influencer les taux à court terme sur leur marché national en rendant ce marché plus liquide ou pour éviter une sortie visible de capital. En effet, les dollars peuvent être employés à deux fins : soit pour financer une importation de marchandise ou une sortie de capital, soit pour financer une opération de caractère interne, les dollars empruntés étant alors convertis en monnaie nationale. Dans le premier cas, un emprunt en devises qui laisse intacte la masse monétaire nationale et les réserves de devises se substitue à une vente de monnaie nationale.

---

(1) A. Swoboda, The Euro-dollar market : An interpretation, Essays in international finance, n° 64, Princeton, 1968, p. 35. (2) cfr. section 3, paragraphe 1 a. 2.

contre devises auprès de la banque centrale, vente qui eût réduit d'un montant équivalent et la masse monétaire et les réserves de devises de la banque, l'effet est donc anti-déflationniste. Dans le second cas, le prêt accordé en dollars à un utilisateur interne se traduit par une vente de ces mêmes dollars à la banque centrale contre monnaie nationale émise par cette dernière ou encore par un emprunt en monnaie nationale gagé sur les dollars empruntés par l'utilisateur. Ceci aboutit nécessairement à un accroissement de la masse monétaire active et par conséquent l'effet est inflationniste. En fait deux effets inflationnistes se succèdent et se cumulent ; d'une part, un afflux de devises dans les réserves de la banque centrale si la balance des paiements est positive et donc un accroissement de la masse monétaire globale, d'autre part, la mise en circulation de monnaie nationale en contrepartie de prêts consentis sous forme d'euro-devises. On voit donc un double effet inflationniste dans le pays créditeur; l'effet direct dû à une importation de capital créatrice de monnaie nationale et l'effet indirect dû à la transformation en euro-devises des devises détenues par la banque centrale. On perçoit ainsi les avantages que les banques centrales peuvent tirer d'une manipulation judicieuse des devises sur le marché des euro-devises en en introduisant sur le marché ou au contraire en les retirant et en les reprêtant à l'étranger quand la liquidité leur paraîtra excessive. Une telle opération correspond exactement à une procédure d'open market policy. Au lieu de porter sur des titres, elle porte sur des euro-devises et l'on conçoit que dans des pays où le marché des capitaux est peu développé et qui ne disposent pas d'une grande masse d'obligations, les euro-devises soient un excellent adjuvant.

Paragraphe 3. Les taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar.

1. La hausse très brutale des taux d'intérêt sur l'euro-marché au cours du premier semestre de l'année 1969 est un sujet de vive préoccupation tant pour les autorités monétaires que pour les milieux bancaires.

Cette hausse apparaît au tableau 9 ci-dessous :

Tableau 9 .

Taux à trois mois sur l'euro-marché.
(en fin de période)

	1968				1969			
	I	II	III	IV	I	Avril	Mai	Juin
Dollar	6 1/2	7 5/16	6 1/4	7 5/16	8 5/8	8 9/16	10 1/2	11 7/16
Ster-ling.	13 1/2	11 7/8	8 1/8	11	11 1/2	13 7/8	17 1/2	14 1/4
Deutsche Mark	3 13/16	3 9/16	4 1/4	3 1/8	4 9/16	3 1/4	3 3/4	5 13/16
Franc Suisse	3 7/8	4 3/4	5	5 1/2	6 5/8	6 1/4	7 3/8	...

Source : Kredietbank, S.A. Luxembourgeoise.

Note : Les taux d'intérêt pratiqués sur les dépôts en d'autres euro-monnaies sont fonction du profit net que laisse un swap en dollars. Par exemple si le Deutsche Mark ou le franc Suisse se traitent avec un report de 1/2 % l'an, le taux d'intérêt pour les dépôts à trois mois en Deutsche Mark ou en franc Suisse à Londres tendra à être inférieur d'environ 1/2% à celui des dépôts en dollar à trois mois.

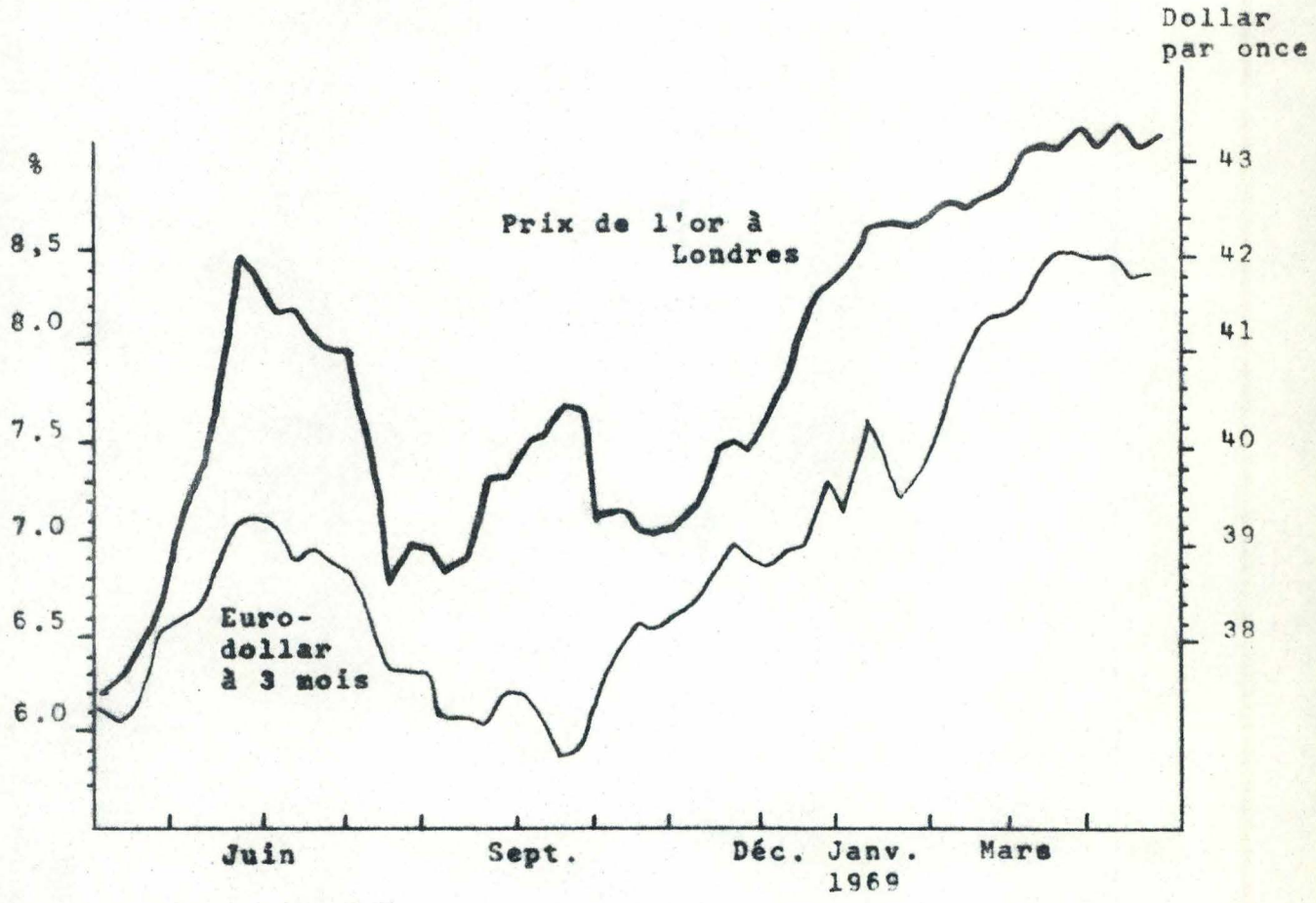
2. Avant d'en déterminer les causes, il convient d'analyser brièvement le mécanisme de la formation des taux sur ce marché. A cet égard, une remarque s'impose. En effet, le niveau des taux sur l'euro-marché n'est soumis à aucune

intervention directe des autorités monétaires et les fluctuations de ceux-ci reflètent donc uniquement les modifications de l'offre ou de la demande.

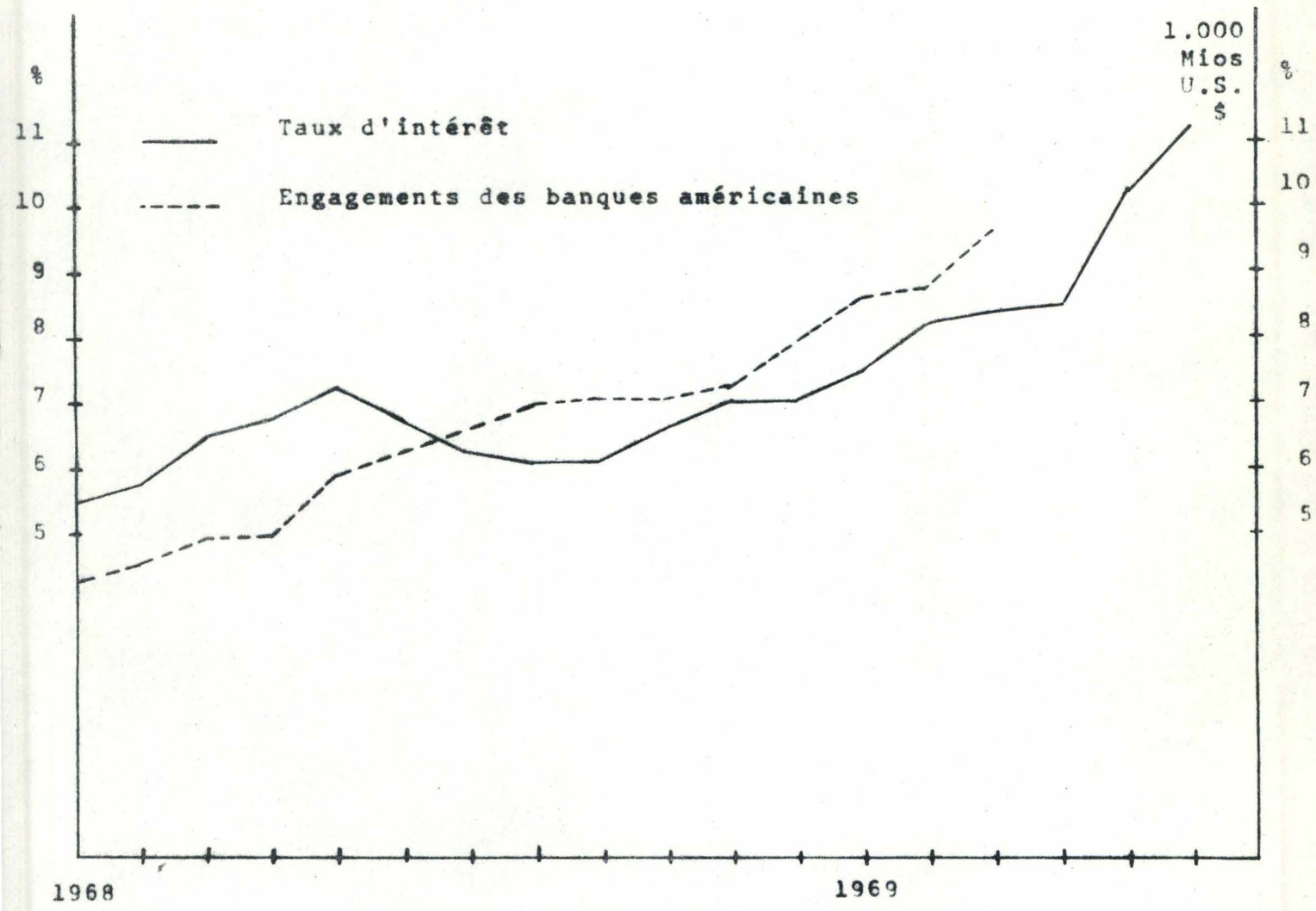
En ce qui concerne l'offre, celle-ci provient essentiellement d'Europe, depuis l'adoption aux Etats-Unis des mesures directes destinées à limiter les sorties de capitaux. Par conséquent, la hausse des taux d'intérêt sur les marchés nationaux d'Europe ou l'adoption de mesures directes visant à diminuer les sorties de fonds affecte sensiblement l'offre sur l'euro-marché. Toutefois, comme on l'a vu, les autorités monétaires de plusieurs pays d'Europe, en particulier d'Allemagne et d'Italie, alimentèrent à plusieurs reprises le marché, soit pour y stabiliser le niveau des taux, soit pour compenser un excès de liquidité interne résultant d'un surplus de leur balance des paiements.

En ce qui concerne la demande, celle-ci provient tant d'agents économiques américains qu'européens. Leur part relative est cependant difficile à évaluer. Par conséquent une politique de restriction de crédit, soit aux Etats-Unis, soit en Europe, induit un accroissement de la demande sur l'euro-marché. La demande s'accroît aussi sensiblement au cours de périodes d'incertitude monétaire. En effet, nombreux sont les agents économiques qui, au cours de ces périodes, spéculent à la hausse du prix de l'or ou à la réévaluation du Deutsche Mark et acquièrent à cet effet des dollars sur l'euro- marché en vue de les arbitrer contre or ou Deutsche Mark. Il est intéressant de constater la relative similitude des fluctuations du prix de l'or et des taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar telle qu'elle apparaît sur le graphique ci-après. On ne peut toutefois, en raison de la brève durée de la période d'observation, déterminer si l'existence du marché de l'euro-dollar favorise de manière positive la spéculation.

Taux d'intérêt à trois mois sur le marché de l'euro-dollar et le prix de l'or à Londres
Avril 1968-1969



Taux d'intérêt à trois mois sur le marché de l'Euro-dollar et engagements des banques américaines vis-à-vis de leurs succursales à l'étranger.



Le caractère quasi-indépendant de l'ensemble des facteurs affectant l'offre et la demande sur le marché de l'euro-dollar ne permet pas de déterminer avec précision les causes exactes d'une variation des taux sur le marché de l'euro-dollar. Toutefois, l'observation de celui-ci a fait apparaître son aspect organique et fonctionnel. En effet, à chaque augmentation de la demande résultant par exemple d'une penurie de capitaux sur les marchés nationaux, il se créait une offre en réponse à la hausse des taux qui en résultait.

3. Au cours du premier semestre de 1969, on constate que l'équilibre entre l'offre et la demande s'est progressivement tendu et il en est résulté une très rapide hausse des taux. Celle-ci resulte essentiellement de deux éléments.

Du côté de la demande, on a assisté aux emprunts massifs des succursales des banques américaines en raison de la politique de restriction de crédit et des dipositions particulières de la règlementation bancaire aux Etats-Unis (1).

Du côte de l'offre, la hausse des taux provoquée par cette augmentation n'a cependant pas induit un mouvement de fonds suffisant pour maintenir les taux au niveau des périodes antérieures. Deux raisons peuvent expliquer partiellement cette relative pénurie de l'offre. D'une part, lehaut niveau des taux atteint sur le marché de l'euro-dollar à la fin de l'année 1968 obligea les autorités monétaires des différents pays d'Europe à relever leurs taux intérieurs ainsi qu'il apparaît aux tableaux 10 et 11 ; de plus elles furent contraintes, dans de nombreux cas de prendre un ensemble de mesures directes destinées à éviter les sorties de capitaux.

(1) cfr. section 2 et section 4

Tableau 10

Taux d'escompte des banques centrales.

	1968				1969			
	I	II	III	IV	I	Avril	Mai	Juin
Etats-Unis	5,00	5,50	5,25	5,50	-	6,00	6,00	-
Royaume - Uni	7,50	-	7,00	-	8,00	-	-	-
Belgique	3,75	-	-	4,50	5,00	5,50	6,00	-
Danemark	7,00	6,50	6,00	-	7,00	-	9,00	-
France	3,50	-	5,00	6,00	-	-	6,00	7,00
Allemagne	3,00	-	-	-	-	4,00	-	5,00
Italie	3,50	-	-	-	-	-	-	-
Pays-Bas	4,50	-	-	5,00	-	5,50	-	-
Norvège	3,50	-	-	-	-	-	-	-
Suède	5,50	-	-	5,00	6,00	-	-	-
Suisse	3,00	-	-	-	-	-	-	-
Canada	7,50	-	6,00	6,50	7,00	-	7,00	7,50
Japon	6,21	-	5,84	-	-	-	5,84	-

Source : International Financial Statistics, volume XXII, nr 7, july 1969.

D'autre part, nombreux sont les agents économiques qui escomptent une réévaluation du Deutsche Mark et préfèrent donc détenir leurs encaisses en cette devise plutôt qu'en dollars malgré les mesures prises en Allemagne qui obligent les banques commerciales à confier à la banque centrale, aux fins de stérilisation, la totalité des dépôts en devises ou en Deutsche-Mark de non-résidents (1).

Dans les circonstances actuelles, on ne peut s'attendre a un relâchement des mesures défensives européennes ou àun

(1) Il faut souligner l'impact relativement réduit de cette mesure. En effet, la plupart des agents économiques opérant sur l'euro-marché sont des entreprises multi-nationales ayant presque toutes une filiale en Allemagne. Il leur suffit dès lors de transférer leurs avoirs en devises à leurs filiales qui les déposent auprès de banques allemandes et en obtiennent une rémunération, puisqu'il s'agit dans ce cas d'un dépôt de résident.

T a b l e a u 11

Taux à trois mois sur le marché monétaire (1)

	1967	1968				1969
	Dec.	Mar.	June	Sept.	Dec.	Mar.
BELGIUM						
- 3 months Treasury certificates	4.40	3.95	3.75	3.80	4.75	6.00
- 4 months Fonds des Rentes cert.	4.90	4.40	4.25	4.35	4.95	6.20
- Special maxim.Rate for signale time deposits	4.75	4.60	4.25	4.25	7.25	7.25
- Euro F.B.	4.50	4.35	4.35	4.50	7.00	-
FRANCE						
- Yield on new issues of one year Treasury bills	5.23	5.40	5.50	7.80	8.41	8.93
- Rate for 3 months interbank money against private paper	4.94	5.19	5.75	7.00	8.50	8.63
- 3 months time deposits	2.75	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00
- Euro-franc	5.10	5.35	(2)8.50	(2)10.50	(2)17.00	-
GERMANY						
- Effective yield on 60 to 90 days Treasury bills applying to sales by German central bank	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78
- 3 months interbank deposits	4.63	3.75	3.75	3.50	4.50	4.25
- 3 months time deposits of large amounts	4.00	3.25	3.25	3.38	4.38	4.25
- Euro-mark	3.72	3.61	3.42	4.04	2.88	4.50
ITALY						
- Yield on new issues of 12 month Treasury bonds	3.67	3.63	3.63	3.52	3.63	3.63
- Interbank deposits	3.52	3.41	3.63	3.52	3.41	3.63
- 3 months time deposits of Lit 100 million or more	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
- Euro-lire					6.42	

.../...

T a b l e a u 11 (suite)

Taux à trois mois sur le marché monétaire

	1967	1968				1969
	dec.	March	June	Sept.	Dec.	March
NETHERLANDS						
- 3 months Treasury bill yields	4.60	4.50	4.87	4.60	5.00	5.19
- 3 months municipal loans	5.50	4.56	5.88	5.06	6.13	7.13
- 3 months time deposits of large amounts	5.75	4.75	5.63	5.13	6.25	7.13
- Euro-florin	4.94	4.62	5.78	5.30	6.24	7.12
SWITZERLAND						
- 3 months Treasury bills	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
- 3 months bank time deposits	4.00	2.75	3.75	3.75	4.25	4.75
- 3 months time deposits	4.00	2.75	3.75	3.75	4.25	4.75
- Euro-franc suisse	4.95	3.72	4.62	4.87	5.31	6.48
UNITED KINGDOM						
- 91 days Treasury bills at tender	7.48	7.11	7.24	6.58	6.78	7.78
- 3 months local authority deposits	8.00	8.13	8.13	7.44	7.75	8.88
- 3 months time deposits	7.88	8.00	8.00	7.25	7.63	8.75
- Euro-Sterling	9.25	11.56	12.38	7.81	11.25	8.50
UNITED-STATES						
- 3 months Treasury bills	4.96	5.12	5.29	5.10	6.24	5.96
- 3 months prime finance company paper	5.50	5.50	6.13	5.50	6.13	6.50
- 3 months negotiable cert.of deposits	5.50	5.50	6.00	5.63	6.00	6.00
- Euro-dollar	6.31	6.38	6.88	6.25	7.13	8.51

(1) Taux en fin de mois. (2) Taux indicatifs.
Source : World Financial Markets - Morgan Guaranty, Trust Company, Economists Department. April 15, 1969.

renversement dans l'attitude des agents économiques vis-à-vis du Deutsche-Mark. D'autre part, l'importance primordiale pour les Etats-Unis de mener à bien leur politique anti-inflatoire, tant pour rétablir l'équilibre interne de leur économie que pour consolider la confiance dans le dollar et, par conséquent, sauvegarder le système actuel des paiements internationaux, leur impose de maintenir et même de renforcer les mesures actuellement en vigueur. On ne peut donc s'attendre, ni du côté de l'offre, ni du côté de la demande sur l'euro-marché, à de rapides modifications (1). Les effets néfastes, à certains égards, pour plusieurs pays européens de la hausse généralisée des taux qui en résulte doivent être considérés actuellement comme un moindre mal et acceptés comme tel ainsi que l'expliquait récemment le gouverneur de la Banque Nationale Suisse (2): "The repercussions on Europe of the rise in interest Rates via the Euro-dollar market and the risk that the fight against inflation in the U.S. might lead to a temporary recession rather than to normalisation, will have to be put up with the lesser of two evils."

(1) En supposant que ne soit pas modifiée la règlementation bancaire en vigueur aux Etats-Unis, cfr. section 2. (2) Speech delivered by Dr. E. Stopper, President of the Direktorium of the Swiss National Bank, at the annual general meeting of the Swiss National Bank on 21.3.69.

Section 6. Le marché de l'euro-dollar et la balance des paiements des Etats-Unis.

Parmi l'ensemble des devises qui constituent le marché des euro-devises, le dollar détient une position de premier plan. De nombreuses thèses ont été émises sur l'effet du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis sur le marché de l'euro-dollar et réciproquement sur l'effet de ce marché sur l'équilibre de la balance américaine. Aussi, est-il nécessaire de s'attacher quelque peu à cette question d'autant plus importante que les problèmes de mécanismes d'ajustement des balances de paiements, en particulier celle des Etats-Unis, sont au centre des préoccupations actuelles en ce qui concerne l'équilibre des paiements internationaux et le fonctionnement du système des paiements internationaux.

Paragraphe 1. Influence du marché de l'euro-dollar sur la balance des paiements des Etats-Unis.

1. Avant d'examiner les effets directs du marché de l'euro-dollar sur la balance des paiements des Etats-Unis, il est utile de souligner que ce marché contribua, en tout état de cause, à soutenir le niveau de l'encaisse-or des Etats-Unis, malgré le déficit continu de la balance des paiements américaine. En effet, ce marché réduisit sensiblement les demandes de conversion en or auprès du Trésor américain des encaisses en dollars détenues par des non-résidents. D'une part, les banques commerciales trouvèrent sur ce marché un emploi profitable à leurs avoirs en dollars et ne les cédèrent donc pas à leur banque centrale.

D'autre part, les banques centrales alimentèrent elles-mêmes le marché et y intervinrent à plusieurs reprises afin de le stabiliser; elles disposèrent par conséquent d'autant moins d'encaisses en dollars et furent de surcroît moins désireuses d'opérer leur conversion en or. Le déficit ne s'est donc pas accompagné d'une réduction substantielle du stock d'or des Etats-Unis (1).

Le marché de l'euro-dollar représente toutefois un grave menace pour l'encaisse des Etats-Unis en cas de défiance soudaine vis-à-vis du dollar. Conscients de cette menace, les Etats-Unis s'attachent à renforcer la confiance dans leur monnaie en mettant en oeuvre des mesures destinées à rétablir l'équilibre interne et externe de leur économie.

2. L'effet direct du marché de l'euro-dollar semble defavorable à l'équilibre de la balance américaine. En effet, il semble neutre sur les sorties de capitaux à court terme et négatif sur les entrées de ceux-ci. Toutefois, l'absence de statistiques concernant les mouvements de fonds motivés par l'existence du marché de l'euro-dollar commande de ne pas énoncer de manière catégorique une telle affirmation.

En ce qui concerne les sorties de capitaux, on constate que l'attrait des taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar a induit vers celui-ci un flux de capitaux à court terme en provenance des Etats-Unis (2). L'adoption du programme de redressement de la balance des paiements américaine a cependant réduit ces mouvements de fonds. Quant aux aspects positifs de l'euro-marché sur la balance américaine, on soulignera le fait que celui-ci permet aux firmes américaines installées à l'étranger de se financer directement dans le pays où elles opèrent plutôt que de se financer aux

(1) "... by their willingness to compete for Eurodollars through their foreign branches, American commercial banks have heer instrumental this year in dampening the rate at which foreign official institutions accumulate claims against the official reserves of the United States." A.F. Brimmer, September 19. (2) F. Klopstock, op.cit.,

Etats-Unis. Le cumul de ces effets positifs et négatifs mène à la conclusion que le marché de l'euro-dollar n'exerce pas d'effet déterminant sur les sorties de capitaux à court terme des Etats-Unis (1).

En ce qui concerne les entrées de capitaux, il semble bien que la différence de taux d'intérêt en faveur du marché de l'euro-dollar ait détourné du marché américain les balances en dollars détenues par les non-résidents (2).

Ainsi donc, en constatant l'effet indéterminé du marché de l'euro-dollar sur les sorties de capitaux à court terme et son effet négatif sur les entrées de ceux-ci aux Etats-Unis, on conclu à l'effet négatif de l'euro-marché sur la balance américaine des capitaux à court terme. Il convient toutefois d'être très prudent dans l'énoncé de cette conclusion. On ne dispose, en effet, d'aucunes statistiques qui pourraient l'infirmer ou la confirmer. D'autre part, il faut garder à l'esprit l'effet positif du marché de l'euro-dollar sur l'encaisse des Etats-Unis. On citera à ce propos les phrases récentes d'un financier anglais sur la question : "Thre is no doubt but that a higher interest rates in the euro-dollar market have caused private non-residents of the U.S. to hold bigger dollar balances than they otherwise would have done. This must have lessened the flow of dollars to official monetary institutions which would have exchanged them for gold; it would have benefited the U.S. payments balance on an official settlements definition, which defines the balances as the change in reserve assets and in liquid and non-liquid liabilities to foreign monetary institutions (3).

(1)F. Klopstock, op.cit.; (2) idem. (3) H. Christie, Euro-dollars and the Balance of Payments, The Banker, January 1967, n° 491.

3. L'analyse qui précède ne s'attache pas à l'effet sur la balance des paiements américaine des rapatriements de fonds aux Etats-Unis par l'intermédiaire des filiales étrangères des banques situées aux Etats-Unis. Or, ce phénomène qui s'est particulièrement développé au cours des derniers mois revêt actuellement une importance prédominante; on lui attribue, comme on l'a vu, la responsabilité de la forte hausse des taux sur le marché de l'euro-dollar au cours du premier semestre de 1969 (1).

L'effet de ces rapatriements de fonds aux Etats-Unis varie selon la méthode de calcul de la balance des paiements. On présente le plus souvent la balance américaine sous forme de balance des liquidités ou de balance des règlements officiels (2).

Dans le premier cas, les rapatriements de fonds aux Etats-Unis n'ont aucune influence sur la balance des paiements américaine. En effet, il y a un simple transfert d'engagement liquide d'un agent économique étranger à un autre, en l'occurence la filiale étrangère.

Dans le second cas, ces rapatriements ont un effet positif. En effet, les engagements et avoirs à court terme vis-à-vis d'organismes monétaires non officiels sont recencés "au-dessus de la ligne"; comme il s'agit d'une augmentation des engagements à court terme de banques situées aux Etats-Unis vis-à-vis de filiales étrangères, il y a amélioration de la balance des règlements officiels.

La dualité de la définition de la balance des paiements américaine empêche d'apporter une réponse définitive à la question de l'effet sur la balance des paiements américaine de l'augmentation des engagements des banques situées aux Etats-Unis vis-à-vis de leurs filiales étrangères.

---

(1) cfr. Section 5 paragraphes 1 et 3. (2) La balance des liquidités est la balance des transactions autres que les variations des réserves officielles et des engagements liquides vis-à-vis des étrangers; la balance des règlements officiels est la balance sur les transactions autres que celles portant sur les réserves officielles.

De par le statut de monnaie de réserve de dollar, les Etats-Unis doivent considérer tant le montant de leurs engagements que celui de leurs réserves. Selon qu'ils incluent ou non les engagements du secteur commercial, la situation de leur balance des paiements s'en verra modifiée.

Paragraphe 2. Influence de la balance des paiements américaine sur le marché de l'euro-dollar.

1. Bien que la balance des paiements américaine dégage, en 1968, un excédent au titre des règlements officiels, le sens de l'évolution de la balance des paiements des Etats-Unis demeure encore incertain (1). On peut, à ce propos, émettre tant l'hypothèse d'un rétablissement durable que celle de la persistance d'un déséquilibre fondamental de la balance américaine. Dans l'un ou l'autre cas, l'état de la balance américaine aura des conséquences sur le marché de l'euro-dollar.

2. Le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis est certes la cause ultime d'accumulation de dollars par des non-résidents, il n'explique toutefois pas le marché de l'euro-dollar au point que celui-ci disparaisse si la balance des paiements américaine se rétablissait ou dégageait un excédent durable au cours des années à venir, comme la thèse en fut souvent soutenue. Ce raisonnement relève, en réalité, d'une conception fausse du marché qui consiste à le considérer en termes nets et non en termes bruts. Au contraire, seuls importent, sur ce marché, les flux financiers de pays à pays et non les soldes de ceux-ci. En effet, la balance américaine

(1) 39e Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, pp. 42 et ss.

si elle peut être équilibrée ou même excédentaire au niveau global, n'en reste pas moins différenciée dans sa structure vis-à-vis des différents pays. Elle sera tantôt positive, tantôt négative vis-à-vis de l'un ou de l'autre de ces pays. Il y a donc un élément de déphasage géographique expliquant que les prêteurs sur le marché de l'euro-dollar seront les résidents de pays dont la balance est excédentaire vis-à-vis des Etats-Unis, tandis que les emprunteurs seront les résidents de pays se trouvant dans la situation inverse. Il y a d'autre part, un élément de déphasage dans le temps. En effet, la situation de la balance des paiements américaine est établie à une date précise et celle-ci ne reflète pas les évolutions au cours de la période considérée. Ces déphasages géographiques et dans le temps expliquent que le marché de l'euro-dollar subsisterait dans le cas d'un rétablissement ou d'un excédent durable de la balance des paiements américaine. Naturellement, la cause ultime d'accumulation de dollar à l'étranger ayant disparu, le marché se réduirait, il ne disparaîtrait pas pour autant (1).

3. Non seulement le rétablissement d'un équilibre fondamental et durable de la balance des paiements américaine ne fera pas disparaître le marché, mais on peut au contraire affirmer que ce rétablissement est la condition nécessaire au maintien du marché de l'euro-dollar. En effet, ce marché résulte directement de la libre convertibilité des monnaies. Or, le persistance du déséquilibre actuel du système des paiements internationaux et l'inefficacité relative

(1) Paul Einzig, The Euro-dollar market has achieved permanency, The Commercial and Financial Chronicle, 14-3-1963.

des mécanismes destinés à maintenir l'équilibre du système conduisent divers pays,du fait de la spéculation sur les monnaies qu'entraînent de tels déséquilibres, à prendre, à des degrés divers, des mesures destinées à protéger leur propre monnaie. On pourrait ainsi progressivement évoluer vers un contrôle des changes généralisé qui aboutirait en fait à la suppression de la libre convertibilité des monnaies. L'assainissement fondamental de la balance des paiements américaine, en contribuant au rétablissement de l'équilibre des paiements internationaux, serait ainsi un gage du maintien de la libre convertibilité et, par conséquent, du marché de l'euro-dollar.

CHAPITRE 2 LE MARCHE DES EURO-DEVISES ET LE SYSTEME DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

La dimension du marché de l'euro-dollar et ses implications en ce qui concerne la gestion des banques commerciales, la politique monétaire ou l'équilibre des balances des paiements en font une pièce maîtresse du système des paiements internationaux. Or, le fonctionnement de celui-ci est actuellement l'objet de nombreuses critiques. Il pose, en effet, un ensemble de problèmes parmi lesquels le statut du dollar et le maintien de la confiance dans cette monnaie, le rétablissement de l'équilibre des balances des paiements et le volume des liquidités internationales font l'objet des préoccupations les plus immédiates. Il est par conséquent nécessaire de situer le marché de l'euro-dollar dans le contexte des paiements internationaux et de poser les problèmes actuels en des termes qui tiennent explicitement compte de son existence.

Section 1 Le marché de l'euro-dollar et la notion de convertibilité.

1. Il convient tout d'abord d'insister avec vigueur sur le fait que le rétablissement de la libre convertibilité fut la condition essentielle de l'apparition de l'euro-marché. Au cours de son évolution, celui-ci a toutefois progressivement modifié la notion courante de convertibilité.

Théoriquement celle-ci consiste en la faculté de convertir librement une monnaie dans l'autre et en particulier en dollar dont la convertibilité interne est garantie par le Gold Act de 1925. Cependant, les Etats-Unis imposèrent, au cours de ces dernières années, des conditions de plus en plus restrictives à la conversion de dollars en or. Ces restrictions suscitèrent à de nombreuses reprises de vives réactions dans certains milieux européens (1). Ceux-ci persistent à énoncer la notion de convertibilité en des termes qui prévoient explicitement la possibilité de conversion en or du dollar. Or cette notion est actuellement dépassée. En effet, une nouvelle notion de la convertibilité apparaît aujourd'hui : celle-ci est la faculté d'utiliser librement le dollar à travers le monde comme moyen de paiement universellement admis. Le dollar détient de fait le statut de moyen de paiement international et renforce par conséquent le système des paiements internationaux en lui donnant un rôle opérationnel.

---

(1) On citera à ce propos : "L'inconvertibilité du dollar (en or) est inévitable et ceci constitue une menace pressante pour les autres monnaies." F. BAUDHUIN, Revue de la société d'études et d'expansion, La seconde crise monétaire mondiale, mars-avril 1968 et "All that has been done - currency swaps between central banks, increased quotas and borrowing rights under International Monetary Fund -- are simply devices to give the U.S. and Great Britain ways and means of keeping a little longer running deficits in their international payments without corresponding losses of gold." J. RUEFF, The Banker, november 1966, p. 801.

2. De nombreux facteurs peuvent expliquer le statut du dollar dans le système des paiements internationaux. Parmi ceux-ci on retiendra en particulier la dimension de l'économie américaine et le rôle prédominant des Etats-Unis dans le commerce et les transactions financières internationales. Ces deux facteurs confèrent au dollar, non seulement une prédominance de fait dans les transactions commerciales et financières, mais aussi des qualités qui le privilégient par rapport à d'autres monnaies et, par conséquent, renforcent encore sa position. En effet, en raison de ces deux facteurs et de l'organisation et de l'ampleur du marché de l'eurodollar qui en sont résultés, le dollar semble actuellement combiner de façon optimale les raisons de transaction, de sécurité et de rendement qui motivent la détention d'un actif monétaire déterminé(1).

3. Pour des raisons d'ordre politique et qui ne relèvent par conséquent pas de l'analyse économique en tant que telle, le maintien du statut international d'une monnaie nationale, en l'occurence le dollar, soulève plusieurs objections. Il faut toutefois souligner que, quelles que soient les mesures que l'on pourrait prendre pour réformer le système monétaire international en vue notamment de substituer au dollar une monnaie internationale émise, par exemple, par le fonds monétaire international, ce nouveau moyen de paiement ne pourrait être utilisé que par les banques centrales et les organismes monétaires officiels. Il n'en résultera par conséquent aucune diminution de la demande privée d'agents économiques qui désirent détenir un actif monétaire qui leur paraît combiner au mieux les qualités de sécurité, de transaction et de rendement qu'ils en attendent.

---

(1) cfr. section 2. b.

Pour cette raison, il semble bien que le rôle du dollar dans le système monétaire international sera maintenu, à moins que l'échec éventuel de la politique anti-inflationniste menée actuellement aux Etats-Unis ne justifie une révision fondamentale du système actuel, notamment par un réajustement de la parité du dollar ou des restrictions à son emploi. Dans ces conditions, la seule alternative au statut prédominant du dollar réside dans l'apparition d'une monnaie nationale qui puisse concurrencer le dollar. A cet égard, on pense naturellement à la création d'une monnaie européenne. L'étude de ce problème n'entre toutefois pas dans le cadre de ce mémoire.

Section 2 Le marché de l'euro-dollar et le volume des liquidités internationales.

1. Le marché de l'euro-dollar contribue non seulement d'une manière très positive à l'augmentation de la liquidité internationale, il mène aussi à énoncer le problème du volume des liquidités internationales en des termes qui tiennent explicitement compte de son existence.

En créant une motivation supplémentaire à la détention et à l'utilisation de dollars par des non-résidents, il a considérablement activé la circulation de ceux-ci qui, en l'absence d'un tel marché seraient restées inactives ou sous-utilisées. Quelques chiffres suffiront à souligner l'importance de cette contribution. En supposant que la durée moyenne d'utilisation de balances en dollars soit de trois mois et en supposant que l'estimation de la dimension du marché de l'euro-dollar pour l'année 1968 corresponde à la réalité, on peut estimer à quelques $ 120 milliards la contribution du marché de l'euro-dollar à la liquidité internationale.

L'importance de cette contribution suffit à démontrer que l'on commettrait une grave erreur en étudiant le problème du volume des liquidités internationales sur l'unique base des réserves des banques centrales. Le tableau 1 fait apparaître plus clairement encore le rôle des banques commerciales à ce point de vue.

2. L'importance du marché de l'euro-dollar mène toutefois à ce poser une question en ce qui concerne le volume des réserves qui devraient être détenues par les banques centrales : les banques centrales doivent-elles avoir plus de réserves inconditionnelles, sous forme par exemple de droits de tirage spéciaux, pour pouvoir soutenir, le cas échéant, cet énorme marché, ou au contraire le volume des réserves des banques centrales doit-il être moindre puisque l'on constate un accroissement de la liquidité par le biais des banques commerciales ? Quoiqu'il en soit, on peut se demander si la coopération actuelle entre les Autorités monétaires officielles est suffisante pour empêcher l'euro-marché d'avoir des effets trop déséquilibrateurs. A cet égard, on peut estimer que des accords de swap plus étendus ou des mécanismes appropriés de recyclage de capitaux, en particulier dans le cas de mouvements de fonds spéculatifs, contribueraient de manière positive à un fonctionnement plus régulier du marché.

T a b l e a u 1.

Positions monétaires externes de différents pays industriels au 31 décembre 1966

en millions de U.S. dollars

	Belgique	France	Allemagne	Italie	Japon
A. Avoirs officiels	2.502	6.775	8.757	5.168	2.119
B. Engagements officiels	- 12	133	259	50	61
C. Avoirs officiels nets	2.490	6.642	8.498	5.118	2.058
D. Avoirs à court terme en devises des banques commerciales	1.370	3.102	1.521	3.272	2.661
E. Engagements à court terme en devises des banques commerc.	2.076	3.258	1.884	3.077	3.179
F. Avoirs nets en devises des banques commerc.	- 706	- 156	- 363	195	- 518
G. Total	1.784	6.486	8.135	5.313	1.540

Source : Banque des Règlements Internationaux.

T a b l e a u 1 (suite)

Positions monétaires externes de fifférents pays industriels au 31 décembre 1966

en millions de U.S. dollars

	Pays-Bas	Suède	Suisse	Royaume-Uni	Canada	Etats-Unis
A. Avoirs officiels	2.455	1.026	3.692	3.100	2.725	14.882
B. Engagements officiels	10	14	8	9.216	46	15.961
C. Avoirs officiels nets	2.445	1.012	3.684	-6.116	2.680	-1.079
D. Avoirs à court terme en devises des banques commerciales	1.517	627	4.082	12.077	3.012	7.819
E. Engagements à court terme en devises des banques commerc.	1.563	495	4.037	14.236	2.673	15.293
F. Avoirs nets en devises des banques commerc.	- 46	132	45	-2.159	339	-7.474
G. Total	2.399	1.144	3.729	-8.275	3.019	-8.553

Source : Banques des Règlements Internationaux.

CONCLUSION.

Le marché des euro-devises et de l'euro-dollar en particulier, est une des manifestations les plus spontanées et les plus inattendues de la libre convertibilité des monnaies occidentales. On pourrait caractériser le marché de l'euro-dollar comme suit : Un marché international à court terme, portant sur des dépôts en dollars situés en dehors des Etats-Unis et dont le montant unitaire des opérations est élevé, s'est centré en Europe et plus particulièrement à Londres. Tenu par des grandes banques de renommée internationale parmi lesquelles s'exerce une vive concurrence, il doit son apparition spontanée, vers les années 1954-1955, à l'imagination de banquiers européens qui ont compris les possibilités qu'offrait un tel marché, non seulement pour le financement avantageux des opérations commerciales de leur clientèle, mais aussi pour les détenteurs de balances en dollars qu'elles pouvaient rémunérer à des conditions plus intéressantes que sur le marché de New-York. N'étant soumis en outre à aucune disposition légale ou règlementaire, étant né dans une certaine mesure du souci de les contourner, il ajoute cette facilité à la souplesse et à la rapidité des transactions qui y sont opérées. L'ensemble de ces avantages explique probablement son extraordinaire développement malgré

l'atténuation progressive des marges d'intérêt en faveur de l'euro-marché. Sa croissance continue manifeste, d'autre part, le besoin réel auquel le marché répondait.

Outre les avantages de type objectif qui expliquent le développement de l'euro-marché, on relève un ensemble d'avantages qui découlent de son existence et que l'on pourrait situer au niveau macro-économique. Parmi ceux-ci on citera tout d'abord sa très positive contribution à l'accroissement de la liquidité internationale. Le marché de l'euro-dollar a été, en effet, le seul à mobiliser des ressources à une échelle mondiale et augmenter la vitesse de circulation des balances en dollars détenues par des non-résidents. Il s'est ensuite révélé comme un instrument de compensation des liquidités internationales en servant de déversoir de liquidités excessives résultant de balance de paiements excédentaires et en fournissant des liquidités aux agents économiques qui souffraient d'une rareté de fonds sur leurs marchés nationaux.

Il n'en résulte pas moins qu'aux aspects équilibrateurs du marché viennent s'ajouter ses aspects déséquilibrateurs. C'est ainsi que le marché s'approvisionne parfois de fonds déterminés par des mouvements spéculatifs et qu'il déforce, par la mobilité accrue que son ampleur et son organisation confèrent aux "capitaux flottants", les outils de politique monétaire déjà suffisamment délicats à manier. Malgré ces désavantages le marché est admis par l'ensemble des autorités monétaires des pays qui participent au marché;

on y voit la preuve dans l'action qu'elles menèrent à plusieurs reprises afin de le stabiliser.

On a pu constater que le marché de l'euro-dollar éclairait d'un jour nouveau la notion de convertibilité et le problème du volume des liquidités internationales. Dans d'autres domaines, au contraire, il laisse un certains nombres de questions sans réponse. C'est ainsi que l'avenir du marché ne peut être prévu avec certitude. Celui-ci est fonction d'un ensemble d'éléments parmi lesquels le maintien de la confiance dans le dollar ou même de la liberté sur le marché des changes ne sont pas des moindres. En effet, la persistance des autorités nationales à utiliser les outils de politique monétaire pour assurer l'équilibre interne de leur économie les invite, ainsi qu'on le constate déjà, à contrôler les opérations sur le marché de l'euro-dollar et à en arriver progressivement au contrôle généralisé des changes.

Quoiqu'il en soit, le marché des euro-devises exige une coopération accrue des banques centrales qui devraient attacher une importance particulière à la structure des taux d'intérêt sur celui-ci.

PARTIE II.

LE MARCHE DES EURO - EMISSIONS.

INTRODUCTION.

Quoique le marché des euro-émissions ait de nombreux liens avec le marché des euro-devises et que ces deux marchés présentent une même caractéristique essentielle, à savoir leur aspect international, ils n'en restent pas moins fondamentalement différents quant à leur nature, leur raison dêtre et leur fonctionnement.

En effet, le marché des euro-devises est essentiellement un marché monétaire et il n'est qu'un aspect de cette réalité plus vaste constituée par l'ensemble des capitaux flottants et pose de ce fait les problèmes particuliers propres à cette catégorie de capitaux. Quant au marche des euro-émissions, il s'agit avant tout d'un marché à long terme qui trouve sa raison d'être dans la conjonction de deux éléments, à savoir aux Etats-Unis un ensemble de mesures restrictives destinées à améliorer la balance des paiements américaine et en Europe une situation de marché peu favorable aux recours par les grandes entreprises internationales aux marchés nationaux.

Ayant ainsi brièvement situé le marché des euro-émissions par rapport au marché des euro-devises, on se maintiendra pour le développement du chapitre 3 au shéma adopté au chapitre 1. Ce chapitre sera suivi d'un quatrième au cours duquel on examinera plus particulièrement l'apport que pourrait constituer le marché des euro-émissions dans l'optique de l'intégration des marchés financiers européens.

CHAPITRE I. ASPECTS INSTITUTIONNELS ET IMPLICATIONS DU MARCHE DES EURO - EMISSIONS.

Section 1. Définition du marché des euro-émissions.

1. Le marché des euro-émissions, dit aussi marché des euro-obligations ou plus souvent encore, en maintenant son appelation d'origine, marché des euro-bonds, se prête difficilement à une définition concise étant donné la multiplicité de ses caractéristiques et le caractère changeant de celles-ci. Il est cependant nécessaire d'énoncer une définition précise qui puisse faire apparaître la spécificité de l'euro-émission et la distinguer ainsi de l'émission internationale et de l'émission étrangère (1).

L'émission internationale est une émission publique ou privée placée en dehors du pays de l'emprunteur.

L'émission étrangère est une émission souscrite pour le compte d'un emprunteur étranger par un syndicat national et placée principalement dans le pays de ce syndicat, la dénomination de l'emprunt étant faite dans la monnaie de ce pays.

Une euro-émission est une émission souscrite par un syndicat international et placée, dans la plupart des cas, dans des pays autres que celui dans la monnaie duquel l'emprunt est libellé.

2. La comparaison de ces trois définitions fait apparaître la nature particulière de l'euro-émission. Celle-ci

(1) World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company April 15 1969.

résulte essentiellement du fait que l'euro-émission est mise en oeuvre par un syndicat international de banques et est, par conséquent, distribuée dans de nombreux pays (1).

3. Outre l'intervention d'un syndicat international, l'euro-émission se caractérise le plus souvent par le fait qu'elle est libellée en une monnaie étrangère à l'émetteur et au souscripteur. Aussi, de nombreuses définitions se basent-elles sur cette caractéristique. Malgré leur rigueur formelle, ces définitions souffrent toutefois de trop d'exceptions (2). On préférera donc maintenir la définition énoncée ci-dessus et qui se base sur le syndicat international comme caractéristique principale.

Section 2. Origine et développement du marché des euro-émissions.

a. Origines du marché.

1. La conjonction de deux éléments explique principalement l'origine du marché des euro-émissions. D'une part, les Etats-Unis établissent, dès 1963, un ensemble de mesures restrictives destinées à améliorer leur balance de paiements; d'autre part, en Europe, les multiples règlementations nationales interdisaient pratiquement l'accès des marchés nationaux aux emprunteurs étrangers.

---

(1) The Euro-bond market, A study on the issuing and trading of Euro securities prepared at the request of the High Level Standing Group on Capital Markets of the Business and Industry Advisor Committee to the Organisation for Economic Co-operation and Development by N.M. Rothschild & Sons. (2) The financing of business with Euro-dollars, Morgan Guaranty Trust Company;- The Euro-bond Market, Robert L. Genillard;-Interest Rates : Their international and domestic linkages, Paper submitted to the O.E.C.D. committee for Invisible Transactions by Warren Mc. Clam.

T a b l e a u I

United States : Distribution of international loan issues by borrowers.

Year	Continental European countries	United Kingdom	Canada	Japan	Other countries (1)	International institutions: European (2)	International institutions: Other (3)	TOTAL
	in million of U.S. dollars							
1958	69	-	415	-	185	50	420	1.138
1959	163	-	505	30	89	-	15	802
1960	15	-	268	15	210	35	109	651
1961	82	-	251	69	157	-	13	513
1962	193	-	475	96	216	25	181	1.185
1963	196	155	734	136	153	-	-	1.374
1964	45	6	725	-	219	-	155	1.149
1965	80	80	731	63	269	20	200	1.317

(1) Including unidentified borrowers. (2) European Investment Bank, European Coal and Steel Community Council of Europe. (3) Mainly IBRD.

2. En 1963, en raison du déficit persistant de leur balance des paiements, les Etats-Unis établirent l'interest equalization tax. Le montant de cette taxe correspondait à 15% de la valeur d'achat de titres étrangers acquis par les résidents américains; ce montant fut régulièrement modifié depuis 1963 (1). La date d'établissement de cette taxe est conventionnellement considérée comme le point de départ du marché des euro-émissions puisque, dès ce moment, les emprunteurs étrangers abandonnèrent le marché de New-York pour s'adresser directement à l'épargne européenne. Toutefois, deux remarques s'imposent à ce sujet.

En premier lieu, il faut signaler que certaines émissions ayant toutes les caractéristiques d'une euro-émission, furent lancées dès 1961 à Luxembourg (2). Cela s'explique par la part croissante des souscriptions de non-résidents dans les émissions en dollars pour compte étranger sur le marché de New-York.

En second lieu, il faut remarquer que l'effet de l'interest equalization tax sur le montant total des émissions internationales localisées à New-York fut seulement d'en ralentir la croissance. Elle opéra en outre une large redistribution au sein des états emprunteurs ainsi qu'il apparaît au tableau I. Ce fait s'explique par les multiples dérogations qui exemptaient de l'interest equalization tax les émissions du Canada, des pays sous-développés ainsi que celles de l'état japonais ou garanties par celui-ci.

---

(1) L'interest equalization tax fut proposée en juillet 1963 et mise en application en septembre 1964. (2) Sacar, Kingdom of Dorway, Kingdom of Denmark, Republic of Finland.

3. La fermeture du marché de New-York à la plupart des emprunteurs étrangers fit apparaître soudainement la nécessité de satisfaire les besoins de capitaux des emprunteurs qui s'adressaient traditionnellement au marché américain. Seule l'abondance de l'épargne européenne permettait de répondre à cette demande de fonds.

Cependant, les multiples règlementations nationales en Europe étaient en 1963, et sont encore actuellement, autant de barrières au placement d'émissions étrangères sur les marchés nationaux (1).

Il s'agissait donc, pour les banques européennes, de mettre en oeuvre des techniques qui permettraient de mobiliser une partie de cette épargne européenne au profit des emprunteurs qui s'étaient jusqu'alors adressés au marché de New-York. La mise en oeuvre de telles techniques fut rendue possible par l'exploitation de possibilités ménagées par les différentes règlementations nationales. En effet, malgré leur caractère xénophobe, elles n'empêchaient toutefois, ni les banques nationales à participer à des syndicats internationaux de banques, ni de placer des tranches de ces euro-émissions sur les marchés nationaux, pour autant que ces placements fussent privés (2). Cela étant acquis, il fallait que l'euro-émission soit domiciliée dans un état où la règlementation en matière d'emprunts étrangers était très libérale (3).

---

(1) BIAC, Barriers to the issuing and trading of foreign bonds and shares on the national capital market of certain O.E.C.D. countries, Paris, march 1961. (2) Les restrictions italiennes sont toutefois assez contraignantes; en Suisse, l'accord de la banque nationale suisse est nécessaire ; Il faut aussi souligner le vote récent, en Belgique, d'un projet de loi portant sur les conseils d'achats ou la vente de titres en dehors des marchés officiels. (3) Curaçao, Delaware, Luxembourg.

Ainsi se trouvaient réunis les trois éléments nécessaires à la mise en oeuvre des techniques propres aux euro-émissions, à savoir la constitution d'un syndicat international de garantie et de vente, la domiciliation de l'emprunt à Luxembourg, Curaçao ou au Delaware, et le placement privé dans leur propre pays des différentes tranches souscrites par chacune des banques ayant participé à l'émission.

b. Facteurs explicatifs du développement du marché des euro-émissions.

1. La croissance du marché des euro-émissions s'explique par l'attrait que celles-ci représentent, tant pour les prêteurs que pour les emprunteurs. Les tableaux 2 et 3 font apparaître l'importance croissante prise par le marché des euro-émissions sur le marché international des capitaux.

T a b l e a u 2

Evolution des composantes du marché international des capitaux						
	en millions de dollars					
	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Euro-émissions (1)	346	883	950	1.429	1.878	3.835
Emissions étrangères sur les marchés nationaux d'Europe en monnaie nationale (2)	247	389	446	442	383	n.d.
Emprunts étrangers aux U.S.A. (3)	1.374	1.149	1.317	1.321	1.817	n.d.
T o t a l	1.967	2.421	2.713	3.192	4.078	

T a b l e a u 3

	en pourcentage					
	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Euro-émissions	17	36	31	44	46	-
Emissions étrangères sur les marchés nationaux d'Europe en monnaie nationale	12	16	16	14	9	-
Emprunts étrangers aux U.S.A.	71	48	53	42	45	-
T o t a l	100	100	100	100	100	-

Sources : (1) Kredietbank. (2) Fédération bancaire de la communauté européenne. (3) U.S. Department of Commerce.

2. Les euro-obligations revêtent des qualités de rendement, de sécurité et de liquidité qui expliquent le succès rencontré par celles-ci auprès des investisseurs privés.

Le rendement des euro-obligations est, en effet, généralement plus élevé que celui que l'on peut obtenir sur les marchés nationaux et certains marchés étrangers, ainsi qu'il apparaît en comparant les données des tableaux 4 et 5. De plus, les euro-émissions sont le plus souvent domiciliées dans des pays où il n'existe pas de retenue à la source pour les non-résidents, l'épargnant dispose de ce fait, d'une possibilité d'évasion fiscale qui fait du rendement nominal de ses obligations un rendement net.

T a b l e a u 4

Rendement des emprunts obligataires nationaux à long terme.

	1967	1968					1969		
	DEC.	MAR.	JUNE	SEP.	NOV.	DEC.	JAN.	FEB.	MAR.
Government bonds :									
Belgium	5.23	5.17	5.12	5.19	5.19	5.20	5.22	5.28	5.30
France	5.60	5.84	5.94	5.95	5.77	6.00	5.93	5.99	6.21
Germany	6.89	6.82	6.68	6.54	6.57	6.56	6.51	6.57	6.68
Italy	4.86	4.80	4.76	4.57	4.73	4.67	4.80	4.79	4.83
Netherlands	6.13	6.22	6.32	6.26	6.24	6.34	6.49	6.59	6.74
Denmark	9.78	9.11	8.79	8.82	8.82	8.78	8.78	8.82	8.82
Norway	4.95	4.95	4.95	4.89	4.89	4.89	4.92	4.89	n.a.
Sweden	6.80	6.29	6.29	6.33	6.19	6.19	6.27	6.27	6.72
Switzerland	4.55	4.35	4.35	4.34	4.34	4.35	4.38	4.40	4.60
United Kingdom	7.04	7.16	7.75	7.46	7.75	7.99	8.39	8.48	8.69
Australia	5.25	5.25	5.25	5.25	5.02	5.02	5.04	5.04	5.04
South Africa	6.46	6.46	6.46	6.46	6.45	6.44	6.46	6.44	6.44
Japan	6.98	7.03	7.05	7.08	7.10	7.10	7.11	7.12	7.07
Canada	6.54	6.91	6.62	6.60	6.95	7.30	7.16	7.20	7.22
United States	5.48	5.57	5.33	5.24	5.62	5.97	6.02	6.13	6.22
Corporate bonds :									
Belgium	6.05	5.98	5.96	5.72	5.88	5.92	5.88	5.92	6.03
France	7.52	7.49	7.72	7.49	7.64	7.76	8.06	8.00	8.29
Germany	6.95	6.92	6.65	6.43	6.45	6.43	6.37	6.43	6.67
Italy	7.15	7.16	7.08	7.19	7.21	7.12	7.05	7.03	7.21
Netherlands	6.71	6.84	6.84	6.85	6.91	6.98	7.00	7.19	7.37
Norway	5.79	5.79	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	n.a.
Sweden	7.49	7.03	7.04	7.06	6.73	6.73	6.93	6.93	7.59
Switzerland	5.11	4.96	4.91	4.91	4.92	4.85	4.84	4.84	4.87
United Kingdom	7.97	7.98	8.39	8.36	8.63	9.16	9.43	9.52	9.79
Australia	7.25	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
South Africa	7.25	7.25	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
Japan	8.57	8.73	8.77	8.09	8.63	8.66	8.71	8.76	8.95
Canada	7.59	7.93	8.05	7.82	8.04	8.29	8.24	8.29	8.43
United States	6.36	6.37	6.47	6.25	6.53	6.75	6.77	6.80	7.06

Source : Morgan Guaranty Survey, April 1969.

T a b l e a u 5

Rendement des emprunts obligataires sur le marché des euro-émissions.

	1967	1968					1969		
	DEC.	MAR.	JUNE	SEPT	NOV.	DEC.	JAN.	FEB.	MAR.
U.S.companies medium term U.S. dollars denominated	6.63	7.43	7.53	6.37	6.81	7.16	7.17	7.29	7.42
U.S. companies long term U.S. dollars denominated	6.87	7.29	7.44	6.99	7.11	7.25	7.24	7.37	7.34
D.M. denominated	6.26	6.15	6.18	6.00	5.98	6.05	6.11	6.08	6.19
SwF denominated	5.01	4.96	5.01	4.96	5.10	5.08	5.09	5.12	5.49
European companies - - Long term : U.S. dollars denominated	7.14	7.35	7.67	7.15	7.17	7.25	7.25	7.42	7.42
D.M. denominated	6.40	6.60	6.22	6.07	5.94	5.96	6.06	6.11	6.30
Goverments - Long term : U.S. dollars denominated	6.94	7.26	7.42	6.88	6.92	6.92	6.81	7.00	6.99
International organizations - Long term : U.S. dollars denominated	6.83	7.14	7.46	6.97	7.08	7.03	7.00	7.07	7.07

Source : Morgan Guaranty Survey, April 1969

Les qualités de sécurité attribuées aux euro-obligations se justifient tant pour les épargnants européens que pour ceux d'outre-mer, en particulier ceux de pays sous-développés. Pour les premiers, l'aspect sécurité apparaît à un double titre. D'une part, la qualité des débiteurs sur le marché des euro-émissions est généralement de premier ordre. D'autre part, le fait que les euro-obligations soient libellées en une monnaie considérée comme solide, en unité de compte ou comportent une option de change, minimise le risque de change. Quant aux épargnants des pays sous-développés, ils estiment que les fonds placés sur ce marché sont à l'abri de toute situation qui pourrait mettre leurs avoirs en dangers s'ils les gardaient dans leur propre pays.

En ce qui concerne la liquidité des euro-obligations, le marché secondaire est actuellement bien organisé pour la transaction des titres. Toutefois, il souffre encore de carences importantes dans la livraison de ceux-ci.

3. Parmi les avantages qui incitent les différents agents économiques à emprunter sur le marché des euro-émissions, on citera notamment :

- la possibilité d'émettre des emprunts très importants ;
- la liberté d'accès au marché des euro-émissions ;
- le libre choix des conditions de l'émission ;
- la souplesse et la rapidité des opérations.

Le marché des euro-émissions autorise des grandes entreprises internationales ainsi d'ailleurs que d'autres organismes tels que les institutions internationales et les états à émettre des emprunts de montants élevés, allant jusqu'à plusieurs dizaines de millions de dollars. De telles opérations pourraient s'avérer difficiles ou même impossibles sur les marchés nationaux pour de multiples raisons.

Par exemple, dans certains pays, il est difficile de placer des émissions obligatoires normales en raison des craintes d'inflation éprouvées par les investisseurs ; dans d'autres pays, la difficulté peut provenir de l'étroitesse du marché national qui ne pourrait absorber des emprunts de montant aussi élevé.

L'accès du marché des euro-émissions ne dépend de l'autorisation d'aucune institution gouvernementale ou para-gouvernementale, alors que l'accès aux marchés nationaux d'emprunteurs étrangers est pratiquement impossible. Cette liberté résulte du fait que les euro-émissions sont domiciliées dans des états où la législation en cette matière est très libérale. Les quelques conditions auxquelles les emprunteurs doivent répondre lorsqu'il s'agit d'émissions publiques sont de toute manière très peu contraignantes.

Quoique l'on rejoigne l'idée développée ci-dessus, il est utile d'insister sur le fait que l'emprunteur a toute latitude sur ce marché, sous réserve des pures contraintes de marché, de décider de l'ensemble des caractéristiques de son émission quant au montant, à la durée, au taux et au prix d'émission de l'emprunt.

Quant à la rapidité des opérations sur l'euro-marché, on constate que dans des conditions favorables de marché, une émission peut être réalisée en moins de quatre semaines au lieu d'une période variant de quatre à six mois, quelquefois un an ou plus, sur les marchés nationaux.

Section 3 Caractéristiques du marché des euro-émissions

Paragraphe 1. Dimension du marché des euro-émissions.

1. Avant de déterminer la dimension du marché des euro-émissions, il convient de faire deux remarques. D'une part, l'élaboration des statistiques concernant le marché des euro-émissions ne pose pas de problèmes particuliers, contrairement à ceux rencontrés lors de l'étude du marché des euro-devises.Dans la majorité des cas, les euro-émissions se distinguent aisément des autres types d'émissions internationales. En effet, la prise en charge de l'émission par un syndicat international de banques et la dispersion géographique des souscripteurs suffit généralement à considérer un emprunt obligatoire international comme une euro-émission. Bien sûr, la nature de certaines émissions internationales peut prêter à confusion. Toutefois, il ne s'agit que de cas isolés qui expliquent d'ailleurs souvent les légères différences que l'on constate dans les chiffres selon les sources utilisées.

D'autre part, il importe de ne pas considérer uniquement les chiffres relatifs à la dimension du marché des euro-émissions. Il est nécessaire de comparer aussi la dimension de ce marché à celle d'autres marchés nationaux ou internationaux.

2. Les tableaux 6 et 7 font apparaître les dimensions absolue et relative du marché.

De dimension très réduite à ses débuts, le marché vit son activité croître très rapidement.Son volume d'activité décupla en six années,alors que celui des autres marchésne fit que doubler au cours de la même période.

Tableau 6

Emissions d'emprunts obligataires						
	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en millions de dollars					
Euro-émissions (1)	346	883	950	1.429	1.878	3.835
Emprunts étrangers sur les marchés nationaux d'Europe (2)	247	389	446	442	383	n.d.
Emprunts étrangers aux U.S.A. (3)	1.374	1.149	1.317	1.321	1.817(4)	1.488 (4)
Total des émissions internationales	1.967	2.421	2.713	3.192	4.078	-
Emissions brutes d'obligations aux U.S.A. (5)	35.199	37.122	40.108	45.015	68.514	65.516
Emissions brutes d'obligations dans les pays de la C.E.E.(6)	9.737	10.515	11.405	12.204	13.719	n.d.

Sources : (1) Bulletin hebdommadaire de la Kredietbank du 21.12.1968; (2) Fédération bancaire de la Communauté Européenne; (3) O.C.D.E., op. cit ; (4) Federal Reserve Bulletin, march 1969, N.B. : Ces Chiffres sous-estiment le montant des émissions internationales car ils ne reprennent pas les emprunts obligataires émanant des sociétés industrielles ou commerciales; (5) Federal Reserve Bulletin, March 69; (6) Bulletin général des statistiques de la C.E.E. janv.67-69.

T a b l e a u 7.

Euro-émissions et émissions internationales, Euro-émissions et émissions brutes d'obligations dans les pays de la C.E.E.

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en pourcentage					
Euro-émissions / émissions internationales	17	36	31	44	46	-
Euro-émissions/ émissions brutes d'obligations dans les pays de la C.E.E.	3	8	8	11	14	-
Euro-émissions 1963 = 100	100	250	274	412	542	1.101
Emissions internationales 1963 = 100	100	123	137	162	207	-
Emissions brutes d'obligations dans les pays de la C.E.E. 1963 = 100	100	107	117	125	140	-
Emissions brutes d'obligations aux U.S.A. 1963 = 100	100	105	114	128	194	186

Le rythme élevé de la croissance du marché indique à quel point celui-ci répondait à un besoin réel. En 1968, le montant des euro-émissions atteignait $ 3.835 millions. Ce chiffre peut être comparé à la dimension du marché allemand ou italien dont l'activité se situait pour la même année à un niveau légèrement supérieur, respectivement $ 4.850 et $ 4.860 millions (1)

Outre sa très rapide expansion en termes absolus, la dimension relative du marché s'accrut sensiblement. On peut ainsi constater que le marché des euro-émissions représentait en 1967 46% de l'ensemble des émissions internationales. Quoique les statistiques complètes relatives à l'année 1968 ne soient pas encore disponibles, il semble bien que le marché des euro-émissions représentait en 1968 75% des émissions internationales. Le tableau 7 fait aussi remarquer l'importance croissante prise par l'euro-marché par rapport aux émissions brutes d'obligations dans les pays de la Communauté Economique Européenne.
Il faut toutefois souligner que si l'on se réfère aux marché des Etats-Unis, la dimension du marché des euro-émissions est encore très réduite.

3. Actuellement, les milieux bancaires s'accordent à considérer que le rythme de croissance très soutenu des deenières années pourrait se ralentir légèrement du fait des incertitudes présentées par le marché boursier américain et de la tension actuelle sur les marché monétaires, en particulier sur celui des euro-devises.

---

(1) Bulletin général de statistiques de la C.E.E., op.cit.

Toutefois, ils ne prévoient pas une diminution substantielle des montants. En effet, plusieurs éléments contribueront à maintenir en 1968 l'offre et la demande de capitaux à un niveau proche de celui atteint en 1968.

Du côté de l'offre de capitaux, le premier élément est la meilleure information sur ce marché de la part des investisseurs européens et hors Europe. De plus, une nouvelle couche de clientèle a été intéressée par les obligations convertibles.

Le deuxième élément à noter est l'importance croissante des remboursements d'anciens emprunts, libérant des fonds à réinvestir. En 1967, 26 emprunts étaient déjà en cours de remboursement : ce chiffre est passé à 43 emprunts en 1970; sur un total de $ 2.295 millions d'obligations convertibles émises depuis 1965, $ 2.078 millions seront entrées dans la période de conversion le 1er juillet 1968, dont $ 1.085 millions au 1er janvier 1969. Le tableau 8 fournit des indications concernant le remboursement des emprunts à intérêt fixe émis entre janvier 1966 et août 1968.

Tableau 8

Montant total des remboursements des emprunts à intérêt fixe, en dollars, émis entre janvier 1966 et août 1968.

date de remboursement	Millions de $ U.S.A.	date de remboursement	Millions $ U.S.A.
1966	0	1976	230
1967	20	1977	235
1968	40	1978	230
1969	70	1979	255
1970	115	1980	205
1971	285	1981	145
1972	360	1982	150
1973	385	1983	50
1974	215	1984	45
1975	225	1985	0

Source : Banque de Paris et des Pays-Bas S.A. Genève.

Paragraphe 2. Les acteurs du marché des euro-émissions.

a. Les prêteurs.

1. Les fonds placés sur le marché des euro-émissions proviennent de nombreuses sources et il est difficile d'évaluer leur importance relative (1).

Selon une récente étude, les fonds placés sur le marché proviendraient des sources suivantes (2) :

- la liquidation d'investissements aux Etats-Unis où les rendements sont plus faibles que sur le marché des euro-émissions;
- les capitaux flottants;
- le marché de l'euro-dollars;
- les sommes empruntées sur les places américaines;
- les placements par des particuliers qui se procurent sur leurs marchés nationaux des changes les devises nécessaires.

2. En ce qui concerne la nationalité des épargnants, aucunes statistiques ne sont publiées; la discrétion des banques au sujet de leur clientèle empêche de citer des chiffres quelque peu précis.

On sait toutefois que l'accès au marché des euro-émissions est interdit aux résidents canadiens, très sévèrement limité aux résidents anglais et non avantageux pour les résidents des Etats-Unis. En effet, depuis 1966, des mesures de contrôle de change empêchent les résidents canadiens d'avoir accès au marché. Quant aux résidents anglais, on peut supposer qu'ils sont relativement peu nombreux sur l'euro-marché à cause des restrictions qui leurs sont imposées pour l'achat de dollars ainsi que pour les emprunts sur le marché de l'euro-dollar. En ce qui concerne les résidents des Etats-Unis on peut être certain qu'ils investissent très peu en euro-obligations.

(1) The Euro-bond market : Problems ans prospects, Alexandre Lanfalussy, Journal of the Institute of Bankers, April 1968.
(2) Euro-Bonds : An energing international capital market, Federal Reserve Bank of New-York Monthly Review, August 1968.

Ils sont, en effet, soumis à l' Interest Equalization Tax et obtiennent, de ce fait, un rendement net de leurs euro-obligations inférieur à celui qu'ils peuvent obtenir de leurs valeurs nationales (1).

Quoiqu'il ne soit pas possible d'identifier les acheteurs finaux d'euro-obligations, on dispose cependant d'utiles indications en ce qui concerne la nationalité des banques intermédiaures ou agents de change distributeurs des euro-obligations. Ces données apparaissent au tableau 9.

Tableau 9

	Euro-émissions classées par nationalité des banques distributrices en milliers de dollars		
	Obligations à intérêt fixe	Obligations convertibles	Total
Belgique	23.415	20.903	44.318
Danemark	4.815	3.990	8.805
France	29.478	57.108	86.586
Allemagne	37.985	34.306	72.291
Italie	46.666	37.700	84.366
Luxembourg	5.969	6.212	12.181
Pays-Bas	26.005	33.080	59.085
Norvège	3.247	2.990	6.237
Suède	10.096	7.360	17.456
Suisse	76.642	150.969	227.611
Royaume-Uni	58.095	90.213	148.308
Etats-Unis	34.120	77.214	111.334
Reste du monde	22.867	14.455	37.322

Sources : Morgan & Cy International S.A.; N.M. Rothschild & Sons, S.G. Warburg & Cº Ltd.

(1) The Euro-Bond market, op.cit.

Tableau 10.(1)

Euro-émissions classées par nationalité des banques distributrices en pourcentage.			
	Obligations à intérêt fixe	Obligations Convertibles	Total
Belgique	6,2	3,9	4,9
Danemark	1,3	0,8	1,0
France	1,8	10,8	9,5
Allemagne	10,0	6,5	8,0
Italie	12,3	5,8	8,5
Luxembourg	1,6	1,2	1,3
Pays-Bas	6,8	6,2	6,5
Norvège	0,8	0,6	0,7
Suède	2,7	1,4	1,9
Suisse	20,2	28,5	25,0
Royaume-Uni	15,3	17,0	16,3
Etats-Unis	9;0	14,6	12,3
Reste du monde	6,0	2,7	4,1
Total	100	100	100

Il convient de remarquer que les chiffres cités indiquent seulement les centres à partir desquels les euro-obligations sont distribuées aux acheteurs. Comme on ne peut donner aucune estimation quant à la proportion de non résidents qui s'adressent aux différentes banques distributrices, il importe de ne pas tirer de conclusions trop hâtives sur la nationalité des acheteurs finaux d'euro-obligations (1).

---

(1) Les données portent sur 28 émissions importantes dirigées par Morgan & Cy International S.A., N.M. Rothschild & Sons et S.G. Warburg & Cº Ltd. Ces trois banques estiment que cet échantillon peut être considéré comme représentatif de l'ensemble des émissions en ce qui concerne la nationalité des banques distributrices.

On soulignera cependant que ce sont les banques des six pays de la C.E.E., de la Suisse, du Royaume-Uni et des Etats-Unis qui investirent les montants les plus élevés sur l'euro-marché. Parmi ce groupe, les banques suisses détiennent la première place. Leur importance résulte en grande partie des fonds de non-résidents dont elles sont dépositaires.

3. Quant à la nature des investisseurs en euro-obligations, tant les milieux officiels que bancaires s'accordent à considérer que les fonds les plus importants proviennent des investisseurs individuels.

Les investisseurs institutionnels interviennent encore relativement peu sur le marché. D'une part, leurs règlementations nationales ne ne les autorisent à détenir qu'une faible part de leurs actifs en devises. D'autre part, ils estiment : que le marché n'est pas encore assez transparent et assez vaste pour ynplacer des montants importants. Enfin, alors que l'évasion fiscale est possible pour l'épargnant individuel, elle ne l'est évidemment pas pour les investisseurs institutionnels. Ils ne trouvent donc pas sur ce marché des rendements plus élevés que sur leurs marchés nationaux. Actuellement, on constate cependant l'intervention croissante de fonds communs de placement dont certains ne donnent pas toute garantie de gestion financière orthodoxe.

Quant aux investisseurs privés, il semble que le marché soit de plus en plus connu du grand public alors qu'il ne se composait à ses débuts que de prêteurs fortunés. Ce phénomène de "démocratisation" relative du marché s'explique notamment par l'intense activité de démarchage des banques.

b. Les emprunteurs.

Les tableaux 11 et 12 classent les euro-émissions selon la nationalité et la nature de l'émetteur.

T a b l e a u 11

Répartition des euro-émissions d'après la nationalité et la nature de l'emprunteur

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en millions de dollars					
1° D'après la nationalité de l'émetteur:						
- Pays de la C.E.E.(1)	127	88	149	370	387	423
- Pays de l'A.E.L.E.	91	357	235	191	312	401
- Reste de l'Europe	5	5	-	34	144	16
Sous-total Europe (2)	223	450	384	595	843	840
- Firmes américaines	-	-	256	436	525	2.028
- Organismes internationaux	64	161	202	236	125	351
- Reste du monde	59	272	108	162	385	616
T o t a l	346	883	950	1.429	1.878	3.835
2° D'après la nature de l'émetteur :						
- Entreprises privées:						
- Firmes américaines	-	-	256	436	525	2.028
- Autres entreprises	187	233	235	427	545	485
- Etats, organismes publics, entreprises publiques, villes et communes	95	489	257	330	683	971
- Organismes internationaux	64	161	202	236	125	351
T o t a l	346	883	950	1.429	1.878	3.835

(1) Sans les sociétés à portefeuille luxembourgeaoises avec garanties E-U. (2) Y compris les sociétés à portefeuille luxembourgeoises avec garantie E-U.
Source : Bulletin hebd.de la Kredietbank,21.12.1968.

T a b l e a u 12

Répartition des Euro-émissions
d'après la nationalité et la nature de l'emprunteur

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en pourcentage					
1. D'après la nationalité de l'émetteur :						
- Pays de la C.E.E.	36.7	10.0	15.5	25.8	20.6	11.0
- Pays de l'A.E.L.E.	26.3	40.4	24.6	13.3	16.6	10.4
- Reste de l'Europe	1.4	0.6	-	2.3	7.7	0.4
Sous-total Europe :	64.4	51.0	40.1	41.4	44.9	21.8
- Firmes américaines	-	-	26.8	30.5	28.0	52.9
- Organismes internationaux	18.5	18.2	21.6	16.5	6.6	9.1
- Reste du monde	17.0	30.8	11.6	11.3	20.5	16.0
T o t a l	100	100	100	100	100	100
2. D'après la nature de l'émetteur :						
- Entreprises privées :						
Firmes américaines	-	-	27.0	30.5	28.0	52.9
Autres entreprises	54.0	26.9	24.7	30.0	29.0	12.6
Sous-total entreprises :	54.0	26.9	51.7	60.5	57.0	65.6
- Etats, organismes publics, entreprises publiques, villes et communes	27.4	55.4	27.1	23.1	36.3	25.3
- Organismes internationaux	18.5	18.2	21.3	16.5	6.6	9.1
T o t a l	100	100	100	100	100	100

1. Répartition des émissions selon la nationalité et la nature de l'emprunteur.

Actuellement, des emprunteurs de 34 nationalités différentes ont eu accès à l'euro marché . Parmi ceux-ci, on distingue trois groupes importants, celui de l'europe occidentale, d'Amérique latine et d'Amérique du Nord.

En se référant au tableau 12, on constate que seules les firmes américaines ont considérablement accru leurs emprunts sur l'euro-marché. En 1968, plus de 50% des fonds empruntés sur ce marché le furent par des entreprises américaines alors que leur part se limitait à 26,8% du marché en 1965. Si l'on considère les chiffres absolus, on constate que le montant total des emprunts émis par les firmes américaines a pratiquement décuplé en 4 ans, passant de $ 256 millions à $ 2.028 millions.

Quant aux montants empruntés sur l'euro-marché par des firmes d'autres nationalités, pour la plupart européennes, ils ne représentaient en 1968 que le double de ce qu'ils étaient en 1965. Au cours des mêmes années, leur part du marché tomba de 24,7 à 12,6%.

Deux éléments expliquent la très rapide progression du montant total des emprunts émis par les firmes américaines. D'une part, les Etats-Unis renforcèrent encore en 1967 et en 1968 les mesures destinées à limiter les sorties de capitaux. Dès lors, les firmes américaines qui exerçaient leurs activités en Europe augmentèrent leurs emprunts sur l'euro-marché.
D'autre part, les émissions d'obligations convertibles exercèrent un attrait particulier sur les épargnants. En 1968, les entreprises américaines émirent sur le marché des euro-émissions 47 emprunts convertibles totalisant environ $ 1.400 millions. Elles n'émirent que 7 emprunts de ce type en 1967, 10 en 1966 et 4 en 1965. Par contre, il n'y avait

que 5 emprunts convertibles émis par des sociétés européennes en 1968 qui totalisaient $ 270 millions (1)

La relative incapacité des firmes européennes à émettre des emprunts convertibles semble résulter de trois causes principales (2) :

- Des difficultés légales :

La plupart des firmes européennes donnent un droit de souscription préférentiel aux actionnaires de la société lors d'une émission d'action. En outre, la plupart des pays européens distinguent le capital autorisé et le capital émis. Chaque augmentation de capital doit faire l'objet d'une émission particulière. Dans ces conditions, il est très difficile pour les sociétés européennes d'émettre des obligations qui puissent être converties en actions au cours d'une période déterminée.

- Le contrôle des changes :

Les emprunteurs du Royaume - Uni ne peuvent, en vertu des règlementations de la Banque d'Angleterre, émettre sur le marché international des emprunts qui soient remboursables au cours de leurs cinq premières années. Cette règlementation empêche donc les firmes anglaises d'émettre des obligations qui soient convertibles durant les 5 premières années de leur vie.

- Le manque d'informations :

Le manque d'informations fournies par les firmes européennes, contraste avec la qualité des informations que fournissent les firmes américaines. Ce facteur a sans aucun doute contribué à rendre les obligations convertibles émises par les firmes américaines plus attrayantes encore.

(1) Ces chiffres résultent de l'examen des publications de White, Weld & Cº
(2) The Euro-bond market, op.cit.

2. Répartition des émissions selon la nature de l'émetteur.

Alors que durant les années 1963 à 1965, les entreprises industrielles n'intervinrent pas pour la moitié des émissions offertes sur le marché, on constate que dès 1965, leur part du marché alla en s'accroissant pour atteindre plus de 65% en 1968. Quant aux états, organismes publics, entreprises publiques, villes et communes, leur intervention sur le marché fut relativement constante. Bien que l'on constate la part de moins en moins importante prise par les organismes internationaux, on peut toutefois remarquer que le montant total de leurs emprunts a régulièrement augmenté au cours des années 1963 à 1965.

Face à la relative désaffection des épargnants au cours de l'année 1968 vis-à-vis des obligations en dollars à intérêt fixe, les institutions gouvernementales émirent de plus en plus d'emprunts obligatoires libellés en Deutsche Mark, ainsi qu'il apparaît au tableau 13 (1).

Tableau 13

Monnaies de libellé des emprunts émis par les institutions gouvernementales ou para-gouvernementales en pourcentage.

	1964	1965	1966	1967	1968
U.S. $	62,5	76,0	78,2	87,0	17,7
D.M. ou £/DM	35,8	15,6	6,2	13,0	76,5
autres monnaies	1,7	8,4	15,6	-	5,8

(1) The Euro-bond market, op.cit.

c. Les intermédiaires.(1)

L'efficacité et la rapidité des techniques d'émissions sur l'euro-marché résultent de la technique de l'underwriting" (2)et de la parfaite organisation des syndicats internationaux formés pour les euro-émissions. Celles-ci s'organisent autour de trois entités, chacune d'elles formée le plus souvent de grandes banques américaines et européennes. Il s'agit du "managing syndicate", de "l'underwriting syndicate" et du "selling syndicate".

1. Le "managing syndicate"

Il réunit le "manager" le chef de file, à un ou plusieurs "co-managers" selon l'importance du montant emprunté. Leur rôle consiste à préparer l'émission, à conseiller l'émetteur quant à l'établissement des conditions de l'emprunt et à former "l'underwriting" et le "selling syndicate". Ce rôle de "manager" est le plus souvent tenu par une grande banque internationale, expérimentée dans la formation de syndicats de garantie et de vente.

2. "L'underwriting syndicate" ou syndicat de garantie.

Il réunit le plus souvent la plupart des grandes banques européennes ainsi que les investment banks américaines opérant sur le marché international. Leur rôle consiste à se porter garantes de la bonne fin de l'émission en souscrivant, le cas échéant, à un montant déterminé fixé en fonction de leur capacité de placement et de leurs relations avec le chef de file. On compte en général 50 à 60 "underwriters" pour une émission, amenuisant ainsi le risque assuré par chacun de ceux-ci.

(1) Le lecteur se rapportera utilement à ce sujet à "The Mechanics of Euro-bonds Issues" publié par la Banque de Bruxelles. (2) Prise ferme.

3. Le "selling syndicate" ou groupe de vente.

Les "underwriters" sont en général membres du groupe de vente. Il se peut, cependant, que le montant qui leur est attribué par le chef de file ne corresponde pas à leur part de garantie. En effet, le groupe de vente est constitué par appel d'offre du chef de file. Les différentes banques et agents de change contactés par télex et pressentis pour souscrire à une part de l'emprunt, répondent en précisant le montant auquel ils sont désireux de souscrire. Le chef de file détermine alors, en fonction de critères de placement et de l'expérience des émissions passées, le montant qu'il leur attribuera.

Paragraphe 3. La localisation du marché.

Le marché des euro-émissions n'a pas de centre bien défini. Cependant, pour des raisons fiscales, par les facilités offertes par la légalisation commerciale locale, par la faiblesse des frais de cotation en bourse et par sa situation géographique privilégiée, Luxembourg constitue dans une certaine mesure un siège de fait de ce marché. La clientèle de ce marché est toutefois répartie dans le monde entier, les titres sont cotés sur la plupart des bourses européennes et les principaux intermédiaires du marché secondaire se trouvent à Londres, à Zurich et à Bruxelles. On ne peut dans ces conditions parler d'un marché centré à Luxembourg. Il semble cependant que l'activité financière de Luxembourg ira en s'amplifiant au cours des quelques années à venir, tout en remarquant qu'à long terme son activité pourrait perdre sa raison d'être dans le cadre d'une harmonisation des législations fiscales et commerciales au sein des pays de la Communauté Economique Européenne.

Paragraphe 4. Les différentes formules d'émissions sur le marché des euro-obligations (1).

On distingue les différentes formules d'émission sur le marché des euro-obligations selon le type de valeursmobilières matérialisant la créance du prêteur et selon la monnaie dans laquelle sont libellées ces valeurs mobilières.

I. Les valeurs mobilières sur le marche des euro-obligations.

On distingue trois types de valeurs mobilières sur le marché des euro-obligations : les obligations "classiques", les obligations convertibles et les obligations avec warrants.

a. Les obligations "classiques" ou à intérêt fixe :

Jusqu'en 1967, le marché n'a pratiquement connu que l'émissions d'obligations classiques à intérêt fixe et à échéance de 15 à 20 ans. Le montant moyen des émissions était de $ 20 millions. La valeur unitaire de ces obligations est de $ 1.000 et leurs intérêts sont calculés selon les usancesaméricaines, c'est-à-dire sur la base d'une année de 360 jours. Vers la fin de l'année 1966, le marché connu une certaine tension et l'on enregistrera une hausse substantielle des taux (2).

---

(1) On se réferera utilement à ce sujet à "The financing of business with Euro-dollars" Morgan Guaranty Trust Cy.
(2) cfr. annexe II. 1.

En conséquence, certaines sociétés qui ne désiraient pas supporter la charge d'intérêts trop élevés réduisirent le montant de l'emprunt initialement projeté ou en raccourcirent la durée. A cette époque, apparurent les premières émissions d'obligations convertibles.

b. Les obligations convertibles.

1. Facteurs explicatifs du développement des émissions d'obligations convertibles.

L'apparition massive des obligations convertibles en 1968 est le trait prédominant du marché à cette époque. L'importance des modifications dans les proportions entre les obligations classiques et les obligations convertibles apparaît aux tableaux 15 et 16.

Il est intéressant de noter que les émissions d'obligations convertibles furent exclusivement libellées en dollars tandis que la proportion des émissions classiques libellées en cette monnaie par rapport à d'autres monnaies diminua sensiblement. Cette évolution apparaît au tableau 14.

Tableau 14.

Euro-émissions classiques classées par monnaies.

Dollar	1963	1964	1965	1966	1967	1968
obligations à 5 ans	-	-	-	20,2	8,4	10,4
obligations à 10 ans ou plus	29,4	63,1	55,7	53,9	78,1	25,3
DM ou £/DM	17,6	35,3	39,9	17,0	11,5	58,0
Autres	53,0	1,6	4,4	8,9	2,0	6,3

Source : N.M. Rothschild & Sons.

T a b l e a u 15

Répartition des euro-émissions d'après le type d'émission						
	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en millions de dollars					
- Obligations "classiques"	326	800	840	1.030	1.641	2.013
- Obligations convertibles (et obligations avec warrant)	20	83	110	399	231	1.822
T o t a l	346	883	950	1.429	1.878	3.835

T a b l e a u 16

Répartition des euro-émissions d'après le type d'émission						
	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en pourcentage					
- Obligations "classiques"	94.2	90.6	88.4	72.1	87.4	52.5
- Obligations convertibles (et obligations avec warrant)	5.8	9.4	11.6	17.9	12.6	47.5
T o t a l	100	100	100	100	100	100

Source : Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank - 21 décembre 1968.

L'apparition massive d'emprunts d'obligations convertibles en actions de la société émettrice et le succès que ces emprunts rencontrèrent auprès des épargnats fut souvent décrite comme une "fuite devant la monnaie papier". En effet, les incertitudes monétaires incitèrent les épargnants à préférer les obligations convertibles aux obligations à intérêt fixe libellées en dollars. Toutefois, les spéculations à la reévaluation du Deutsche Mark expliquent l'accroissement des émissions d'obligations à intérêt fixe libellées en cette monnaies (1).

Outre ce phénomène de"fuite devant la monnaie-papier", le succès des émissions d'obligations convertibles s'explique par le fait que ce type d'obligations se révèle avantageux tant pour les emprunteurs que pour les prêteurs. En effet, pour la société émettrice les obligations convertibles sont meilleur marché que les obligations en termes de taux d'intérêt (2).
De plus le nombre d'actions supplémentaires créées par la conversion est généralement faible par rapport au capital social et en modifie donc très peu la structure. Quant à l"épargnant, l'obligation convertible combine les avantages de l'action et de l'obligation en minimisant leurs inconvénients respectifs. D'une part, l'obligation convertible protège l'épargnant contre l'érosion monétaire par la possibilité de conversion en action qui lui est offerte. Cette protection s'acquiert toutefois moyennant un sacrifice sur le rendement variant de 1 à 3%. D'autre part, le rendement de l'obligation convertible en protège le cours. Par conséquent, dans des conditions normales de marché, le cours de l'obligation convertible ne descend pas dans la même mesure que celui de l'action correspondante. Les milieux bancaires estiment généralement que les obligations convertibles ont un plancher de baisse qui peut être estimé au niveau de 85% environ, peut être légèrement plus bas.

(1) The Euro-bond market by N.M. Rothschild & Sons february 1969. (2) 4 1/2 à 5 3/4 contre 6 3/4 à 7 1/4 % en 1968.

T a b l e a u 13 bis

Comparaison entre l'évolution des actions et des obligations convertibles au 25.2.1969.

Obligations		Date d'émission		Cours à l'émission Obl. %	Act. $	Cours actuel Obl. %	Act. $	Différence Obl. %	Act. %	Rendement Obl. %	Act. %
5,75% Famous School	1982	juin	1967	100	29	124,50	37	+24,50	+ 27,6	4,61	-
4,75% Gillette Int.	1982	déc.	1967	100	62,50	96,50	53,25	- 3,50	- 15,-	4,92	2,25
5% Kaiser Allum.	1988	janv.	1968	100	45,50	99	39,75	- 1	- 12,6	5,05	2,51
5% Chevron	1988	janv.	1968	100	58,25	116	70,25	+16	+ 19,8	4,31	3,84
5% Chrysler	1988	févr.	1967	100	54,50	100,75	53,50	+ 0,75	- 1,8	4,96	3,73
5% Gulf and West.	1988	févr.	1968	100	54,-	96,50	44,75	- 3,50	- 16,9	5,18	0,67
4,50% Bristol Myers	1980	déc.	1965	100	48,50	119,75	67,50	+19,75	+ 39,2	3,75	1,78
4,50% Clark Equiment	1981	mars	1966	100	25,25	96	33,50	- 4	+ 32,7	4,68	3,58
5% John Deere	1986	juin	1966	100	69	97,50	53,50	- 2,50	- 22,50	5,12	3,74
4,5% Fed. Dept. Stores	1985	déc.	1965	100	35,75	99	34,25	- 1,-	- 3,8	4,54	2,76
5% W.R. Grace	1986	mars	1966	97,50	55,-	100	45,50	-	- 8,2	5,-	3,30
4,25% General Elect.	1985	déc.	1965	100	114,-	95	91,25	- 5	- 19,8	4,47	2,85
4,625% General Foods	1982	oct.	1967	100	74,50	106	79,-	+ 6,-	+ 6,-	4,36	3,04
5% International Harv.	1986	mars	1966	100	49,75	96	37,25	- 4,-	- 24,9	5,20	4,82
4,5% J.S.E. Finance	1986	fevr.	1966	97,50	30,50	129	54,75	+29,-	+ 80,-	3,48	1,73
4,50% Monsanto	1985	oct.	1965	100	82,50	93,50	55,25	- 6,50	- 32,9	4,81	3,25
5% Overs. Illinois	1977	janv.	1967	100	58,-	117,50	73,25	+17,50	+ 26,50	4,25	1,84
4,50% Marathon	1986	févr.	1966	100	27,25	166	54,-	+66	+ 98,2	2,71	2,59
4,50% Pepsico	1981	févr.	1966	100	40,50	107,75	48,50	+ 7,75	+ 19,8	4,17	1,86
5% 20th Century Fox	1987	nov.	1967	100	23,50	134	36,-	+34	+ 53,7	3,73	2,77
4,75% Union Carbide	1982	juill.	1967	100	50,50	100,25	46,50	+ 0,25	- 7,9	4,73	4,30
5% Aschland	1988			100	36,-	107,25	41,-	+ 7,25	+ 14,2	4,66	2,92
5% R.C.A.	1988			100	49,75	104	44,25	+ 4	- 11	4,80	2,26

Source : Banque de Paris & des Pays-Bas, S.A. Genève.

Malgré tout, l'expérience des mois de mai et juin 1969 a montré qu'en dépit de toute logique, le marché a laissé baisser certaines valeurs plus spéculatives jusqu'à ± 70%. Toutefois, les conditions actuelles du marché ne peuvent être considérées comme normales. En effet, les taux à court terme sur le marché de l'eurodollar se situèrent à cette époque aux environs de 13%. Par conséquent, le financement des positions à découvert des traders devint très onéreux. Il en résulta des ventes importantes de traders à traders qui firent baisser de manière artificielle les taux du marché.
Outre cet élément, il faut souligner que le marché des euro-émissions est surtout composé d'investisseurs individuels très sensibles à l'évolution du marché boursier américain; celle-ci fut très incertaine dès le début de l'année 1969 et il a pu en résulter d'importantes ventes d'euro-obligations convertibles.

2. Mécanisme de la conversion (1).

Le cours de conversion est fixé au moment de l'émission de l'emprunt par référence aux derniers cours cotés des actions et se trouve généralement à un prix faisant apparaître une "prime de conversion" de 10 à 12%. On appelle prime de conversion, l'écart en pourcentage entre le cours de l'action et le prix de conversion, compte tenu du cours de l'obligation. A l'émission, on tiendra compte du prix d'émission, généralement le pair.

Par exemple :

Emission de $ 50 millions d'obligations convertibles à 5% pour le compte de l'International Standard Electric Corporation et convertibles, après le 15 août 1968, en actions ordinaires de International Telephone and Telegraph Corporation (I.T.T.).

(1) Nous retirons ce passage d'un formulaire publié par la Kredietbank en février 1968 à l'intention de sa clientèle.

Dernier cours coté avant l'émission : 48,88 $
Prix d'émission des obligations : 100%
Prix de conversion fixé à 54,75 $, faisant apparaître une prime de conversion de 12% environ.
A partir du 15.8.68 chaque porteur aura la possiblité d'échanger ses obligations en autant d'actions que le montant nominal d'obligations présentées à l'échéance sera divisible par 54,75 $, ce rapport étant fixe, le solde éventuel faisant l'objet d'un remboursement en espèces, les intérêts courus éventuels n'étant pas pris en compte.
Pour peu que la société ait des résultats et des perspectives favorables, la hausse des cours de l'action se répercute sur le cours des obligations, puisque le souscripteur de l'obligation bénéficie d'un rendement plus élevé, et conserve la possiblité pendant 20 ans d'obtenir 18 actions I.T.T. dont le prix de revient unitaire restera 54,75 $ tout en n'ayant q'un risque très limité. Cette possibilité d'option pendant une longue période, qui vient s'ajouter aux avantages propres à l'obligation que la convertible conserve, fera monter le cours de l'obligation à la suite du cours de l'action dans des proportions équivalentes par suite du jeu des arbitrages.

Le tableau suivant fait ressortir la hausse des cours de certaines obligations convertibles internationales : les gains réalisés sur l'obligation sont à peu près comparables à ceux réalisés sur l'action.

Débiteur	Prix de conversion	Cours de l'action 13/2	Cours de l'obligation convertible 14/2
Bristol M. 4 1/2 % 65/80	57 1/2	70	123
I.S.E. (I.T.T.) 4 1/2 % 66/86	82	100	118

3. Evolution du marché des emprunts convertibles (1)

Le succès d'un emrpunt convertible résulte en bonne partie des espérances de profit évaluées par l'épargnant en fonction de l'évolution du marché boursier. La plupart des emprunts convertibles ayant été émis en 1968 par des société américaines, l'attention se porte donc particulièrement sur le marché de New-York. Le premier trimestre de 1969 a été caractérisé à ce point de vue par la baisse de Wall Street et l'on constate, en effet, le net recul des montants émis par les débiteurs américains sous forme d'obligations convertibles. Ceux-ci se montaient à 316 millions de dollars au premier trimestre 1969 contre 446,5 millions de dollars au cours de la même période de 1968, alors que le montant total des emprunts obligatoires passait de 658,5 millions de dollars au 1er trimestre 1968 à 856 millions de dollars au cours de cette même période en 1969.

c. Les obligations avec warrants.

Il s'agit d'émission d'obligations classiques et présentant donc l'attrait pour l'investisseur d'un rendement élevé auxquelles est attaché un droit de souscription aux actions de la compagnie émettrice à une date et à un prix déterminés. Ce droit est matérialisé par un warrant détachable du titre négociable comme tel. Le warrant représente donc une possibilité de bénéfice supplémentaire pour le porteur s'il le négocie à un moment où le cours de l'action excède le prix de vente déterminé à l'avance. Bien que nous ne disposions pas de statistiques précises à ce sujet, il semble que les émissions d'obligations avec warrant connaissent déjà un certain succès. Ce fait peut s'expliquer par les avantages cumulés des obligations classiques et des obligations convertibles qu'elles offrent.

(1) Bulletin financier de la Kredietbank S.A. Luxembourgeoise.

A cela s'ajoute le fait que les warrants se traitent presque toujours avec une forte prime par rapport au prix fixé pour l'échange. Cette prime varie de 10 à 50% selon les cas. Par exemple, fin 1968, l'action Lerner Stores valait $ 19 et son warrant donnait le droit d'acquérir une action moyennant le payement de $ 14, valait $ 9. La valeur "future" de l'action était donc évaluée à ce moment là à $ 23 et il en résultait une prime de 21 %.

II. Les monnaies de règlement utilisées.

Qu'il s'agisse d'obligations classiques, d'obligations convertibles ou avec warrants, elles sont toutes libellées selon une formule particulière, en unités de compte, en dollars, en Deutsche Mark et parfois en une autre monnaie européenne. Elles peuvent aussi comporter une option de change.

a. Les emprunts libellés en "Unités de compte européenne" (1).

L'unité de compte européenne est un étalon monétaire abstrait dont la teneur d'or égale celle du dollar des Etats-Unis. Elle se réfère à 17 monnaies européennes, dites "monnaies de référence" (2). L'unité de compte ayant une parité or ainsi que les 17 monnaies de référence, il existe donc un rapport fixe en chaque monnaie et l'unité de compte. Les conditions de variation de la valeur de l'unité de compte résident dans les deux points suivants :

- la parité des 17 monnaies de référence doit être modifiée;
- 2/3 au moins de ces monnaies doivent avoir subi des changements dans la même direction. Dans ce cas, la valeur de l'unité de compte subit la même variation que la monnaie affectée de ce groupe des 2/3.

---

(1) Le lecteur trouvera de plus amples détails concernant l'U.C. dans "Borrowing in European Units of Accounts" publié en janvier 1969 par la Kredietbank S.A.Luxembourgeoise.

(2)

1 U.C. =	26.000.00	Schilling	(Austria)
1 U.C. =	50.000.00	franc	(Belgium)
1.U.C. =	7.500.00	Krone	(Denmark)
1 U.C. =	4.937.06	franc	(France)
1 U.C. =	4.000.00	Mark	(Fed.Rep.of Germany)
1 U.C. =	30.000.00	Drachma	(Greece)
1 U.C. =	88.000.00	Krone	(Iceland)
1 U.C. =	0.416.667	Pound	(Ireland)
1 U.C. =	625.000.00	Lire	(Italy)
1 U.C. =	50.000.00	Franc	(Luxembourg)
1 U.C. =	3.620.00	Guilder	(Netherlands)
1 U.C. =	7.142.86	Krone	(Norway)
1 U.C. =	28.750.00	Escudo	(Portugal)
1 U.C. =	5.173.21	Krone	(Sweden)
1 U.C. =	4.372.82	Franc	(Switzerland)
1 U.C. =	9.000.000	Pound	(Turquey)
1 U.C. =	0.416.667	Pound Sterling	(United Kingdom).

L'avantage de cette formule réside donc dans le fait que l'unité de compte européenne confère une garantie de change en termes de la monnaie la plus stable parmi celle du système. Cette caractéristique revêt une importance primordiale pour les investisseurs institutionnels qui, en vertu de leurs règlementations nationales, ne peuvent détenir qu'une faible partie de leur avoirs en devises. Ces dispositions légales sont une des raisons majeures pour lesquelles si peu d'investisseurs institutionnels agissent sur le marché des euro-émissions. La formule des emprunts internationaux libellés en unité de compte européenne, si elle s'étendait, contribuerait à ouvrir plus largement le marché aux investisseurs institutionnels. En effet, ceux-ci ne courraient plus le risque d'une modification éventuelle de la parité d'une monnaie dans laquelle serait libellée une partie de leurs actifs si leur propre monnaie nationale se trouve parmi les 17 monnaies de référence. En se référant aux tableaux 17 et 18 on peut constater que malgré l'ingéniosité de la formule, sans conteste intellectuellement la meilleure, et les avantages qu'elle représente tant pour les prêteurs, en les protègeant de la dévaluation, que pour les emprunteurs, en les protègeant de la réévaluation, elle n'a pas connu le succès auquel on aurait pu s'attendre. Il semble que les réticences se manifestent tant du côté des emprunteurs que des prêteurs qui trouvent la formule trop complexe.

b. Les emprunts libellés en dollars des Etats-Unis.

Le dollar fut la première monnaie utilisée pour libeller les euro-obligations. Il reste actuellement la monnaie la plus largement utilisée sur le marché, intervenant dans 78,2% des émissions en 1967 et pour

65,3% de celles-ci en 1968. Il semble bien que le dollar se soit définitivement imposé sur le marché. Ce fait résulte essentiellement de l'intervention croissante des emprunteurs américains sur le marché.

c. Les emprunts libellés en Deutsche Mark.

L'émission d'obligations en Deutsche Mark s'explique surtout par l'intervention des entreprises allemandes s'alimentant de préférence sur l'euro-marché plutôt que sur leur propre marché. Celui-ci fut en effet très onéreux en 1966. D'autre part des sociétés américaines ayant de larges besoins de financement en Deutsche Mark émirent aussi des emprunts libellés en cette monnaie. Le chute des emprunts libellés en Deutsche Mark au cours de l'année 1967 marque le contre coup de l'incertitude suscitée par le fléchissement général du marché allemand en 1966 et par la question du "Kuponsteuer". On parlait à cette époque du prélèvement possible d'un impôt de 20% à la source sur l'encaissement des coupons par les non-résidents. En 1968,le regain d'activité des émissions d'obligations en Deutsche Mark s'explique surtout par la spéculation à la reévaluation de cette monnaie.

d. Les emprunts libellés en franc suisse.

Le franc suiise n'est plus apparu sur l'euro-marché depuis 1963, le gouvernement helvétique s'étant opposé depuis lors à son emploi sur le marché international des émissions. Il redoutait en effet de voir le franc suisse, en raison de l'attrait qu'il exerce sur l'épargnant, tenir le rôle de monnaie de réserve. La Suisse n'aurait pu soutenir un tel rôle sans graves dangers pour son économie.

e. Les emprunts libellés en une monnaie comportant une option de change.

L'option de change signifie la faculté pour l'investisseur de se faire rembourser dans une monnaie de son choix parmi celles qui lui sont proposées. La plupart de ces émissions à option de change furent des émissions en livres sterling offrant une option de change Deutsche Mark au taux livre sterling/Deutsche Mark prévalant à la date de l'émission.

T a b l e a u 17

Emissions publiques d'emprunts obligataires internationaux classés par monnaie.

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en millions de dollars					
Unités de compte	43	10	-	76	19	57
Dollar	55	383	371	734	1.469	2.504
Deutsche Mark	40	224	315	328	159	905
Franc français	12	30	25	40	12	20
Lire	24	-	24	70	-	24
Franc belge	8	-	12	10	21	30
Sterling	14	138	64	76	62	29
Franc luxembourgeois	-	-	1	-	-	-
Franc suisse	150	83	88	95	123	224
Florin	-	15	50	-	13	36
Schilling autrichien	-	-	-	-	-	6

Source : Kredietbank, S.A. Luxembourgeoise

(1) Ce tableau reprend tous les emprunts internationaux, y compris ceux placés sur les marchés nationaux en monnaie nationale.

T a b l e a u 18

Emissions publiques d'emprunts obligataires internationaux classés par monnaie						
	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en pourcentage					
Unités de compte	12.4	1.1	-	5.3	1.0	1.5
Dollar	15.9	43.4	39.0	51.4	78.2	65.3
Deutsche Mark	11.6	25.4	33.0	23.0	8.5	23.6
Franc français)) Lire)) Franc belge)) Sterling))	59.9	30.1	27.7	20.3	12.2	9.3
Franc luxembourgeois)) Franc suisse)) Florin)) Schilling autrichien)						

Source : Kredietbank S.A. Luxembourgeoise.

Section 4. Problèmes posés par l'existence du marché des euro-émissions.

Paragraphe 1 Imperfections relatives au fonctionnement du marché des euro-émissions.

Les milieux financiers s'accordent à attribuer quatre faiblesses principales au marché :

- l'absence ou la quasi-absence de demandeurs institutionnels;
- le manque de coordination entre les banques participant au marché;
- l'accès d'emprunteurs de second ordre sur le marché;
- les imperfections dans la livraison des titres négociés sur le marché secondaire.

a. l'absence ou la quasi-absence de demandeurs institutionnels.

1. L'importance des investisseurs institutionnels dans un marché résulte d'une part, de l'élément stabilisateur qu'ils représentent. En cas de crise, par exemple, les investisseurs institutionnels peuvent contrebalancer les effets perturbateurs déclenchés par des réactions de panique de l'épargnant privé. Il faut toutefois souligner que les investisseurs privés sur ce marché sont mieux informés que la moyenne des épargnants, le marché n'étant pas encore "démocratisé". Ce fait s'explique surtout par le prix unitaire élevé de l'euro-obligation (1)

---

(1) $ 1.000

L'importance des investisseurs institutionnels réside d'autre part, dans le fait que ceux-ci possèdent une capacité d'absorption qui, dans le cas des euro-émissions élargirait les possibilités d'émissions et le marché secondaire. A ce propos, on note actuellement l'intervention croissante de fonds communs de placement sur le marché des euro-émissions, quoique pour une part considérée encore comme minime par rapport à la demande privée.

2. En vertu des règlementations actuelles, en vigueur sur l'ensemble des marchés nationaux d'Europe, les compagnies d'assurances qui sont les investisseurs institutionnels les plus importants en Europe continentale, ne peuvent détenir qu'une faible partie de leurs réserves mathématiques sous formes d'actifs libellés en devises. L'accès au marché des euro-émissions leur est donc pratiquement interdit.

En supposant même que ces restrictions légales disparaissent, les compagnies d'assurances semblent actuellement peu désireuses d'investir des fonds importants sur le marché des euro-émissions. Elles estiment, en effet, que ce marché n'est pas encore suffisament transparent et flexible pour pouvoir attirer les fonds importants qu'elles gèrent.

b. Le manque de coordination entre banques qui participent au marché :

Les milieux bancaires estiment généralement que l'on n'est pas encore arrivé, sur le marché des euro-émissions, à la coordination souhaitable tant en ce qui concerne les usances de celui-ci qu'en ce qui concerne le lancement des émissions sur le marché. Il faut toutefois noter que l'euro-marché se caractérise, entre autre, par

une vive concurrence entre les participants à celui-ci. La coordination ne pourrait donc jamais s'étendre à un domaine très vaste. Il est malgré tout certain que le marché gagnerait en efficacité si les participants s'entendaient, tout au moins, sur certaines modalités d'ordre technique.

c. L'accès d'emprunteurs de second ordre sur le marché.

Cette critique est en réalité marginale et on ne compte, sur les quelque 500 euro-émissions lancées jusqu'à présent, que une ou deux émissions de qualité douteuse. Deux remarques s'imposent à ce sujet. Il faut noter, d'une part, qu'une sévère auto-discipline règne sur l'euro-marché et qu'un chef de file pourrait difficilement former un syndicat de garantie et un syndicat de vente en proposant un emprunt d'un débiteur douteux. D'autre part, on soulignera que la qualité des emprunteurs sur le marché des émissions d'obligations convertibles est inégalée; les milieux bancaires l'estiment supérieure à la moyenne du marché américain.

Quant à l'avenir, il semble que le marché continuera dans cette voie. Il faut cependant s'attendre à trouver parfois des débiteurs moins connus. Il n'est en effet pas possible qu'un marché aussi large ne comprenne jamais que l'élite des emprunteurs internationaux.

d. Les imperfections dans la livraison des titres négociés sur le marché secondaire.

1. On rencontre ici la critique de base en ce qui concerne le marché. Avant d'en aborder les aspects techniques, il est utile de rappeler l'importance de l'existence et de la bonne tenue d'un marché secondaire. Celui-ci est, en effet, le support indispensable du marché primaire. D'une part, l'épargnant ou l'investisseur institutionnel doit disposer d'un actif suffisamment liquide pour prévoir, le cas échéant, l'arbitrer au cours du marché. D'autre part, l'activité du marché secondaire est un indicateur indispensable au marché "primaire". En effet, un marché secondaire actif indique une demande soutenue sur ce marché et par conséquent une demande potentielle pour l'émission d'obligations nouvelles, tandis qu'un marché secondaire peu actif, en dénotant la faiblesse de la demande, n'incitera pas à l'émission d'obligations nouvelles.

2. Depuis l'apparition du marché des euro-émissions de grands progrès ont été réalisés sur le marché secondaire en ce qui concerne les transactions.

Le marché secondaire est actuellement aux mains d'une vingtaine de "traders" qui réalisent en moyenne un chiffre d'affaire journalier estimé à Ø 5 millions. La plupart des transactions se réalisent entre "traders" reliés entre eux par téléphone et télex. On compte relativement peu de transactions en bourse, quoique la plupart des euro-obligations soient côtées en bourse de Luxembourg ainsi que sur d'autres places européennes.

Suite à la concurrence active qui règne sur ce marché, on peut considérer que celui-ci présente des caractéristiques satisfaisantes. D'une part, l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur est actuellement de 1% environ et les cours sont valables pour des transactions dont les montants s'élèvent de ℔ 25.000 à ℔ 40.000 selon la qualité et l'activité du titre négocié. On notera aussi la stabilité du marché qui resta ouvert lors des crises monétaires les plus aiguës, notamment en mars 1968, période au cours de laquelle on assista à la fermeture de la bourse de New-York et de Londres ainsi qu'à la fermeture de la plupart des marchés monétaires. Le marché des euro-obligations connut toutefois une baisse généralisée d'environ 15% durant une période de 6 à 7 mois qui suivit la dévaluation anglaise de novembre 1967.

3. Le diagnostic en ce qui concerne la livraison des titres sur le marché des euro-obligations n'est pas aussi satisfaisant qu'en ce qui concerne leur transaction.

On peut se demander pourquoi les difficultés rencontrées sur l'euro-marché existent moins sur les marchés nationaux. Il faut tout d'abord souligner que sur les marchés nationaux, les négociations de titres se font la plupart du temps entre résidents, contrairement à ce qui se passe sur l'euro-marché. Les titres restent donc dans le pays et leur livraison en est facilitée. On notera toutefois que des problèmes aigus se posent actuellement sur le marché de New-York. En effet, les transactions de titres se sont développées à un rythme très rapide, passant de cinq millions de titres traités journellement en 1962 à quinze millions environ en 1968. Comme, d'une part, le staff des

courtiers ne s'est pas développé proportionnellement et que le traitement par ordinateur n'est pas encore au point, on en arrive actuellement à un délai de livraison de trois à quatre mois.

Outre la raison de la dispersion géographique des vendeurs et des acheteurs sur le marché, on décèle un ensemble d'autres raisons qui expliquent les difficultés en ce domaine :

- La non-disponibilité des titres au moment de la clôture de l'émission :

Au moment de la clôture de l'émission, il arrive souvent que, pour des raisons matérielles, les titres ne soient pas encore disponibles. Comme beaucoup de transactions se font immédiatement après l'émission, alors que les titres ne sont pas encore disponibles, ceux-ci ont un important circuit à parcourir pour atteindre leur destinataire final.

- Prises de position à découvert par certains "traders" :

Certains "traders" prennent des positions à découvert sur une valeur, c'est-à-dire qu'ils vendent des titres alors qu'ils n'en disposent pas encore. Il le font, soit pour réellement exercer leur fonction de teneur du marché et doivent donc répondre aux demandes pour des montants raisonnables, soit pour faire un bénéfice sur un titre dont ils estiment la valeur surfaite. Ils se mettent alors à découvert sur ce titre et le rachètent plus tard à un cour inférieur. Du fait de ces opérations qui résultent du rôle particulier du "trader", l'acheteur initial peut attendre longtemps la livraison de ses titres, surtout si les prises de position à découvert sont en chaîne.

- Le retard en matière d'organisation de certains "traders" :

Alors que l'ensemble des opérations d'achats et de ventes de titres se traitent de plus en plus sur ordinateur, certains "traders" ne recourent pas encore au traitement électronique de leurs opérations. Celles-ci sont, de ce fait, rendues encore plus lentes et plus complexes.

- Des usances plus efficaces en ce qui concerne le paiement et la livraison des titres :

Sur le marché des euro-obligations, les usances en cette matière diffèrent de celles du marché new-yorkais. Alors que sur celui-ci, la règle de livraison contre paiement est d'application, sur le marché des euro-obligations on applique la règle de la transaction franco, c'est-à-dire que l'acheteur paye le vendeur cinq jours ouvrables après la transaction, ce qui n'est pas fait pour accélérer la livraison des titres. Les usances new-yorkaises ont mis de nombreuses années à être au point et six à huit semaines sont actuellement nécessaires pour la livraison du titre. Sur le marché des euro-obligations on doit compter environ trois à quatre mois pour la livraison. Il arrive que certaines opérations ne soient pas dénouées après un an, elles constituent cependant l'exception.

4. Face à cette situation deux types de solutions sont actuellement en vigueur, sans pour autant être tout à fait satisfaisantes. Dans le premier cas il s'agit d'un système de clearing mis au point et tenu par un groupe bancaire américain (1). Dans le second cas, il s'agit de

(1) Euro-clear de la Morgan Guaranty Trust Company.

nouvelles usances internationales mises au point par une banque luxembourgeoise et un groupe de banques suisses (1).

- Euroclear de la Morgan Guaranty Trust Company(2).

Devant la situation de plus en plus inacceptable règnant sur le marché des euro-obligations, le système de clearing est apparu à la Morgan Guaranty Trust Company comme le plus adéquat pour résoudre le problème des délais de livraison, économiser les frais d'assurances et d'envoi des obligations. Le principe de ce système est celui de tout système de clearing. Chaque participant à euro-clear dispose d'un compte en titres et d'un compte en dollars. Selon qu'il achète ou vend des obligations, il voit son compte titres crédité ou débité et inversément, son compte en dollars débité ou crédité. Si les transactions se réalisent entre deux participants au système, on se trouve donc dans la situation idéale où il y a un simple mouvement comptable dans leslivresde la Morgan.

Cependant, la situation n'est pas toujours aussi simple et il se peut que les transactions aient lieu entre un participant et un non-participant au système. On en revient alors à une situation qui ne diffère pratiquement pas de la transaction entre non-participants, si ce n'est que la livraison des titres peut être effectuée plus rapidement grâce au réseau mondial de la Morgan

Malgré l'avantage certain que présenterait l'adoption du système euro-clear par l'ensemble des acteurs du marché, certains éléments lui sont défavorables. Il se pose, en effet, le problème légal de la fongibilité. Certains pays admettent la fongibilité des titres, d'autres par contre

(1) Nouvelles usances internationales. (2) Le lecteur trouvera l'ensemble des informations concernant le système euro-clear dans "Euro-clear, terms and conditions", december 2, 1968, Morgan Guaranty Trust Company, Brussels.

ne l'admettent pas encore. Tel est notamment le cas en Allemagne pour les obligations étrangères, aux Pays-Bas, au Luxembourg et en Italie. En supposant même que les problèmes légaux de fongibilité soient résolus, la solution idéale ne serait pas pour autant atteinte. D'une part certains organismes financiers, notamment les banques suisses et les compagnies d'assurances en général, sont tenus de disposer matériellement des titres ou désirent les détenir pour pouvoir éventuellement bénéficier de remboursements par tirages au sort, hypothèse naturellement exclue dans le cas de la participation à euro-clear. D'autre part, il faut souligner le refus de certaines banques de participer à un système qui leur paraît conférer un monopole inacceptable, malgré les assurances les plus formelles de discrétion de la part de l'organisateur du système.

- Les nouvelles usances internationales.

Ces nouvelles usances internationales adoptées par les principales banques suisses et une banque luxembourgeoise peuvent se résumer ainsi :

Les décomptes des transactions sont établis, selon l'usance actuellement en vigueur, avec valeur le septième jour du calendrier suivant la date de la transaction;

Le paiement est effectué en principe au jour de valeur du décompte, étant entendu toutefois que, au cas où les titres n'auraient pas été livrés le troisième jour ouvrable suivant la transaction, le paiement n'est dû que deux jours ouvrables, suivant le calendrier new-yorkais, après livraison effective des titres.

Toutes les euro-obligations seront livrables en Europe, à l'achat ou à la vente. Toutefois, dans le cas de titres qui se trouvent encore matériellement à New-York, ils pourront se traiter sur base de livraison en Europe ou à New-York, au choix du client.

En réalité, il s'agit d'un système de paiement après livraison, puisque le paiement des titres ne se fait que deux jours après la livraison de ceux-ci. On a constaté que les participants ne semblent pas beaucoup apprécier ces nouvelles usances. En effet, le paiement deux jours après livraison fait figure de pénalité. On peut comprendre que cette pénalité soit appliquée lors d'un retard dans la livraison des titres dans le but d'éviter ces retards. Cependant, on a quelques difficultés à comprendre les raisons de différer le paiement alors que les titres auraient été livrés. Il semble que les nouvelles usances internationales pourraient être utilement modifiées en établissant le principe du paiement après livraison dans les délais techniquement les plus rapides possibles, tout en maintenant le principe d'un paiement différé de deux jours lors du retard dans la livraison des titres.

Après avoir analysé chacune des deux solutions apportées au problème posé par la livraison des titres, on constate qu'aucune d'elles n'est réellement satisfaisante. Elles n'en restent pas moins d'utiles tentatives pour l'amélioration des conditions actuelles de livraisons. Il faut aussi garder à l'esprit que de nombreux mois furent nécessaire pour mettre au point les usances new-yorkaises qui sont loin de donner pleine satisfaction actuellement, aussi n'est-il pas étonnant que dans un marché aussi différencié et aussi concurrentiel que celui des euro-obligations on ne puisse arriver rapidement à une solution définitive.

Paragraphe 2. Implications du marché au niveau national.

On distinguera trois implications du marché des euro-obligations au niveau national :

- L'équilibre du marché des capitaux;
- L'évasion fiscale;
- la protection de l'épargnant.

a. L'équilibre du marché des capitaux.

1. Les autorités financières de pays où l'état intervient traditionnellement sur son marché financier peuvent, à juste titre, s'inquiéter du développement d'un marché international aisément accessible à ses résidents. L'état se ménageant un accès réservé et prioritaire aux marchés des capitaux, voit dans l'évasion d'une partie de l'épargne nationale provoquée par le marché des euro-obligations, un danger permanent pour l'équilibre de son propre marché des capitaux.

2. Si cette analyse n'est pas dénuée de tout fondement, il convient cependant de la tempérer par certains éléments. D'une part, les investisseurs institutionnels sont étrangers au marché des euro-obligations. Or, ceux-ci constituent la clientèle privilégiée des émissions d'état. D'autre part, comme on l'a souligné, le marché des euro-obligations ne s'est pas encore "démocratisé"du fait du montant unitaire élevé des titres. La clientèle des petits épargnants constitue encore une part non négligeable de la demande des fonds d'état.

Il faut aussi rappeler que l'on se trouve en quelque sorte dans un système de vases communiquants. En effet, les emprunts émis sur le marché des euro-obligations libèrent dans une certaine mesure les marchés nationaux, qui sans son existence, eussent probablement subi une pression nettement accrue du fait d'emprunts étrangers qui y auraient été émis.

b. L'évasion fiscale.

Il s'agit d'un point relativement délicat à traiter et tenter de préciser l'importance de la motivation fiscale dans l'achat de valeurs internationales est quelque peu hasardeux. En effet, d'une part, il n'existe pas de statistiques disponibles à ce sujet, d'autre part, les avis diffèrent sensiblement selon qu'ils émanent des autorités fiscales ou des milieux bancaires.

Deux propositions peuvent de toute manière être établiesavec certitude. D'une part, les euro-émissions offrent une possibilité d'évasion fiscale aisée. D'autre part, il est malsain, dans un pays où la démocratie est basée sur un consencus général à l'impôt, qu'une technique particulière, parfaitement connue des autorités, permette de l'éviter.

Ceci étant dit, la possibilité d'évasion fiscale explique-t-elle le succès croissant des euro-émissions auprès des épargnants ? Outre la possibilité d'évasion fiscale, les euro-obligations présentent de multiples avantages. D'une part, les rendements nominaux des euro-obligations sont plus élevés que ceux des obligations nationales. D'autre part, ces obligations sont émises par des sociétés internationales de premier renom qui ajoutent à l'avantage du rendement élevé celui de la sécurité offerte par la qualité du débiteur. Enfin, ces euro-obligations font l'objet d'une intense activité des banques qui en soulignent la qualité de placement qu'elles représentent. Certains banquiers se basent sur ces trois éléments pour estimer que la motivation fiscale est en fait une motivation passive et que la neutralité fiscale des euro-obligations ne représente en réalité qu'un boni par rapport aux autres avantages. Ils estiment toutefois que la motivation fiscale en ce qui concerne la fuite des droits de succession est plus active.

Malgré de tels arguments et de tels avis, il semble bien, sans que l'on puisse toutefois positivement infirmer ou confirmer cette thèse, que la motivation fiscale est prépondérante dans l'acquisition d'euro-obligations et que le succès de l'euro-marché n'eut pas été tel s'il n'avait bénéficié de cette neutralité fiscale.

c. La protection de l'épargnant.

1. Les organismes publics qui ont pour tâche de contrôler les émissions, de vérifier la qualité des informations fournies et la satisfaction de certaines exigences de publicité, s'inquiètent du placement systématique auprès du public de valeurs internationales n'ayant pas reçu leur visa. Peut-on cependant réellement croire que la protection de l'épargnant serait mieux assurée parceque, par exemple, la commission bancaire, en Belgique, interviendrait ? D'une part, les prospectus d'euro-émissions sont généralement très satisfaisants, les débiteurs sont des institutions de premier renom international, très solides au point de vue financier, de grande dimension et présentant des qualités de gestion et des espérances d'avenir au-dessus de la moyenne. D'autre part, les banques qui participent aux syndicats internationaux de garantie et de vente ne peuvent accepter de participer à des émissions de qualité douteuse. Une telle participation risquerait de ternir leur réputation de haut standing financier qu'elles se doivent de maintenir. De plus, la sévère auto-discipline qui règne au sein de ces syndicats internationaux est un bon garant en ce qui concerne la qualité future des titres qui seront offerts.

Il faut toutefois souligner que l'on constate actuellement la présence d'émissions douteuses véhiculées

par certains fonds communs de placement et l'on peut craindre que ce phénomène ne s'amplifie. Il semble malgré tout que ce soit un argument trop faible pour imposer une règlementation qui, de par le ralentissement qu'elle provoquarait dans le processus d'émission, risquerait d'écarter les banques de pays soumis à de telles mesures de lactivité financière internationale.

d. Conclusion.

Le marché des euro-émissions gêne surtout les autorités publiques car il se développe en marge des règlementations et du contrôle de l'état. Mais il s'agit là de la caractéristique fondamentale de tout marché international qui, en utilisant les déphasages des multiples règlementations nationales, se développe en marge de celles-ci. Aussi, toute mesure isolée destinee à discipliner le marché des euro-bonds est-elle vouée à l'échec. La seule manière pour l'état de retrouver une légitime influence sur cette fraction du marché des capitaux réside dans l'adoption, au niveau européen, de mesures destinées à réaliser un vaste marché financier européen.

CHAPITRE 4. LE MARCHE DES EURO-EMISSIONS ET L'INTEGRATION DES MARCHES FINANCIERS EUROPEENS.

L'ensemble des caractéristiques du marché des euro-émissions en font un marché international. Toutefois, on a pu constater, tant en ce qui concerne la localisation du marché que les sources de fonds, que le marché des euro-émissions est avant tout un marché européen.

Or, il est largement admis que le fonctionnement des marchés financiers en Europe laisse à désirer. De nombreuses études collectives ou individuelles s'attachèrent récemment aux problèmes posés par l'organisation de ces marchés (1). Outre la nécessité d'améliorer le fonctionnement de chacun des marchés nationaux pris individuellement, est apparue celle de les intégrer progressivement afin d'adapter les mécanismes de financement actuels aux nécessités croissantes de l'intégration commerciale et industrielle en Europe (2).

Il paraît donc opportun de se pencher sur le marché des euro-émissions dans l'optique de l'intégration des marchés financiers européens. On se posera, à ce propos, la question de savoir dans quelle mesure le marché des euro-émissions contribue à la réalisation de l'intégration financière européenne.

---

(1) Etudes sur les marchés de capitaux, Rapport général, Comité des transactions invisibles, Organisation de coopération et de développement économiques, Paris, 1967. - A. LAMFALUSSY, Les Marchés financiers en Europe, Paris 1968.

(2) Le développement d'un marché européen des capitaux, Rapport d'un groupe d'experts constitué par la commission de la C.E.E., Communauté Economique Européenne, Bruxelles 1966. - Barriers to the issuing and trading of foreign bonds and shares on the national capital markets of certain O.E.C.D. countries, BIAC, Paris, 1969.

Section 1 Marché financier, intégration et efficacité.

On rappelera brièvement au cours de cette section les définitions du marché financier, de l'intégration et de l'efficacité d'un marché financier. On fera aussi apparaître les rapports qui existent entre l'efficacité d'un marché financier et la dimension de celui-ci.

Paragraphe 1. Définitions.

a. Définition du marché financier.

On définira le marché financier comme l'espace au sein duquel l'offre et la demande d'actifs financiers sont confrontés aux mêmes conditions objectives (1).

Il faut souligner que cette définition ne comporte aucun terme restrictif de nature à en limiter la portée. On ne se limitera donc pas au marché financier "restreint", c'est-à-dire celui des valeurs mobilières, on englobera aussi toutes les opérations à moyen et à long terme de l'ensemble des intermédiaires financiers.

---

(1) On entend par "mêmes conditions objectives" un même cadre institutionnel, ce qui suppose donc un ensemble de dispositions légales d'effet identique, une gamme d'intermédiaires financiers de nature semblable, une même structure de taux d'intérêt, etc...

b. Définition de l'intégration.

L'intégration est "l'action d'intégrer", intégrer étant "faire entrer dans un ensemble, dans un groupe". Dans le cas particulier de l'intégration de plusieurs marchés financiers nationaux, il s'agit de l'action qui consiste à établir les conditions nécessaires à la libre circulation des capitaux au sein de l'ensemble constitué par les divers marchés financiers nationaux primitivement isolés.

c. Définition de l'efficacité.

La notion d'efficacité d'un marché financier se prête difficilement à une notion précise et l'on devrait plutôt parler des éléments constitutifs de celle-ci, c'est-à-dire de la capacité, de la fluidité, de la stabilité et l'abaissement du coût des opérations (1).

1. La capacité.

On distingue habituellement les capacités absolues et relatives d'un marché. La capacité absolue est mesurée par l'importance des flux qui transitent par le marché. La capacité relative est représentée par le rapport des flux à un agrégat tel que le produit national, l'épargne brute etc...

2. La fluidité.

La notion de fluidité est très délicate à définir. Elle suppose essentiellement une grande mobilité des épargnes et d'abondantes sources d'informations.

---

(1) Etudes sur les marchés de capitaux, op. cit., pp. 225 et ss.

3. La stabilité.

L'efficacité d'un marché financier postule une certaine stabilité des moyens de financement disponibles et des conditions auxquelles ils sont offerts.

4. Le coût des opérations.

Le coût des opérations est difficile à évaluer et cela en raison de l'interférence de la fiscalité, de l'éventail d'opérations menées par les mêmes institutions et pour d'autres multiples raisons dans le détail desquelles nous n'entrerons pas ici (1). Le coût des opérations des intermédiaires financiers, lorsqu'on peut en avoir une approximation, est un indicateur de la productivité des intermédiaires financiers et donc de l'efficacité du marché financier.

---

(1) Le lecteur se référera utilement à ce sujet à : Les marchés financiers en Europe, op. cit. p. 111 et Barriers to the issuing and trading of foreign bonds and shares on the national capital markets of certain O.E.C.D. countries, op. cit., pp. 23, 28 et 49.

Paragraphe 2. Rapports entre l'efficacité d'un marché financier et la dimension de celui-ci.

Un marché financier intégré est, par définition, plus vaste que l'ensemble de chacun des marchés financiers pris isolément. Analyser les rapports entre l'intégration et l'efficacité d'un marché financier revient, en fait, à analyser ceux qui existent entre la dimension et l'efficacité d'un marché financier, en particulier, les éléments constitutifs de celle-ci.

1. Dimension et capacité d'un marché financier.

Il y a une relation directe entre la dimension et la capacité d'un marché financier. L'accroissement de la capacité absolue et relative de celui-ci. Une capacité absolue accrue entraîne des économies d'échelle, une capacité relative accrue facilite l'établissement de l'équilibre entre l'offre et la demande d'actifs financiers ; elles constituent ainsi un élément important dans l'amélioration de l'efficacité d'un marché financier.

2. Dimension et fluidité d'un marché financier.

L'intégration de plusieurs marchés financiers suppose une harmonisation des conditions règnant au sein des unités constitutives du marché intégré. La fluidité s'en trouvera donc, toutes choses étant égales d'ailleurs, nettement améliorée. En effet, en intégrant plusieurs marchés financiers primitivement isolés, on établit les conditions d'une fluidité interne nettement accrue par rapport à la fluidité externe de ces marchés, isolés au point de départ. Cette amélioration de la fluidité d'un marché financier contribue à l'efficacité accrue du marché intégré.

3. Dimension et stabilité d'un marché financier.

La dimension accrue d'un marché financier permet, en supposant la fluidité d'un tel système, d'étaler les pressions momentanées qui se localiseraient sur une place financière ou sur un type d'actif déterminé.

4. Dimension et coût des opérations sur un marché financier.

Un marché élargi, en autorisant et en favorisant la concurrence, contribuerait à l'amélioration de la productivité des organismes financiers et en abaisserait, dans une mesure à déterminer, les coûts d'intermédiation.

Section 2 Faiblesse des marchés financiers européens et intégration.

Après avoir brièvement analysé les conditions de l'efficacité d'un marché financier et constaté qu'un marché de dimension accrue, par l'harmonisation qu'il suppose, par la concurrence qu'il active, par les coûts qu'il abaisse, se révèle, toutes choses égales d'ailleurs, plus efficace qu'un marché de dimension plus restreinte, il serait intéressant, après avoir dégagé les faiblesses attribuées aux marchés financiers en Europe, de voir dans quelle mesure les avantages que l'on attribue "in abstracto" à un marché financier intégré se retrouveraient dans le cas particulier d'un marché financier européen.

Paragraphe 1 Faiblesses des marchés financiers européens(1).

a. Symptômes de faiblesse des marchés financiers européens.

1. Deux symptômes sont généralement considérés comme les indices de faiblesse des marchés financiers européens ; il s'agit de l'évolution des cours boursiers et du haut niveau des taux d'intérêt en Europe continentale comparés à ceux-ci aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne tels qu'ils apparaissent aux tableaux 1 et 2.

---

(1) Nous nous sommes principalement basés pour établir cette synthèse sur : A. LAMFALUSSY, Les marchés financiers en Europe, Presses Universitaires de France, Paris 1968.

T a b l e a u 1

Croissance économique et cours boursiers				
	1955 à 1966		1961 à 1966	
	P.N.B.	Indice boursier	P.N.B.	Indice boursier
Allemagne	+ 152	+ 109	+ 47	- 37
Belgique	+ 94	+ 23	+ 47	- 21
France	+ 185	+ 58	+ 54	- 31
Italie	+ 156	+ 78	+ 60	- 30
Pays-Bas	+ 130	- 20	+ 59	- 34
Etats-Unis	+ 79	+ 104	+ 37	+ 33
Royaume-Uni	+ 90	+ 55	+ 34	+ 2

Source : A. LAMFALUSSY, Les marchés financiers en Europe, p. 32.

T a b l e a u 2

Coût global annuel des obligations dans différents pays européens et aux Etats-Unis (1).	
Allemagne	8,56
Autriche	7,43
Belgique	8,28
Danemark	9,50
Espagne	8,46
France	8,64
Grèce	7,39 - 7,42
Italie	9,49
Norvège	6,26
Pays-Bas	8,04
Royaume-Uni	8,59
Suède	7,40
Suisse	5,47 - 5,50
Etats-Unis	6,04 - 6,75

(1) Taux enregistrés en septembre 1966

Source : Etudes sur les marchés de capitaux, O.C.D.E., Annexe statistique.

2. Malgré ces indices de faiblesse des marchés financiers en Europe, on ne retrouve pas, jusqu'en 1966, dans l'évolution des chiffres globaux de croissance, d'épargne et d'investissement, d'éléments qui puissent suggérer une faiblesse quelconque des mécanismes financiers européens.

T a b l e a u 3

Taux de croissance du produit national brut				
	1954-1957	1957-1960	1960-1963	1963-1966
Allemagne	8,1	6,3	4,3	4,7
Belgique	3,5	2,4	4,9	4,3
France	5,4	4,3	5,4	4,8
Italie	5,6	6,1	6,7	4,1
Pays-Bas	4,8	4,7	3,7	6,2
Total C.E.E.	6,1	5,2	5,1	4,6
Etats-Unis	3,6	2,5	4,2	5,5
Royaume-Uni	2,4	3,3	3,0	3,2

Source : A. LAMFALUSSY, op. cit., p. 42.

T a b l e a u 4

Epargne nette des ménages en pour cent de leur revenu disponible en 1964.	
Allemagne	13,8
Belgique	11,0
France	8,9
Etats-Unis	5,6
Royaume-Uni	6,0

Source : A. LAMFALUSSY, op. cit., p. 60.

T a b l e a u 5

Coefficients d'investissement					
	1955-1956	1957-1959	1960-1962	1963-1965	1955-1965
Allemagne	22,5	22,1	24,7	26,1	24,0
Belgique	16,9	17,2	19,6	20,5	18,8
France	17,9	19,2	19,4	21,0	19,5
Italie	20,4	21,0	22,8	21,4	21,5
Pays-Bas	23,7	23,7	23,8	24,3	23,9
Total C.E.E.	20,1	20,7	22,3	23,2	21,7
Royaume-Uni	14,8	15,3	16,4	17,1	16,0
Etats-Unis	17,9	17,3	16,5	16,9	17,2

Source : A. LAMFALUSSY, op. cit., p. 44.

3. Puisque les chiffres globaux de croissance, d'épargne et d'investissement ne suggèrent pas de faiblesse quelconque des mécanismes financiers européens, il se peut que l'analyse de la structure des épargnes et des investissements révèle la nature des problèmes qui se posent aux marchés financiers en Europe et qui se reflètent tant dans l'évolution des cours boursiers que dans le niveau des taux d'intérêt.

b. La structure des soldes financiers en Europe continentale.

1. Le tableau 6 fait apparaître la différence fondamentale dans la structure des soldes financiers de l'Europe continentale par rapport à ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Celle-ci se caractérise, en Europe continentale, par une grande capacité de financement des ménages et par un grand besoin de financement des entreprises, tandis que les deux pays Anglo-saxons se caractérisent par une capacité de financement plus faible des ménages et un moindre besoin de financemcnt de la part des entreprises.

2. Outre cette structure particulière des soldes financiers qui rend déjà le processus de transformation plus complexe en Europe continentale qu'aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni, on constate que les préférences spécifiques des ménages européens pour certains types de placement et les besoins spécifiques des entreprises pour certains modes de financement rendent ce processus européen de transformation particulièrement ardu.

En ce qui concerne le placement des ménages européens, on constate ainsi qu'il apparaît au tableau 7 que "ceux-ci se caractérisent par la faiblesse des placements contractuels, par un volume relativement important d'achats directs de valeurs mobilières et par l'importance soit des dépôts d'épargne (Italie, Allemagne, Belgique), soit l'accumulation d'encaisses monétaires (France)".

T a b l e a u 6

Capacités et besoins de financement par secteur en 1964.

	Ménages	Entreprises		Administrations
		privées	publiques	
Etats-Unis (milliards de $)				
E	96,8	65,2		- 5,7
I	82,6	68,8		
S	+ 14,6	- 3,6		- 5,7
Royaume-Uni (millions de £)				
E	1.972	3.046	604	840
I	1.304	2.928	1.191	1.227
S	+ 668	+ 118	- 587	- 387
Allemagne (milliards de D.M.)				
E	37,4	53,1		23,9
I	26,0	68,7		19,3
S	+ 11,4	- 15,6		+ 4,6
France (milliards de F.F.)				
E	40,3	24,9	15,3	13,3
I	22,9	46,9	22,8	12,3
S	+ 17,4	- 21,5	- 7,5	+ 1,0
Belgique (milliards de F.B.)				
E	95,4	79,5		3,8
I	43,1	109,7		26,3
S	+ 50,2	- 30,2		- 22,5

E = Epargne brute ; I = Investissement brut ; S = Capacité (+) ou (-) besoin de financement

source : A. LAMFALUSSY, op. cit., p. 55.

T a b l e a u 7

Acquisitions d'actifs financiers par les ménages en pour-cent du total de leurs placements financiers annuels.

	Dépôts auprès du système bancaire		Dépôts auprès des caisses d'épargne et assimilées	Actions	Obligations fonds publics et autres valeurs mobilières	Assurances et fonds de pension	Autres
	Monnaie	Dépôts d'épargne et à terme					
Etats-Unis (1960-1965)	10	24	36	- 3	6	38	- 11
Royaume-Uni (1962-1965)	23		34	- 27	13	56	1
Allemagne (1960-1965)	8	46	10	6	12	16	0
Belgique (1959-1964)	9	12	24	13		20	2
France (1960-1964)	49	3	19	24		4	1
Italie (1964-1965)	21	30	11	- 5	19	12	12

Source : A. LAMFALUSSY, op. cit., p. 104.

Quant au financement des entreprises, on constate que l'ampleur de leurs besoins de financement et leur faible niveau d'auto-financement, tels qu'ils apparaissent aux tableaux 8 et 9, les oblige à recourir, plus que les entreprises américaines, à l'émission d'actions comme source de capitaux frais.

T a b l e a u 8

Coefficient d'épargne et d'investissement des entreprises en 1964.

	Etats-Unis	Royaume Uni	Allemagne	France
Epargne	16,5	17,0	18,5	16,0
Investissement	17,0	19,5	24,0	23,5
Solde financier	- 0,5	- 2,5	- 5,5	- 7,5

Source : A. LAMFALUSSY op. cit., p. 64

T a b l e a u 9

Coefficient d'auto-financement des entreprises

	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Allemagne	85	81	74	74	78	77	72
France	83	76	66	66	62	51	70
Belgique						73	
Royaume-Uni						103	
Etats-Unis						98	

3. Cette constellation des placements financiers des ménages européens et les besoins des entreprises pour le financement par le recours à l émission d'actions caractérisent le processus européen de transformation et mènent à en dégager les traits distinctifs : la faiblesse des placements contractuels en Europe continentale donne relativement moins de poids aux compagnies d'assurance-vie et fonds de pensions dans le financement des entreprises. De plus leurs fonds se sont très peu orientés vers le capital à risque (1). En conséquence, les achats d'actions par des particuliers représentent la majeure partie des achats totaux d'actions (2). Toutefois, l'ampleur des besoins de financement des entreprises européennes les oblige à recourir en outre aux émissions d'obligations et au crédit à moyen et à long terme (3). L'importance du recours au crédit est la caractéristique la plus marquante des marchés financiers en Europe.

---

(1) "La part de leurs placements annuels n'a pratiquement jamais dépassé les 10 % et s'est située, depuis 1960 aux environs de 5 à 6 % ; .... au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis (où) elle a fluctué .... entre 20 et 40 % " A. LAMFALUSSY op. cit., p. 115. (2) ".... les achats du public ont représenté dans les quatre pays européens sous examen, entre 1960 et 1964, 50 à 80 % des achats totaux d'actions." A. LAMFALUSSY, ibidem. (3) "... ce mode de financement (recours au crédit à moyen et à long terme) est intervenu, pour les années 1960 à 1964, à raison de 40 à 80 % dans l'ensemble des sources de financement extérieures des entreprises, alors que sa part n'a été que de 12 à 15 % du même total aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne." A. LAMFALUSSY, op. cit., p. 116.

4. On résumera l'analyse à ce stade en citant A. LAMFALUSSY : "En général la transformation financière est bonne mais elle aboutit à des prêts à moyen et à long terme, éventuellement à des emprunts obligataires alors qu'aux Etats-Unis elle arrive à doter les entreprises de capitaux à risque. Encore faut-il insister avec vigueur sur le fait que le succès de la transformation de type anglo-saxon en capitaux à risque est conditionné par la modicité du recours des entreprises à des augmentations de capital.". Cette phrase souligne le fait qu'on ne peut parler à priori de faiblesses des marchés financiers européens. Tout au plus, peut-on constater que la structure particulière des soldes financiers en Europe continentale y rend les opérations de transformation financière plus complexes qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Paragraphe 2. Les marchés financiers européens et l'intégration.

1. La dimension d'un marché européen intégré lui conférerait, certes, une efficacité accrue ainsi que l'analyse qui précède a pu le démontrer (1). Toutefois l'examen de la situation particulière des marchés financiers en Europe suggère que l'amélioration de leur efficacité résiderait surtout dans la mise en oeuvre de certaines réformes propres à assurer une meilleure adéquation des ressources et des besoins financiers, en supposant naturellement que la structure des soldes financiers en Europe soit considérée comme donnée et ne puisse faire l'objet, en elle-même, d'aucune action visant à la modifier.

---

(1) cfr. section 1

Dans cette hypothèse, priorité devrait donc être donnée à la mise en oeuvre progressive de telles réformes. Celle-ci pourrait naturellement se faire de manière concertée au sein des différents états européens dans l'optique de l'intégration future de chacun de ces marchés qui apparaîtrait toutefois comme un objectif d'ordre secondaire.

Par contre, dans l'hypothèse où l'on considérerait la structure des soldes financiers en Europe comme variable et non plus comme donnée, l'intégration des marchés financiers européens revêt une toute autre signification. Cette structure particulière des soldes financiers en Europe résulte en premier lieu d'un degré d'endettement élevé des entreprises européennes par rapport à celles situées aux Etats-Unis. Il n'entre pas dans le cadre de cette étude d'en rechercher les causes. On peut toutefois retenir, à titre d'hypothèse, que la rentabilité insuffisante des entreprises européennes implique d'une part un affaiblissement de l'incitation à investir de la part des épargnants et la naissance de contraintes financières dans le chef des entreprises. Cette rentabilité insuffisante résulterait, entre autres, et toujours à titre d'hypothèse, de la dimension relativement réduite des entreprises européennes par rapport à celle des entreprises américaines. Elles ne bénéficieraient pas, de ce fait, des économies d'échelle qui leur permettraient de réduire suffisamment leurs coûts de production pour pouvoir dégager l'épargne nécessaire au financement de leurs investissements, tout en restant compétitives au point de vue de leurs prix et de la rémunération du capital.

Si telles sont les hypothèses retenues, on constate que la clef du problème se trouve dans la constitution d'un vaste marché industriel et commercial dont l'intégration financière apparaît alors comme la corollaire. Ce n'est cependant pas la seule raison pour laquelle cette thèse est la plus souvent défendue par les autorités de la Communauté Economique Européenne (1). En effet, un marché financier intégré serait aussi un outil privilégié de politique communautaire dont on peut prévoir le rôle déterminant qu'il remplirait dans la mise en oeuvre de politiques de concurrence, régionale, de croissance économique, ... etc. Toutefois, l'ensemble des problèmes d'ordre technique et politique posés par l'élaboration d'un marché intérieur postule une interpénétration lente et progressive des marchés nationaux. Les autorités des états membres craignent, en effet, les déséquilibres de balance des paiements qui pourraient résulter d'une interpénétration trop hâtive. Elles redoutent aussi de ne pouvoir satisfaire, dans cette hypothèse, leurs investissements prioritaires. Le premier stade dans le sens de cette intégration, résiderait donc dans l'adoption de mesures purement techniques, telles que l'harmonisation de l'information concernant les valeurs mobilières, des sûretés et garanties, de la gamme des valeurs mobilières, l'adoption de mesures communes en ce qui concerne les calendriers d'émissions et les interventions des autorités des états membres sur les marchés financiers ... etc.

---

(1) "De même que l'expansion continue et équilibrée d'une économie suppose l'existence de mécanismes financiers adéquats, de même le développement de la production et des échanges à l'échelle communautaire exige un système financier adapté aux dimensions d'une économie européenne.". Le développement d'un marché européen des capitaux, op. cit.

Ces mesures seraient suivies de l'adoption de politiques coordonnées en matière fiscale, de taux d'intérêt et de crédit. Dans l'état actuel des choses, les milieux compétents reconnaissent les difficultés très sérieuses posées par la coordination de ces politiques qui impliquent fondamentalement une politique monétaire commune qui à son stade ultime mènerait à la création d'une monnaie européenne unique.

Quoiqu'il en soit de ces difficultés qui sont le plus souvent d'ordre politique et qui comme telles ne relèvent pas de l'analyse économique, il apparaît que l'intégration des marchés financiers européens ne supprimerait pas immédiatement le handicap que constitue pour ceux-ci la structure particulière de leurs soldes financiers. Celle-ci résulterait, dans le cadre d'hypothèses à vérifier, non pas d'abord de l'étroitesse des marchés financiers mais de l'étroitesse des marchés commerciaux et industriels. L'intégration de ceux-ci, déjà à un stade avancé au sein de la C.E.E. établit les conditions de base à la restructuration des soldes financiers en Europe et postule nécessairement l'existence d'un marché financier européen intégré qui par sa dimension mènerait à une mobilisation et à une utilisation plus efficiente des fonds disponibles.

Section 3 Le marché des euro-émissions et l'intégration financière européenne.

Le processus d'intégration des marchés européens des capitaux tel qu'il est conçu par les experts financiers de la Communauté Economique Européenne pourrait être qualifié d'intégration "institutionnelle". Face à cette approche "institutionnelle" on relève un autre type d'approche à l'intégration des marchés européens que l'on qualifiera d'approche "fédérale".

Cette approche, tout en reconnaissant le bien-fondé de l'analyse des "institutionnels", procède quant à elle d'une analyse plus pragmatique. D'une part, elle considère que l'unification institutionnelle des marchés financiers nationaux, même au sein de la C.E.E., n'est qu'un très lointain objectif : "However, the required tax harmonization, currency unification, and liberalization in the access to the market by foreign borrowers seem like distant objectives for european countries, even within the E.E.C." (1). D'autre part, l'approche "institutionnelle" limite l'intégration aux états membres des pays de la C.E.E., en négligeant ainsi l'apport d'un marché financier aussi important que celui de Londres. Enfin, alors que les "institutionnels" en sont encore à la formulation de voeux pieux, le marché des Euro-bonds a déjà apporté une contribution certaine à la réalisation d'un marché européen en rapprochant et en associant de plus en plus la communauté bancaire européenne.

La thèse de l'approche "fédérale" repose essentiellement sur l'idée suivante : Le marché des Euro-bonds tisse un réseau de relations de plus en plus complexe avec les marchés nationaux européens. Pourquoi, disent-ils, ne pas prendre des mesures qui puissent insérer le mécanisme des euro-émissions aux différents marchés nationaux européens, au lieu de persister à vouloir une hypothétique et lointaine intégration istitutionnelle. Le marché des euro-émissions pourrait ainsi progressivement recouvrir les différents marchés nationaux européens.

---

(1) "European capital markets : Unification or internationalization", Talk given at the Royal Institute of International Affairs in London on May 18, 1967 by R. GENILLARD.

Cette solution revêt l'avantage essentiel du pragmatisme et de la simplicité. On pourrait, par exemple, prévoir de permettre aux investisseurs institutionnels de placer plus largement leurs avoirs sur ce marché (1). En outre, les problèmes fiscaux que pose actuellement la circulation des mouvements de capitaux trouveraient une solution toute faite, puisque la plupart des émissions internationales ne sont pas soumises à un "précompte" ou prélèvement à la source (2). En autorisant ainsi le marché des euro-émissions à servir de pont entre les différents marchés financiers nationaux, tout en ne limitant que très peu l'autonomie financière des divers états, l'approche fédérale, semble, dans l'état actuel des choses, la contribution la plus réaliste à l'intégration financière européenne.

Toutefois, les tenants de l'approche institutionnelle considèrent que le marché des euro-obligations ne peut en aucun cas être précurseur d'un marché financier européen. Ils avancent plusieurs arguments à cet effet. D'une part, ils considèrent le marché des euro-émissions comme un "no man's land" où n'interviennent aucunes autorités, où l'épargnant est inconnu et échappe dans la plupart des cas aux autorités fiscales de son pays et qui satisfait, en général, les besoins d'investisseurs étrangers à la communauté. Il n'est pas concevable, disent-ils, que le marché intégré européen soit à l'image de ce "no man's land". D'autre part le marché des euro-émissions n'est qu'un marché des valeurs mobilières et non du crédit, ce qui en restreint sensiblement la portée.

---

(1) La formule de l'unité de compte paraît, dans cette hypothèse la mieux adaptée aux besoins des investisseurs institutionnels, cfr. C. SEGRE, Banca Nationale del Lavoro, Quarterly Review, nº 68, Rome, mars 1964. (2) Sauf en ce qui concerne les emprunts japonais.

Enfin le marché des euro-émissions, s'il a très utilement contribué à certaines fonctions du marché financier intégré tel qu'ils le conçoivent, notamment la possibilité qu'il offre d'émettre des emprunts de montants très importants, il n'en remplit pas, néanmoins, le rôle de l'outil de politique communautaire attendu d'un marché financier européen.

Leur position peut donc se résumer en ces termes : Le marché des euro-émissions n'est qu'un substitut au marché intérieur européen qui seul pourra être un outil de politique communautaire.

Quelle que soit le type d'approche qui prévaudra, le marché des euro-émissions réalise déjà une certaine intégration. D'une part, il a largement contribué à resserer les liens au sein de la communauté bancaire européenne. D'autre part, il est le seul marché à avoir été capable de drainer une part substantielle de l'épargne des différents états européens et de l'avoir redistribuée avec souplesse et rapidité à l'ensemble disparate des emprunteurs de tous pays et de toutes catégories qui auraient difficilement pu avoir accès à cette épargne par l'intermédiaire des marchés financiers nationaux.

CONCLUSION.

Le marché des euro-émissions constitue avec le marché des euro-devises le phénomène financier international le plus important de cette décennie. L'originalité de celui-ci tient au fait qu'il est le premier marché financier international ayant répondu spontanément à un besoin né des conditions restrictives règnant sur les marchés nationaux.

Parmi les avantages du marché on citera le fait que celui-ci a permis de mobiliser d'importantes ressources qui pour diverses raisons n'auraient pu être utilisées par des emprunteurs émettant sur les marchés nationaux d'Europe. Le marché des euro-émissions a d'autre part été l'occasion d'une coopération plus étroite du secteur bancaire en Europe. Cette coopération autorisa notamment le développement de techniques d'émissions et de diffusion de valeurs mobilières très efficaces. Enfin, le marché des euro-émissions a expérimenté avec succès diverses formules d'émissions, parmi lesquelles les émissions en unités de compte et les émissions d'emprunts convertibles, qui permirent de surmonter l'obstacle du risque de change et élargirent considérablement la participation au marché. Toutefois on constate encore, malgré les multiples efforts dans ce domaine, certaines carences dans le fonctionnement du marché secondaire.

La dimension actuelle du marché des euro-émissions et son organisation inquiètent les autorités nationales de certains pays d'Europe qui craignent d'assister à une penurie de ressources internes qui résulteraient de l'attrait

exercé sur les épargnes nationales par le marché des euro-émissions. En réalité, l'existence de ce marché peut se révéler, à cet égard, très bénéfique dans la mesure où il oblige l'état à emprunter aux taux compétitifs et à assurer une gestion plus saine des finances publiques.

Actuellement, le véritable problème consiste à utiliser le marché de telle manière qu'il puisse contribuer à la réalisation d'un marché européen intégré.

Quant à l'avenir du marché des euro-émissions, il semble surtout dépendre du maintien des conditions juridiques et techniques qui en ont expliqué l'origine et le développement.

CONCLUSION GENERALE.

La description des aspects institutionnels et des implications du marché des euro-devises et des euro-émissions font tout d'abord apparaître, non seulement leur étroite dépendance vis-à-vis de la libre convertibilité des monnaies occidentales mais aussi les exigences de coopération étroite imposée par celle-ci. Cette coopération s'impose tant au point de vue monétaire qu'en ce qui concerne l'utilisation des épargnes dont l'allocation s'en est trouvée profondément modifiée.

Ils soulignent ensuite à l'évidence que le maintien de la libre convertibilité et par conséquent, l'acceptation de ses implications supposent avant tout que les mécanismes destinés à régulariser le fonctionnement du système des paiements internationaux soient adaptés de manière à tenir explicitement compte de la demande et de l'activité des agents économiques privés.

B I B L I O G R A P H I E

Première partie

I. Etudes

O. ALTMAN, - Foreign markets for dollars, sterling and other currencies, I.M.F. Staff papers, december 1961, - Canadian markets for U.S. dollars, I.M.F. Staff papers, november 1962, - Euro-dollars, Finance and development, march 1967.

P. ANDRE, un phénomène monétaire international, le marché des euro-monnaies, Conférences du centre d'études bancaires et financières, Bruxelles, 1965.

R. AUBOIN, L'Europe et le dollar, Banque, Paris, janvier 1968.

E. BLOCH, Euro-dollars, An emerging international money market, C.J. Devine institute of finance, New-York, 1966.

W. CLENDENNING, Euro-dollars, The problem of control, The Banker, London, april 1968.

H. CHRISTIE, How Euro-dollars affect U.S. payments, The Banker, London, january 1967.

H. COWIE, Le marché Euro-dollar, L'Economie, Paris, octobre 1968.

J.P. DALOZ, Euro-devises et relations monétaires internationales, bilan de l'année 1965, Revue de l'économie du Centre-Est, Dijon, 1966.

A. DAUPHIN-MEUNIER, Le marché de l'Euro-dollar, Revista internazionale dei scienze economiche e commerciali, 1965.

M. DIAMOND, Trends in the flow of international private capital, 1957-1965, I.M.F. Staff papers, Washington, march 1967.

P. DIETERLEN, Un marché monétaire parallèle, l'Euro-dollar, Bulletin SEDEIS, n° 869, Bruxelles, novembre 1963.

P. EINZIG, - Foreign dollars loans in Europe, London, Macmillan and Co Ltd, N-Y St Martins press, 1965, - London dollar certificates of deposit, Banca nationale del lavoro, Quarterly Review, Rome, decembre 1966, - Toward an international money market, The Statist, 17 november 1967.

P. FABRA, Les effets de la liberté des changes, Des banques françaises s'associent avec des banques étrangères pour participer au marché des euro-devises, Le Monde, 13 novembre 1967.

M. GILBERT, The Euro-currency market in The European capital market, Federal trust report, The federal trust for education and research, London, 1967.

F. GRADI, Le marché des euro-dollars : Fonctionnement et perspectives, Cadres, Rome, avril-juin 1968.

P.H. HENDERSHOTT, The structure of international Rates : The U.S. treasury bill rate and the euro-dollar deposit rate. Journal of finance, september 1967.

A. HOLMES, Le marché européen des dépôts libellés en dollars, Bulletin mensuel de la Banque de Réserve fédérale de New-York, novembre 1960.

C.A. KLAASSE, De euro-dollar markt, Bank en effectenbedrijf, Amsterdam, august 1968.

F.H. KLOPSTOCK, The international money market : structure, size and types of investment, Federal Reserve Bank of New-York, Monthly Review, june 1966, - Euro-dollars in the liquidity and reserve management of United States banks, Federal Reserve Bank of New-York, july 1968.
The euro-dollar market : Some unresolved issues, University of Princeton, Princeton 1968.

J.P. KOSZUL, Euro-dollar, Euro-devises, Conférence prononcée le 24 avril 1964 par M. J.P. KOSZUL, Directeur général des services étrangers de la Banque de France.

R. LARRE, Les opérations en euro-devises vues de la rue de Rivoli, Banque, mai 1968.

J. LECERF, Le marché de l'Euro-dollar : ses avantages et ses dangers, Problèmes économiques, Paris, mars 1968.

J.E. LEIMONE, The Euro-dollar market, An element in monetary policy, Federal Reserve Bank of Atlanta, Monthly Review, Atlanta, august 1968.

N. MAKOWSKI, The Euro-dollar market, methods and prospects in the challenge of international finance, Mc Graw-Hill Book Cy, New-York, 1966.

C. MARTENSON, The Euro-dollar market, the bankers publishing company, Boston, 1964.

C. NEME, La C.E.E. et les mouvements de capitaux, Les problèmes de l'Europe, Paris, 1967.

P.M. OPPENHEIMER, Les flux internationaux de capitaux à court terme, The Banker, août 1967.

B. READING, Euro-dollars, Tonic or Toxic ?, The Banker's magazine, november 1967.

H. RUHL, Les Euro-devises, supplément de l'AGEFI, octobre 1964.

s.a., De nouvelles tâches pour l'euro-dollar, The Banker, décembre 1963.

s.a., Les points faibles du marché de l'euro-dollar, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16 décembre 1963.

s.a., Les dangers de l'euro-dollar, un avertissement de la B.R.I., The Guardian, 5 février 1964.

s.a., Réorganisation du marché des euro-dollars, The Economist, 19 juin 1965.

s.a., Le marché des Euro-devises, AGEFI, 24 novembre 1966.

s.a., Situation du marché des euro-monnaies, Frankfurter Allgemaine Zeitung, 27 juin 1966.

s.a., Le marché des euro-monnaies, Neue Zürcker Zeitung, février 1966.

s.a., Le marché de l'Euro-dollar, Informations économiques et financières de l'Union européenne industrielle et financière.

s.a., Le marché des Euro-dollars correspond-il aux besoins du système mondial des payements, Le Monde, 23 octobre 1967.

s.a., L'Euro-dollar et l'activité présente des marchés internationaux des capitaux, Bulletin mensuel économique de la First National City Bank, New-York, août 1967.

s.a., International finance for multinational business, International Textbook Company, Stranton, 1967.

s.a., Brussels as a Euro-city, The economist, London, 18 november 1967.

s.a., Importance croissante du rôle des banques centrales sur le marché de l'euro-dollar, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16 avril 1968.

s.a., Le marché des Euro-devises : une alternative aux sources de financement traditionnelles, Usine nouvelle, février 1968.

s.a., Euro-dollar, La machine à pomper les capitaux européens, Entreprise, 30 novembre 1968.

s.a., Le rôle des euro-dollars dans la gestion des banques américaines, Banque, novembre 1968.

s.a., Euro-dollars et Euro-émissions, Banque, novembre 1968.

s.a., Les répercussions des emprunts massifs effectués sur le marché de l'euro-dollar par les filiales à l'étranger de banques américaines, Herald Tribune, 17 juillet 1968.

s.a., Le rôle de la B.R.I. sur le marché de l'Euro-dollar, The Journal of Commerce, 7 octobre 1968.

s.a. U.S. Bank's Euro-dollar Redepositing, World financial markets, New-York, april 1968.

s.a., Euro-dollar financing, A guide for multinational companies, Chase Manhattan Bank, New-York, 1968.

s.a., L'Euro-dollar et ses deux marchés, Revue économique de la Banque Nationale de Paris, juillet 1968.

s.a., The Euro-dollar market and national credit policy, Model, Roland et Co, Inc., Quarterly Review, second quarter 1969.

s.a., Euro-dollars transmit monetary disturbances, The First National Bank of Chicago, Monthly Bulletin, april 1969.

s.a., The problem of confidence in international reserve assets, Federal Reserve Bank of Kansas City, Monthly Review, july 1968.

P. SAUDERS, Jr., American banks in London's euro-dollar market, National Bank Review, september 1966.

A. SWOBODA, The euro-dollar market : An interpretation, University of Princeton, Princeton, 1968.

R. TARR, Bibliographie consacrée au système monétaire international, Les problèmes de l'Europe, Paris, n° 38, 1967.

G. TETHER, Les dangers du reflux des euro-dollars vers les Etats-Unis, Financial Times, 8 octobre 1968.

P. TRAIMOND, Les mouvements internationaux de capitaux à court terme et les taux d'intérêts différentiels, Revue d'économie politique, Paris, janvier-février 1968.

II. Publications diverses.

Banque Nationale Suisse, rapports annuels.

Banque des règlements internationaux, rapports annuels.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Annual reports.

Monatsberichte der Deutscher Bundesbank.

Bank of England, Quarterly Bulletin.

Federal Reserve Bulletin.

Deuxième partie

I. Etudes

M. BARRETT, Euro-bonds : An emerging international capital market, Federal Reserve Bank of New-York, Monthly Review, New-York, august 1968.

T. BEELS, Zijn wij op weg naar een Europese kapitaalmarkt ? Economisch-statistische Berichten, Rotterdam, mars 1967.

G. BOLTON, The European Capital Market, Federal Trust for Education and Research, Londres, 1967.

L. CAMU, L'avenir du marché des capitaux en Europe, La Belgique Financière, avril 1964.

F. COLLIN, Le marché des euro-émissions, l'Economie, octobre 1968.

L. DUJARDIN, Réflexions sur un projet de directive visant à l'établissement d'un marché européen des capitaux, Annales de sciences économiques appliquées, Louvain, mai 1968.

P. ESTEVA, La coopération internationale dans le domaine des capitaux privés, Etudes et matériaux pour l'intégration économique européenne, Paris 1962.

F. GARELLI, Pour un marché européen des capitaux, Banque, Paris, août 1967.

R. GENILLARD, Towards a multi-national capital market, Talk given in Zurich on october 8, 1968 at a conference of The Long Range Planning Service of the Stanford Research Institute, - European capital markets - Unification or internationalization, A talk given at The Royal Institute of International Affairs in London on may 18, 1967, - Le marché des euro-obligations, Chambre nationale des conseillers financiers, Paris 1967.

H. HELLER, Foreign bond issues in Europe, Lloyds Bank Review, october 1967.

C. KINDLEBERGER, The pros and cons of an international capital market, Zeitschrift für die Gesamte staatswissenschaft, Tübingen, octobre 1967.

A. LAMFALUSSY, The euro-bond market, Journal of the institute of Bankers, Londres, avril 1968, - Les marchés financiers en Europe, Presses Universitaires de France, Paris 1968.

J. LEYDENBACH, Luxembourg et l'intégration financière en Europe, Revue de la société d'études et d'expansion, Liège, novembre-décembre 1966.

J. LIEBERHERR, Le développement d'un marché européen des capitaux, Revue du marché commun, Paris, décembre 1967.

H. LUNDSTROEM, Mouvements de capitaux et intégration économique, Revue économique, Paris, Novembre 1966.

B. MATTSON, An European capital market on the way ? Skandinavian Bank Quarterly Review, 1966.

C. NEME, L'unification du marché européen des capitaux et ses liaisons avec les pays tiers, Revue de science financière, avril-juin 1967.

N. RICHEBAECHER, Structural weaknesses of Europe's capital markets, The Banker, Londres, décembre 1967.

N. RICHEBAECHER, European capital markets, Journal of the institute of bankers, Londres, février 1968.

s.a., Vers un marché financier européen : Les euro-émissions, Informations économiques et financières de l'Union européenne industrielle et financière, Paris, 1er trimestre 1967.

s.a., Propos sur les obligations convertibles américaines émises en Europe : Obligataire aujourd'hui ... actionnaire demain, Bulletin financier de la Banque de Bruxelles, n° 44, 9 décembre 1966.

s.a., Les obligations convertibles américaines émises sur le marché international, Bulletin financier de la Banque de Bruxelles, 16 février 1968.

s.a., The mechanics of Euro-bond issues, Banque de Bruxelles Bruxelles 1968.

s.a., L'utilisation de l'unité de compte dans l'intégration européenne, Revue de la Banque de Bruxelles, avril 1967.

s.a., Les émissions internationales et leur cotation à Luxembourg, Kredietbank S.A. Luxembourgeoise.

s.a., Les marchés internationaux d'obligations en 1966, Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank, 7 janvier 1967.

s.a., Les emprunts obligataires internationaux, Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank, 6 janvier 1968.

s.a., Les critères d'appréciation des actions convertibles, Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank, 13 avril 1968.

s.a., Le marché européen des obligations pendant le 2e trimestre de 1968, Bulletin hebdomadaire de la Kredietbank 29 juin 1968.

S. SCHWEIZER, Le marché européen des capitaux au service de la croissance économique, XXIème "Table Ronde" des Problèmes de l'Europe, Lausanne, 15/16 novembre 1968.

I. SCOTT, Jr., European Capital markets, The National Banking Review, december 1966.

C. SEGRE, The future of the European capital market, The Banker, London, 1967, - Les marchés européens des capitaux, XXIème "Table Ronde" de l'association pour l'étude des problèmes de l'Europe, 15/16 novembre 1968, - Foreign bond issues in European markets, Quarterly Review de la banca Nazionale del lavoro, Rome, mars 1964.

D. WILLIAMS, Foreign currency issues on European security markets, I.M.F. staff papers, march 1967.

II. Publications diverses

- Etudes sur les marchés des capitaux, OCDE, Rapport général, annexe statistique, Paris 1967.

- Le développement d'un marché européen des capitaux, C.E.E., Bruxelles, novembre 1966.

- Barriers to the issuing and trading of foreign bonds and shares on the national capital markets of certain O.E.C.D. countries, BIAC, Business and Industry Advisory Committee, Paris, march 1969.

TABLE DES MATIERES

pages

INTRODUCTION GENERALE 1

PARTIE I : LE MARCHE DES EURO-DEVISES 4

INTRODUCTION 4

CHAPITRE I: ASPECTS INSTITUTIONNELS ET IMPLICATIONS DU MARCHE DES EURO-DEVISES 5

Section 1. Définition du marché des euro-devises. 5

Section 2. Origines et développement du marché des euro-devises. 8

§1. Origines du marché des euro-devises. 8
a. Origines du marché de l'euro-dollar. 10
b. Origines du marché des euro-devises. 12

§2. Dimension du marché des euro-devises. 12
a. Dimension du marché de l'euro-dollar. 12
b. Dimension du marché des euro-monnaies. 18

§3. Facteurs explicatifs du développement du marché. 20
a. Les taux créditeurs et débiteurs sur le marché de l'euro-dollar. 20
b. Conditions exogènes ayant favorisé le développement du marché de l'euro-dollar. 30
c. Conditions "endogènes". 35

Section 3. Caractéristiques du marché de l'euro-dollar. 39

§1. Les acteurs du marché. 39
a. Les intermédiaires. 39
b. Les prêteurs. 42
c. Les emprunteurs. 44

§2. Types d'opérations sur le marché de l'euro-dollar. 46
a. Montant unitaire des transactions sur le marché de l'euro-dollar. 46
b. Echéances sur le marché de l'euro-dollar 47

pages

Section 4. Evolution du marché des euro-devises. 49

Section 5. Aspects monétaires du marché de l'euro-dollar. 57

§1. Implications du marché en ce qui concerne la gestion des banques commerciales. 57
a. Le marché de l'euro-dollar:un marché monétaire international pour les banques commerciales. 57
b. Avantages du marché de l'euro-dollar pour les banques commerciales. 57
c. Désavantages du marché de l'euro-dollar. 62

§2. Implicatios monétaires du marché des des euro-devises au point de vue de la politique monétaire. 65
a. Effets du marché des euro-devises sur la politique monétaire menée à des fins d'équilibre externe.
b. Effets du marché des euro-devises sur la politique monétaire menée à des fins d'équilibre interne. 67

§3. Les taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar. 71

Section 6. Le marché de l'euro-dollar et la balance des paiements des Etats-Unis. 78

§1. Influence du marché de l'euro-dollar sur la balance des paiements des Etats-Unis. 78

§2. Influence de la balance des paiements américaine sur le marché de l'euro-dollar. 82

CHAPITRE 2: LE MARCHE DES EURO-DEVISES ET LE SYSTEME DES PAIEMENTS INTERNATIONAUX 85

Section 1. Le marché de l'euro-dollar et la notion de convertibilité. 85

Section 2. Le marché de l'euro-dollar et le volume des liquidités internationales. 88

CONCLUSION 92

pages

PARTIE II: LE MARCHE DES EURO-EMISSIONS 95

INTRODUCTION

CHAPITRE 3: ASPECTS INSTITUTIONNELS ET IMPLICATIONS DU MARCHE DES EURO-EMISSIONS 95

Section 1. Définition du marché des euro-émissions. 96

Section 2. Origines et développement du marché des euro-émissions. 97

a. Origines du marché des euro-émissions. 97
b. Facteurs explicatifs du développement du marché des euro-émissions 101

Section 3. Caractéristiques du marché des euro-émissions. 108

§1. Dimension du marché des euro-émissions. 108

§2. Les acteurs du marché des euro-émissions. 113
a. Les prêteurs. 113
b. Les emprunteurs. 116
c. Les intermédiaires. 122

§3. La localisation du marché. 123

§4. Les différentes formules d'émissions sur le marché des euro-obligations. 124

I Les valeurs mobilières sur le marché des euro-obligations. 124
II Les monnaies de réglement utilisées. 131

Section 4. Problèmes posés par l'existence du marché des euro-émissions. 138

§1. Imperfections relatives au fonctionnement du marché des euro-émissions. 138
a. L'absence ou la quasi-absence de demandeurs institutionnels. 138
b. Le manque de coordination entre les banques participant au marché. 139
c. L'accès d'emprunteurs de second ordre sur le marché. 139
d. L'imperfection des titres négociés sur le marché secondaire. 141

§2. Implications du marché au niveau national. 147
a. L'équilibre du marché des capitaux. 147
b. L'évasion fiscale. 148
c. La protection de l'épargnant. 149
d. Conclusion. 150

pages

CHAPITRE 4: LE MARCHE DES EURO-EMISSIONS ET L'INTEGRATION DES MARCHES FINANCIERS EUROPEENS. 152

Section 1. Marché financier, intégration et efficacité. 153

§1. Définitions. 154

§2. Rapports entre l'efficacité d'un marché financier et la dimension de celui-ci. 156

Section 2. Faiblesses des marchés financiers européens et intégration. 158

§1. Faiblesses des marchés financiers européens. 158

a. Symptômes de faiblesse des marchés financiers européens. 158

b. Structure des soldes financiers en Europe continentale. 163

§2. Les marchés financiers européens et l'intégration. 168

Section 3. Le marché des euro-émissions et l'intégration financière européenne. 171

CONCLUSION 175

CONCLUSION GENERALE 176