

# Analyse



2012

C'est le marché financier le plus important au monde, les opérations se passent essentiellement de gré à gré, par un échange bilatéral entre deux intervenants, hors des marchés réglementés. Beaucoup d'intervenants y sont présents. On y trouve notamment les entreprises actives sur les marchés internationaux qui paient et sont payées dans des devises étrangères, les banques centrales qui achètent ou vendent leur monnaie nationale ou supranationale pour influencer sur sa valeur (via la politique monétaire), des banques commerciales et d'investissement, ainsi que tout individu qui désire échanger des devises. L'évolution de ces devises va avoir des effets sur la valeur relative de tous les biens et services présents et à venir de l'économie.

Un marché de 4000 milliards de dollars est certes un signe d'une formidable globalisation financière censée mener à l'efficacité allocative et informationnelle des marchés financiers. Pourtant, cette globalisation est aussi accompagnée d'échanges spéculatifs importants<sup>1</sup> et le Forex n'a pas été épargné. Et, comme le fait remarquer le dernier rapport de *Finance Watch*, *Investing not betting* : “*Les investisseurs partagent le sort des émetteurs : ils recherchent avant tout la valeur fondamentale et la gestion responsable, et leurs bénéfices ou leurs pertes dépendent du succès du projet sous-jacent. Les spéculateurs jouent sur les fluctuations de prix – tant à la hausse qu'à la baisse – et le comportement des autres spéculateurs. Un marché dominé par la spéculation perd rapidement tout rapport avec l'activité économique et fait subir à la société la mauvaise répartition des ressources qui en découle*”<sup>2</sup>.

Nous expliquerons en détail ce marché, son fonctionnement et en présenterons les principaux acteurs. Nous évaluerons les montants échangés quotidiennement et l'évolution de l'encours à travers le temps afin de comprendre comment ce marché immense a pu se mettre en place et quelles sont les conséquences de l'arrivée de nouveaux acteurs et des nouvelles stratégies tant sur la structure que sur l'intégrité du marché.

## Quoi, combien, où, par qui et pourquoi ?

### 1 Qu'est-ce qui s'échange et comment ?

Comme déjà évoqué précédemment, les opérations de change sur le Forex concernent les devises. Chaque transaction inclut dès lors une paire de devises car elle correspond à l'achat d'une devise contre la vente d'une autre devise à un certain

---

1 Lemoine M., Madiès P., Madiès T., *Les Grandes Questions d'économie et de finance internationales*, 5<sup>e</sup> édition.

2 Lallemand B., *Investing not betting*. Texte disponible en ligne sur <<http://www.finance-watch.org/2012/04/investing-not-betting-download-finance-watches-position-paper-on-mifid-2-2-2/?lang=fr>>, consulté le 21/12/2012.

taux. Dès lors, ce marché n'inclut que les monnaies librement convertibles, dont les taux ne sont pas fixés par les autorités nationales (comme ce fut le cas lors de la décision unilatérale de l'Argentine de lier l'austral argentin – entre-temps devenu le peso – et le dollar américain de 1991 à 2002 ou, comme c'est encore le cas aujourd'hui entre le franc CFA et l'euro depuis 1993)<sup>3</sup>.

Les devises les plus échangées sont le dollar américain (USD), l'euro (EUR), le yen (JYP) et la livre sterling (GBP)<sup>4</sup>, qui représentent respectivement 85, 39, 19 et 12,9 % des échanges. Les paires de devises les plus échangées impliquant forcément l'USD sont en relation avec l'euro (28 %), le yen (14 %) et la livre sterling (9 %).

## 2 Les principaux segments

### 2.1 Le marché au comptant – Spot

Le marché au comptant concerne uniquement les échanges avec livraison immédiate, à moins de deux jours ouvrables. Sont présents sur ce marché les acteurs ayant besoin de convertir directement une monnaie dans une autre devise pour, par exemple, régler des transactions commerciales internationales (importations et exportations) ou encore pour satisfaire les besoins de devises étrangères des particuliers voyageant à l'étranger. Le taux auquel s'échange une monnaie pour une autre devise s'appelle taux de change et définit le nombre d'unités que l'on peut obtenir dans une devise étrangère pour une unité de monnaie nationale. Par exemple, le 9 août 2012 à la mi-journée, un euro s'échangeait contre 1,23052 dollar sur le Forex<sup>5</sup>. En d'autres termes, le taux de change affiché par n'importe quel opérateur du marché va définir le taux auquel il est disposé à acheter (*ask*) ou vendre (*bid*) la monnaie contre une autre devise. La différence *bid-ask* est appelée le *spread* et se mesure en termes de *price interest points (pip)* qui désigne la plus petite variation sur une paire de devise. Par exemple, lorsque sur un site internet vous voyez EUR/USD, 1,2110/1,2113, cela signifie que le *broker* est disposé à acheter des dollars contre des euros si le taux est de 1,2113 et souhaite vendre des dollars contre des euros si le taux est de 1,2110. Ici, le *spread* est de 3 *pips*.

---

3 Pour plus d'informations sur les systèmes de change, consulter Fain A., *Les Systèmes de taux de change et le marché monétaire moderne*. Disponible en ligne sur <[www.financité.be](http://www.financité.be)>

4 Le code ISO est composé de trois lettres : les deux premières désignent le pays et la dernière le nom de la monnaie.

5 Information trouvée sur <<http://www.zonebourse.com/EURO-US-DOLLAR-EUR-USD-4591/>>, consulté le 09/08/2012, à la mi-journée.

Illustrons cet exemple à travers l'échange en plusieurs périodes<sup>6</sup>.

### Le Day Trading

Illustrons une opération basique d'achat et de vente de devises afin de bien comprendre en quoi consistent ces échanges et comment ils se matérialisent. Reprenons les parités EUR/USD utilisées dans notre exemple précédent, à savoir 1,2110/1,2113, ce qui signifie que si vous avez des euros à vendre, vous pouvez recevoir 1,2110 dollars d'un broker pour cet échange.

Si vous pensez qu'à un moment de la journée, la valeur de l'euro va augmenter par rapport au dollar, c'est-à-dire que vous pourrez vendre plus cher dans le futur les euros que vous achetez aujourd'hui : dans ce cas, vous pouvez décider d'échanger les dollars que vous possédez déjà pour acheter des euros au taux de change actuel tel que :  $400\,000 \text{ EUR} \times 1,2113 = 484\,520 \text{ USD}$  (somme que vous devez déboursier en USD pour posséder les EUR).

Imaginons qu'en fin de journée, la valeur de l'EUR/USD a augmenté comme vous l'aviez prévu et que le broker affiche désormais 1,2205/1,2208. À ce prix, vous décidez de vendre vos euros au taux proposé par le broker (1,2205). Votre calcul devient :  $400\,000 \text{ EUR} \times 1,2205 = 488\,200 - 484\,520 = 3\,680 \text{ USD}$

Votre bénéfice est donc de 3 680 USD. Rappelons que la transaction a commencé et fini avec des USD et que l'achat d'EUR n'a servi qu'à réaliser une plus-value.

L'évolution du taux de change dépend des anticipations de rendement (les taux d'intérêt) des actifs libellés dans cette monnaie. Lorsqu'on s'attend à une augmentation des taux d'intérêt des actifs libellés dans une monnaie, l'apport de devises étrangères pour acquérir ces titres s'accroît, ce qui entraîne une augmentation de la valeur de la monnaie.

## 2.2 Le marché à terme – les forwards et les swaps

Sur ce segment, il s'agit de s'accorder sur le prix de l'échange de deux devises aujourd'hui alors que le paiement et la livraison n'auront lieu qu'à une date ultérieure (typiquement, plus de deux jours ouvrables).

---

<sup>6</sup> Dans cet exemple, nous n'introduisons pas le coût de l'intermédiaire et la marge que ce dernier se réserve.

Par exemple, les entreprises peuvent craindre une perte potentielle lorsqu'elles sont payées à une date ultérieure à celle de la signature d'un contrat dans une devise étrangère si le taux de change entre ces deux monnaies venait à varier. Un importateur européen ayant signé un contrat au temps "t" pour un montant de 1000 USD lorsque 1 EUR valait 1 USD, craindra, qu'en t+1, lorsqu'il devra effectivement payer son fournisseur, une augmentation du taux de change telle que 1 EUR = 0,98 USD, l'obligera à déboursier 1020 EUR au lieu des 1000 EUR prévus à la signature du contrat. Inversement, un exportateur craindra une baisse de la valeur de la devise dans laquelle il sera payé.

Puisque les assurances traditionnelles n'offrent pas ce type de couverture<sup>7</sup>, les entreprises actives dans le commerce international n'ont d'autres choix que de se tourner vers des banques qui leurs offrent ce service. Deux outils le permettent : le forward et le swap.

Les **forwards**, ou le marché à terme sec, concerne la livraison de devises à plus de 48 heures. Il s'agit d'un des instruments les plus basiques de la couverture de risque sur le marché des changes. Cette opération financière consiste à échanger deux monnaies à une date ultérieure mais à un taux de change défini aujourd'hui.

Afin de bien comprendre comment fonctionnent les forwards, reprenons notre exemple de commerce international. Imaginons une entreprise d'importation européenne qui doit payer la somme de 1000 dollars à son fournisseur pour la livraison d'une machine, dans un mois. À l'heure de la signature du contrat, 1 dollar s'échangeait pour 1 euro. Si cette entreprise ne veut pas prendre de risque (elle estime qu'il est possible que la valeur du dollar augmente par rapport à l'euro), elle peut faire le choix d'acheter des dollars à terme, dans un mois, et ne payera le prix convenu que le jour de la signature du contrat. Si, à terme, le dollar s'est déprécié, et le cours affiché sur le *spot market* est de 1,0001 dollar = 1 euro, l'entreprise s'est couverte d'un risque inutile et devra payer plus d'argent que si elle n'avait pas du tout pris de forward. Inversement, si le dollar s'apprécie, l'importateur aura réalisé une bonne opération selon les prédictions prévues. Nous pourrions tout aussi bien prendre l'exemple d'un exportateur qui doit se faire payer dans trois mois pour les marchandises livrées aujourd'hui. Il peut vouloir se couvrir du risque de dépréciation de la devise dans laquelle il sera payé et ainsi conclure dès aujourd'hui la signature d'un contrat forward qui lui assurera ses revenus futurs.

---

<sup>7</sup> Les assurances assurent typiquement des agents ayant des probabilités indépendantes, l'accident d'un assuré ne devant normalement pas influencer la probabilité qu'un autre assuré ait un accident. Inversement, lorsque le taux de change d'une monnaie vient à changer, ce sont tous les actifs libellés dans cette devise qui subissent la perte. Ceci incarne un risque dépendant (qui touchera par exemple tous les importateurs), que les assurances préfèrent éviter.

Les **swaps cambistes et de devises** consistent en l'échange de devises aujourd'hui au comptant contre l'échange des mêmes devises à la fin du contrat. Les swaps sont un autre moyen dont disposent les banques pour assurer leurs opérations d'emprunts dans une devise étrangère. Ils consistent en une opération double. Dans un premier temps, un client vend une somme en monnaie nationale (1 million d'euros) contre une contrepartie en devise étrangère (1,1 million de dollars) au comptant au prix du *spot market*. Ultérieurement, le client va récupérer la somme initiale dans sa monnaie nationale (1 million d'euros) et, en contrepartie, vendre la somme en devise étrangère. C'est donc une simple opération d'emprunt dans une devise étrangère. Les banques sont très intéressées par ce mode d'assurance car la comptabilisation de ces opérations ne rentre pas dans leur comptabilité, elle se situe hors du bilan.

### 2.3 Les marchés dérivés

*“Un produit dérivé est un instrument financier qui revêt trois caractéristiques : sa valeur fluctue en fonction de l'évolution du taux ou du prix d'un produit appelé sous-jacent (dans notre exemple : la valeur des monnaies, des taux d'intérêt, des taux de changes) ; il ne requiert aucun placement net initial ou peu significatif ; son règlement s'effectue à une date future. Fondamentalement, c'est donc un principe d'assurance : [un individu prend ou] laisse les risques à d'autres qui spéculent sur le fait que ceux-ci n'arrivent pas ou dans une mesure limitée. Parce qu'ils redistribuent le risque, ils peuvent être utilisés pour s'assurer (se couvrir) contre un risque particulier ou, inversement, pour prendre un risque (investir ou spéculer)”<sup>8</sup>.*

Sur le marché des changes, nous retrouvons les mêmes produits dérivés que sur les autres marchés financiers mais ceux-ci concernent spécifiquement le marché monétaire. Ceux-ci sont par exemple des swaps de devises et des options sur les taux de change et les taux d'intérêt, qui permettent de conclure des contrats aujourd'hui, et d'avoir le choix de réaliser l'achat ou la vente dans le futur en fonction de la situation à ce moment-là.

## 3 Quels sont les volumes échangés chaque jour ?

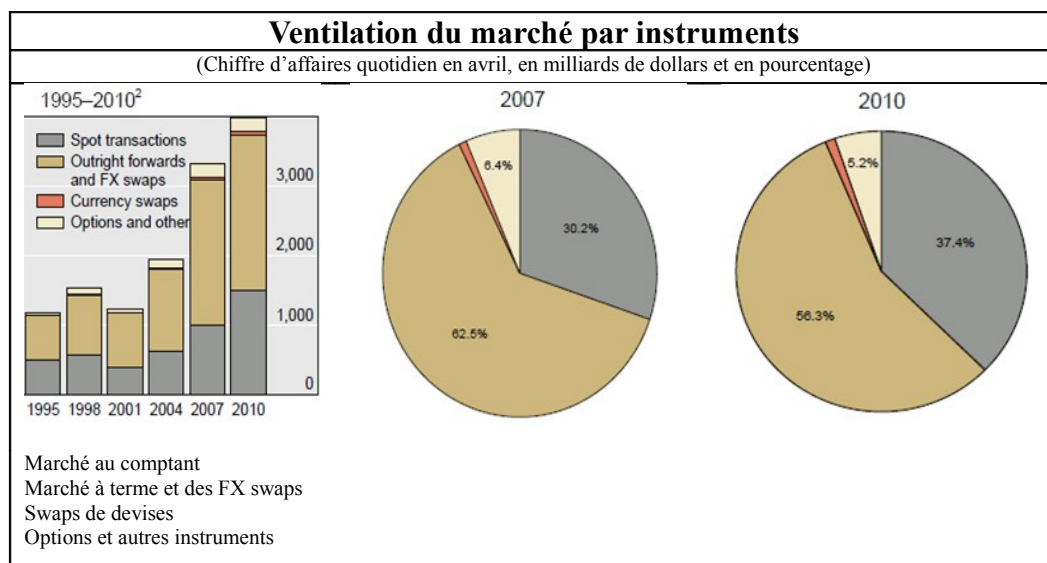
Voici la répartition des échanges journaliers, en milliards de dollars. Cette estimation est réalisée par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), autrement appelée banque des banques centrales.

Les graphiques ci-dessous représentent la ventilation du marché en fonction des instruments utilisés et son évolution dans le temps.

---

<sup>8</sup> Bayot B., *Les Produits dérivés*. Texte disponible sur <<http://www.financite.be/s-informer/bibliotheque.fr,11,3,2,1,2971.html#sdfootnote1sym>>, consulté le 14/08/2012.

À première vue, on se rend compte de l'importance du marché et de son évolution depuis le début du siècle. Les échanges ont plus que triplé durant les dix dernières années et la part du commerce occupée par des opérations à termes est de plus en plus importante. Ce marché représente pas moins de 4000 milliards de dollars par jour !

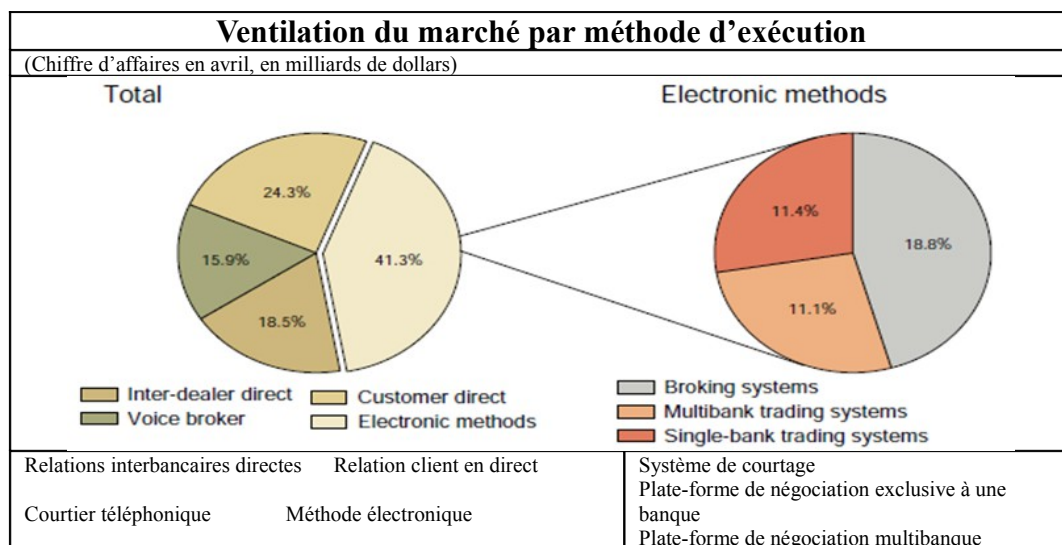


Source : BIS Triennial Central Bank Survey, 2010.

## 4 Où et quand peut-on échanger ses devises ?

Une des particularités du Forex est qu'il n'est installé nulle part, dans aucun marché réglementé. Comme on l'a déjà dit, cette particularité permet à une grande partie du commerce de change de se faire de gré à gré (accord bilatéral entre deux parties). La majeure partie des transactions se fait via l'usage d'une banque et la répartition géographique des échanges s'étale à travers le globe, principalement entre les États-Unis et le Royaume-Uni.

Voici un schéma dressant un état des lieux des divers opérateurs utilisés en fonction de leurs parts de marchés.



Source : BIS Triennial Central Bank Survey, 2010.

En 2010 la BRI faisait état de la distribution suivante en fonction des méthodes utilisées. Il s'avère, après analyse, que 40 % des transactions sur le marché *spot* se fait par le biais de méthodes électroniques, pour seulement 12 à 27 % sur les autres instruments. C'est en effet l'arrivée des plates-formes électroniques qui a permis le développement du marché des changes par d'autres institutions financières.

Le Forex est le seul marché au monde qui ne ferme pour ainsi dire jamais. Vu que les échanges de devises se font de gré à gré à travers le globe, ce marché est ouvert 24 heures sur 24 et laisse l'opportunité aux acteurs d'acheter ou de vendre des devises du dimanche soir au vendredi soir. En effet, vous trouverez toujours, à tout moment, quelqu'un disposé à acheter ou à vendre une devise contre une autre.

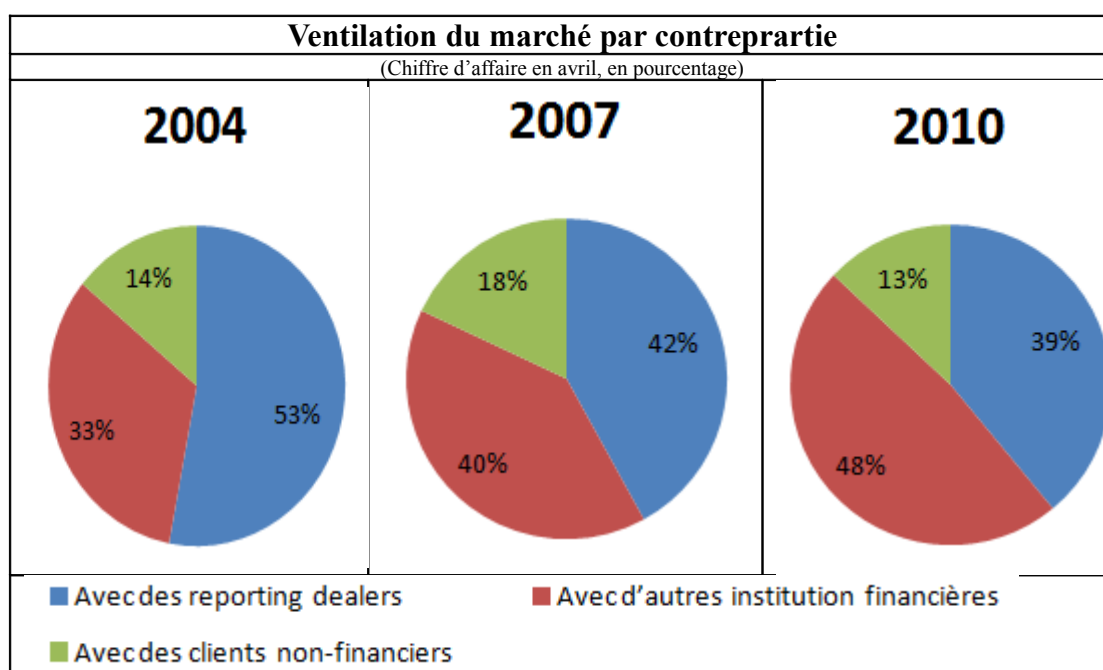
## 5 Qui peut être acteur sur le Forex ?

Initialement, le Forex était réservé uniquement aux gros investisseurs, aux banques centrales et aux banques commerciales. Mais, depuis la généralisation d'internet, de nombreuses plates-formes informatiques et de traders en ligne offrent la possibilité à de plus petits portefeuilles d'y accéder. Actuellement, le dépôt minimum sur une plate-forme s'élève à 100 dollars, ce qui permet à un nombre croissant de personnes de spéculer sur les devises, même pour de petites sommes. Les plates-formes les plus utilisées sont entre autres AVAFX, eToro, 4XP, Saxo Banque et FXPro. Elles se distinguent par des détails pratiques (outils mis à disposition des clients de détails, visibilité de l'information...) et par des critères de rentabilité (les *spreads* proposés



par les traders ne sont pas les mêmes, ils sont le reflet de la prise de risque que le trader souhaite prendre). Elles se distinguent aussi par les instruments qu'elles mettent à disposition de leurs clients.

Les principaux intervenants sont les banques centrales, les banques commerciales, les courtiers, les investisseurs institutionnels (organismes collecteurs d'épargne tels que les fonds de pension ou les sociétés d'investissement et d'assurance), les *currencies overlay manager*<sup>9</sup> (contractés par des entreprises dont le cœur de métier n'est pas de gérer les fluctuations de changes, mais qui doivent tout de même s'en préoccuper), les particuliers (via les plates-formes informatiques)...



Source : BIS Triennial Central Bank Survey, 2010.

Ci-dessus, l'état des lieux de l'évolution entre 2004 et 2010 des opérateurs actifs sur le marché des changes (voir annexe 2 pour des détails concernant les chiffres précis). Nous pouvons en déduire l'importante place occupée par la section "*others financial institutions*", composée de banques centrales, d'institutions financières, d'organismes de placements collectifs et de fonds de pension qui, pour la première fois en 2010, montre une activité plus importante que celle des "*reporting dealers*" du marché interbancaire.

<sup>9</sup> Le rôle des "*currencies overlay managers*" est de fournir à leurs clients (entreprises, institutions et clients privés) une protection efficace de leurs actifs libellés en devises étrangères. Ils ont pour mission de dissocier le risque de change de l'ensemble des risques associés à un actif.

## Conclusion – Enjeux et dangers

Comme nous avons pu nous en apercevoir, le volume d'échange sur le Forex est en constante augmentation depuis 2001, même si la croissance entre 2007 et 2010 est plus faible que sur la période allant de 2004 à 2007. En effet, le Forex enregistre une hausse de 20 % des transactions, rapporte la BRI. Il semblerait aussi que les investissements réalisés par les entreprises et les gouvernements aient diminué de 10 %, ce qui renforce d'autant plus le rôle joué par les “autres institutions financières”, qui représentent 85 % de la croissance enregistrée.

Tout une série d'acteurs y sont présents. Ainsi, sur le Forex, un importateur pourra s'assurer contre une hausse de la valeur de la monnaie dans laquelle il devra régler son achat. Inversement, un exportateur pourra s'assurer du risque de baisse de valeur de la monnaie dans laquelle il sera payé. D'autres acteurs utiliseront ce marché à des fins spéculatives afin de parier sur les différences de change et, parfois, attaquer des devises.

Cette évolution s'explique grâce au progrès de la technologie informatique et du commerce électronique. Le développement des techniques électroniques a permis de diminuer de manière drastique les coûts de transactions, ce qui a donné naissance à des nouvelles stratégies d'investissement qui auparavant, n'existaient pas ou pouvaient ne pas être rentables. Ces stratégies, connues sous le nom de “trade algorithmique” et de “trade à haute fréquence”, modifient profondément le marché du Forex et sont à la base de son évolution croissante.

Comme le fait remarquer Benoît Lallemand de Finance Watch, *“les spéculateurs jouent sur les fluctuations de prix – tant à la hausse qu'à la baisse – et le comportement des autres spéculateurs. Un marché dominé par la spéculation perd rapidement tout rapport avec l'activité économique et fait subir à la société la mauvaise répartition des ressources qui en découle<sup>10</sup>”*. Cela est confirmé par une enquête de la BIS<sup>11</sup> traitant des effets du commerce électronique sur les autres opérateurs du marché. Les résultats ne sont pas surprenants : Les High Frequency Trader posent une concurrence déloyale. En effet, leurs techniques prédatrices apportent de la liquidité et de la volatilité artificielle sur le marché. Ils n'apportent pas de volatilité en soi mais, en période de stress sur le marché, ils l'accroissent fortement car ils ont la capacité de retirer d'un marché d'énormes quantités de

---

10 <http://www.finance-watch.org/2012/04/investing-not-betting-download-finance-watches-position-paper-on-mifid-2-2-2/?lang=fr>

11 <http://www.bis.gov.uk/assets/foresight/docs/computer-trading/12-679-end-user-perspectives-on-computerised-trading>

capitaux en des temps records. La concurrence qu'ils imposent oblige les autres acteurs à devoir s'adapter sans cesse aux nouvelles technologies utilisées, quitte à devoir totalement quitter le marché s'ils n'arrivent pas à se mettre à jour.

Certaines mesures pourraient être prises pour limiter les effets prédateurs et nocifs des HFT. Notamment l'implémentation d'un coût au retrait d'une offre<sup>12</sup>. En d'autres termes, les opérateurs qui décident de placer une offre d'achat ou de vente devraient payer un coût s'ils souhaitaient l'annuler. Ce qui aurait comme conséquence directe d'éviter que des ordres soient enregistrés pour être volontairement annulés quelques secondes plus tard.

Nous invitons le régulateur à porter une attention particulière au rôle et à la place que prendront les HFT dans le Forex à l'avenir. Une analyse approfondie permettrait de mieux cerner les enjeux tant sur le fonctionnement que sur l'intégrité du marché.

Nous pouvons nous interroger sur l'utilité d'un marché des devises qui est nettement supérieur au commerce réel : les pays les plus actifs recensent un rapport de 3 à 4 entre le PIB et le volume d'échange sur le Forex. Le marché des changes est environ 30 fois plus important que tous les marchés des actions ordinaires réunis. Dans ce commerce journalier de 4000 milliards, il est impossible de dissocier la part spéculative du reste du commerce. Il serait probablement judicieux de remettre à l'ordre du jour la théorie de Tobin portant sur une taxe sur les transactions financières liées au marché des changes. D'une part, elle permettrait de diminuer les excès du *trade* à haute fréquence en rendant certaines opérations financières moins rentables, voire pas rentables du tout. D'autre part, elle apporterait aux gouvernements un revenu substantiel qui pourrait être alloué à compenser les externalités négatives qu'entraînent ces pratiques prédatrices.

*Antoine Fain*  
*août 2012*

*Retrouvez toutes  
nos analyses sur  
[www.financite.be](http://www.financite.be)*

---

<sup>12</sup> Finance Watch propose d'autres mesures afin de réguler les HFT. Plus de détails sur <[www.finance-watch.org](http://www.finance-watch.org)>

## Annexes

### Annexe 1

Ventilation du marché par contrepartie										
(Chiffre d'affaire en Avril, en milliards de dollar et en pourcentage)										
Contreparties	1998		2001		2004		2007		2010	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
TOTAL	1526	100	1239	64	1928	100	3324	100	3981	100
Avec des reporting dealers	961	63	719	37	1018	53	1392	42	1548	39
Avec d'autres institution financières	299	20	346	18	634	33	1339	40	1900	48
Avec des clients non-financiers	266	17	174	9	276	14	593	18	533	13

Source : Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey : Report on global foreign exchange market activity, 2010.

### Annexe 2

Ventilation du marché par instruments					
(Chiffre d'affaire en Avril, en milliards de dollar)					
Instruments/maturité	1998	2001	2004	2007	2010
Instruments du marché des changes selon la nature des transactions	1.527	1.239	1.934	3.324	3.981
Marché au comptant	568	386	631	1.005	1.490
Marché à terme	128	130	209	362	475
À 7 jours au plus	65	51	92	154	219
À plus de 7 jours	62	80	116	208	256
Marché des FX swaps	734	656	954	1.714	1.765
À 7 jours au plus	528	451	700	1.329	1.304
À plus de 7 jours	202	204	252	382	459
Swaps de devises	10	7	21	31	43
Options et autres instruments	87	60	119	212	207

Source : Bank for International Settlements, Triennial Central Bank Survey : Report on global foreign exchange market activity, 2010.