

Les marchés de capitaux

Collection CURSUS Économie

Ouvrages publiés sous la direction d'Alain Beitone

Vincent Barou et Benjamin Ting, *Fluctuations et crises économiques*, 2015

Mickaël Joubert et Lionel Lorrain, *Économie de la mondialisation*, 2015

Éloi Laurent et Jacques Le Cacheux, *Économie de l'environnement et économie écologique*, 2^e édition, 2015

Emmanuel Buisson-Fenet et Marion Navarro, *La Microéconomie en pratique*, 2^e édition, 2015

Marc Bassoni et Alexandre Joux, *Introduction à l'économie des médias*, 2014

Magali Chaudey, *Analyse économique de la firme*, 2014

Antoine Bernard de Raymond et Pierre-Marie Chauvin, *Sociologie économique. Histoire et courants contemporains*, 2014

Denis Anne et Yannick L'Horty, *Économie de l'emploi et du chômage*, 2013

Jean-Luc Gaffard, *La Croissance économique*, 2011

Voir aussi

Dictionnaire de sciences économiques, Alain Beitone (dir.), 2013 (4^e édition)

Économie sociologie et histoire du monde contemporain, Alain Beitone (dir.), 2013

DIDIER MARTEAU

Les marchés de capitaux

2^e édition

ARMAND COLIN

Conception de couverture : Hokus Pokus créations
Image de couverture : © Valero Doval/Ikon Images/Corbis

Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements

d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour

les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée. Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris).



© Armand Colin, 2016

www.armand-colin.com

Armand Colin est une marque de
Dunod Éditeur, 5 rue Laromiguière, 75005 Paris

ISBN 978-2-200-61314-3

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2^e et 3^e a), d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4).

Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Sommaire

Remerciements	11
1 Structure et acteurs du marché international des capitaux	13
1. Les marchés comptant : mode de fonctionnement et typologie des actifs négociés	14
1.1 Les actions	14
1.2 Les devises	17
1.3 Les taux d'intérêt	24
1.4 Les matières premières	26
1.5 Les swaps	27
2. Les marchés à terme : rôle économique et articulation avec les marchés comptant	41
2.1 Les trois acteurs des marchés à terme : opérateurs en couverture, spéculateurs et arbitragistes	42
2.2 Mécanismes de diffusion des chocs entre le marché à terme et le marché comptant	48
3. Les marchés d'options : rôle économique et articulation avec les marchés comptant	51
3.1 L'utilisation des options en couverture	52
3.2 L'utilisation des options dans une logique de spéculation	54
3.3 Les opérations d'arbitrage sur options	57
3.4 Mécanismes de diffusion des chocs entre le marché comptant, le marché à terme et le marché des options	58

2 Le marché monétaire	63
1. Le marché monétaire est consubstantiel de l'activité de crédit	64
1.1 Monsieur Cantona, les « prêts font les dépôts », pas l'inverse	65
1.2 Quels sont les principaux taux de référence sur le marché monétaire interbancaire ?	68
2. Principe et modalités du refinancement des banques auprès de la Banque centrale	72
2.1 Les instruments conventionnels de la politique monétaire : les opérations d' <i>open market</i>	73
2.2 22 janvier 2015 : annonce de l'extension des opérations « non conventionnelles »	76
3. La crise financière de l'été 2007 et l'assèchement du marché monétaire	79
3.1 De la fermeture de deux fonds de crédit (Bear Stearns juin 2007) à l'assèchement du marché monétaire	79
3.2 Introduction aux mécanismes de la titrisation	81
4. Le marché des Bons du Trésor (BTF)	84
5. Le marché des billets de trésorerie et certificats de dépôts	87
3 Le marché obligataire	89
1. Les différentes catégories d'obligations	90
1.1 Les obligations à taux fixe	91
1.2 Les obligations à taux variable	98
1.3 Les obligations indexées sur l'inflation	101
1.4 Les obligations zéro-coupon	106
1.5 Les obligations perpétuelles	106
1.6 Les obligations convertibles	108
2. Marché primaire et marché secondaire	109
2.1 Modalités d'adjudication des obligations d'État	110
2.2 Principes élémentaires de la gestion d'un portefeuille d'obligations	113

4 Le marché des changes	133
1. De la « fourchette » interbancaire à la « fourchette » aéroport...	135
2. Rappels sur les principaux régimes de change	137
2.1 Les changes fixes : des accords de Bretton-Woods (juillet 1944) à la décision d'inconvertibilité du dollar (15 août 1971)	137
2.2 Les systèmes de parités stables, mais ajustables : l'exemple du serpent monétaire européen (mai 1972)	141
2.3 Le peg	143
3. Le marché des changes à terme, et la vérité enfin révélée sur la théorie de la parité des taux d'intérêt	144
3.1 Calcul du cours à terme d'une devise	144
3.2 Du calcul du cours à terme à la théorie de la parité des taux d'intérêt	146
3.3 Les trois conséquences de la parité des taux d'intérêt	148
5 Le marché des actions	151
1. Peut-on expliquer les variations du cours des actions ?	151
1.1 Le modèle de Gordon : simplicité et force explicative	152
1.2 Le rôle déterminant de la révision des anticipations dans l'explication des variations de cours	153
2. Peut-on prévoir l'évolution du cours des actions ?	160
2.1 Le modèle d'efficience informationnelle des marchés	160
2.2 L'École comportementale de la finance	163
3. Principes d'allocation optimale de portefeuille	166
3.1 Maximisation d'une fonction d'utilité espérance-variance	167
3.2 Allocation optimale du capital entre titres risqués et titres sans risque	168

6 Les marchés à terme	173
1. Chambre de compensation, dépôt initial et appels de marge	174
2. Les trois familles d'intervenants : opérateurs en couverture, spéculateurs et arbitragistes	177
2.1 Une journée de cotation sur le marché à terme du pétrole...	178
2.2 Le rôle des spéculateurs sur les marchés à terme	179
3. Principe et modalités de la couverture sur les marchés à terme	185
3.1 Approche statique de la couverture	185
3.2 Approche dynamique de la couverture	187
4. Un marché à terme particulier : le marché à terme climatique	191
4.1 Le marché à terme climatique	191
7 La crise financière 2007-2008 : une approche microéconomique	197
1. La crise des <i>subprimes</i> , visage originel de la crise financière	198
2. La mise en cause de la titrisation, ou modèle « <i>originate to distribute</i> »	202
3. Le rôle des normes comptables dans l'accélération de la crise financière	206
3.1 Le débat sur la « juste valeur » (<i>fair value</i>) des portefeuilles de trading	206
3.2 Normes comptables et aléa moral	208
4. Contrats de rémunération et aléa moral	213
5. Quelles leçons tirer de la crise financière ?	216
5.1 La réduction de l'aléa moral sur les marchés financiers	217
5.2 La modification du système de rémunération des opérateurs de marché	217
5.3 Le renforcement de la régulation des marchés de gré à gré	219
5.4 Le renforcement de la régulation des agences de notation	220

5.5	Modification du processus de normalisation comptable et des normes relatives à l'évaluation des actifs à la « juste valeur »	222
5.6	L'atténuation de la pro-cyclicité des normes prudentielles	222
6.	Le plan de soutien de la France du 13 octobre 2008	223
6.1	Alimentation du système bancaire en liquidités	222
6.2	Recapitalisation des banques	224
	Conclusion	231
	Bibliographie	235
	Livres en anglais	236

Remerciements

Si je conserve, selon la formule convenue, la seule responsabilité de la rédaction de cet ouvrage, je tiens à remercier Alain Beitone, dont les conseils de grande qualité sur le contenu et la forme ont été très précieux dans la rédaction de cette deuxième édition. Celle-ci est enrichie de développements nouveaux inspirés par l'actualité monétaire et financière, tant dans le domaine de la politique monétaire, marquée par une inflexion des banques centrales devenues plus « accommodantes » avec la mise en place du *quantitative easing*, que de l'endettement public, avec la crise grecque de l'été 2015. Conformément à la première édition, l'écriture de cet ouvrage repose sur une articulation étroite entre l'analyse des faits et les grilles de lecture théoriques, et s'adresse, au-delà des élèves et étudiants, à tout citoyen désireux de comprendre les mécanismes macro-monétaires et financiers de plus en plus complexes. Cet ouvrage doit aussi aux échanges nombreux avec mes collègues de l'ESCP, dont mes complices Emmanuel Combe et Jean-Marc Daniel, sans oublier Pierre-Charles Pradier, de l'Université Paris I. Moins que pour l'écriture de la première édition, j'ai quelque dette, remboursable sans emprunt, envers ma famille que j'ai de temps en temps abandonnée pour mon ordinateur.

■ Chapitre 1

Structure et acteurs du marché international des capitaux

Le marché international des capitaux est composé d'une mosaïque de compartiments, sur lesquels sont cotés des actifs financiers dont les prix d'équilibre sont mutuellement interdépendants. Ne soyez pas surpris si vous entendez le trésorier d'une coopérative champenoise intervenant sur le marché du blé affirmer qu'il achète parce que le dollar monte. Il sait que la hausse du dollar va rendre le blé coté à Chicago, exprimé en euros, plus cher et inciter les opérateurs à acheter à Londres... et donc à faire monter les prix du blé européen. Ne soyez pas surpris si vous entendez le même opérateur affirmer qu'il revend parce que le prix du pétrole baisse. Il sait que la baisse du cours du pétrole va réduire les incitations à la production de biocarburants et donc freiner la demande de blé, avec pour conséquence la baisse du cours. Ne soyez évidemment pas surpris si la décision de hausse des taux directeurs de la BCE conduit à une hausse du cours de l'euro. L'augmentation de la rémunération relative des placements en euro incite les opérateurs à réallouer leur portefeuille en accroissant la part relative de la monnaie européenne, les achats d'euro contribuant à faire monter son cours. Mais comme vous le savez mainte-

nant, c'est aussi le signal... d'une baisse du cours du blé! Cette connexion entre les différents segments a trois conséquences : d'une part, elle accroît la surface d'exposition des marchés aux chocs réels et informationnels, d'autre part, elle favorise la diffusion devenue presque instantanée des chocs d'un segment à l'autre, enfin elle est un élément structurel d'accroissement de la volatilité des marchés. Ce chapitre introductif a pour ambition de décrire les principaux segments du marché des capitaux, mais, au-delà, d'identifier la nature de leurs interrelations et de démontrer quelques mécanismes de transmission des chocs réels ou informationnels d'un segment à un autre.

Les marchés de capitaux peuvent être regroupés autour de trois grandes familles : les marchés comptant, les marchés à terme et les marchés d'options. Chaque famille est elle-même composée de différents segments – actions, taux d'intérêt, devises, matières premières... – articulés entre eux, les interrelations entre l'ensemble des segments des différents marchés illustrant et symbolisant l'intégration du marché international des capitaux.

1. Les marchés comptant : mode de fonctionnement et typologie des actifs négociés

Un marché comptant est un marché sur lequel la cotation du prix est simultanée à la livraison de l'actif. Celle-ci peut prendre une forme « physique », comme sur les marchés de matières premières, ou électronique, comme sur le marché des actions. On utilise aussi le mot *spot* pour qualifier ce marché. Cinq actifs principaux sont cotés sur le marché comptant : les actions ; les devises ; les taux d'intérêt ; les matières premières ; les swaps.

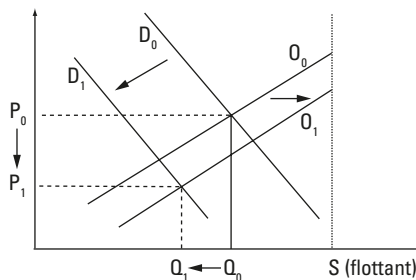
1.1 Les actions

Les actions sont des titres de propriété dont l'émission est l'une des principales sources de financement à long terme des entreprises. L'actionnaire détient une part du capital de l'entité émettrice et bénéficie d'une rémunération assise sur le résultat, appelée dividende. Le marché sur

lequel les titres sont émis est appelé marché primaire, celui sur lequel les titres déjà émis sont échangés est appelé marché secondaire. Le plus souvent, seule une fraction des titres émis, appelée « flottant », est admise sur ce dernier marché. Les cotations mentionnées dans la presse sont celles du marché secondaire, qui s'appliquent donc à un volume très inférieur à celui des actions émises. D'une part, parce que le « flottant » n'est qu'une fraction parfois faible du stock de titres émis (13,2 % dans le cas d'EDF par exemple, 84,9 % étant détenu par l'État et 1,9 % par les salariés), d'autre part, parce que le volume auquel s'applique le prix coté n'est lui-même qu'une fraction marginale du flottant. Cette observation n'est pas anodine, l'accélération de la crise financière 2007-2008 étant partiellement expliquée par l'application d'une norme comptable internationale obligeant les investisseurs à réévaluer leur portefeuille sur la base des « prix de marché », dont le niveau s'était effondré, mais dans un marché devenu illiquide. Était-il alors pertinent de valoriser tous les portefeuilles, représentant le stock d'actions cotées, à un prix associé à un volume marginal de transactions? Tel fut cependant le cas, ce qui entraîna une très forte dépréciation de la valeur des portefeuilles d'actions détenus par les banques, obligeant ces dernières à annoncer des pertes à l'origine d'une réduction de leurs fonds propres et d'effets pro-cycliques. La question théorique implicitement posée est celle de la légitimité d'un prix d'équilibre: deux prix associés à des volumes d'équilibre différents sont-ils homogènes, ont-ils la même légitimité?

La figure 1.1 illustre la question de la légitimité des prix cotés sur les marchés :

Figure 1.1 – Crise sur le marché des actions, baisse du prix... mais aussi de la quantité d'équilibre



Le prix d'équilibre initial du marché est P_0 , correspondant à une quantité échangée de Q_0 . Ce volume de transaction ne représente qu'une fraction du stock S d'actions émises sur le marché. Une crise se traduit par un déplacement de la fonction de demande vers la gauche (de D_0 vers D_1) et un déplacement de la fonction d'offre vers la droite (de O_0 vers O_1). Le prix s'effondre, passant de P_0 à P_1 , mais la quantité échangée aussi. La question que nous devons nous poser est de savoir si ce prix P_1 est représentatif de la valeur du stock en portefeuille. Non bien sûr, puisque ceux qui n'ont pas vendu leurs actions, représentant une quantité $(S - Q_1)$, considèrent précisément que leur valeur est supérieure au prix de marché. De manière plus générale, deux prix associés à des volumes échangés différents sont-ils homogènes et comparables ? Peut-on dire « le prix baisse » ou « le prix monte » si les quantités associées sont très différentes ? Un prix n'a-t-il pas de légitimité qu'associé à un volume de transaction ?

La question se pose d'autant que les volumes échangés en période « normale » ne représentent déjà qu'une fraction très faible du flottant.

Le tableau ci-dessous indique, à titre d'illustration, les principaux éléments de la cotation de l'action Airbus sur Euronext le 30 juin 2015 :

Cotation	
Cours Euronext Paris	58,75 EUR
Variation	-0,93 %
Dernier échange	30/06/15 13 : 27 : 26
Volume	1 900 755
Ouverture	59,22
+ Haut	59,42
+ Bas	58,00
Clôture veille	59,30
Capital échangé	0,24 %
Valorisation	46 266,78 MEUR

Source : Airbus Group (Ex EADS)

À 13 h 27, l'action Airbus cote 58,75. On note qu'environ 1,9 million de titres ont été échangés dans la matinée, ne représentant cependant que 0,24 % de la capitalisation boursière, c'est-à-dire de la valorisation totale du stock de titres émis, estimée sur le tableau à 46,27 milliards d'euros. On a bien $1\,900\,755 \times 58,75 / 46\,266\,780\,000 = 0,24\%$. Le prix de marché de l'action Airbus s'applique à un volume de transactions infime par

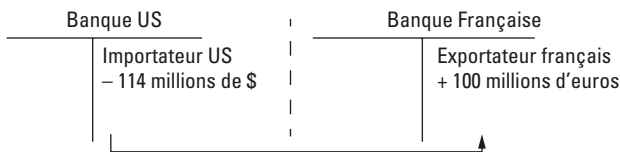
rapport au stock, et n'est pas nécessairement un indicateur pertinent pour valoriser l'ensemble des actions détenues par les investisseurs. N'oublions jamais que le prix de marché, qu'il s'agisse d'un actif financier ou d'un actif réel, s'applique à un volume de transactions, et non à un stock.

1.2 Les devises

Le marché sur lequel les agents économiques achètent et vendent des devises est appelé le marché des changes. Attention, sur le marché des changes, l'achat d'une devise est toujours la vente d'une autre devise, dite devise de contrepartie : un importateur américain qui achète des euros pour payer une facture à une entreprise européenne, vend des dollars. Si le cours *spot* de l'eurodollar est de 1,10, l'importateur achète 1 euro et vend simultanément 1,10 dollar. Les transactions effectuées sur le compartiment comptant ou *spot* des devises sont réglées sur un horizon très court, par convention 48 heures après la date de l'opération, par le débit et le crédit de comptes libellés dans les deux monnaies de référence. L'importateur américain qui achète 100 millions d'euros à un cours de 1,1 voit son compte en euros crédité de 100 millions d'euros et son compte en dollars débité de 110 millions de dollars. Le règlement d'une opération de change n'est rien d'autre que le produit de deux écritures comptables, l'une dans la devise achetée, l'autre dans la devise vendue.

L'opération d'achat d'euros par l'importateur américain correspond à une sortie de capitaux aux États-Unis et une entrée de capitaux en Europe, mais les monnaies ne sortent pas du pays dans lequel elles ont été émises. À cet égard, l'expression « capitaux flottants » doit être utilisée avec précaution, l'image véhiculée ne reflétant en aucune manière la réalité. Le schéma du règlement de l'opération de commerce international réalisée par l'importateur américain est illustré sur le schéma ci-dessous :

Figure 1.2 – Sortie de capitaux aux États-Unis et entrée de capitaux en France : un simple jeu d'écritures comptables



Aux États-Unis, le compte en dollars de l'importateur est débité de 110 millions de dollars, en France, le compte en euros de l'exportateur est crédité de 100 millions d'euros. Il n'y a aucun vol de monnaies au-dessus de l'Atlantique... En revanche, nous étudierons la question dans le chapitre 2, la masse monétaire en euros augmente de 100 millions, et la masse monétaire en dollars baisse de 110 millions de dollars. Et l'on comprend l'argument des théoriciens libéraux de l'ajustement automatique de la balance commerciale, selon lesquels l'augmentation de la masse monétaire en France entraîne de l'inflation et donc une baisse de la compétitivité-prix, dont la conséquence est une réduction des exportations et donc un retour à l'équilibre de la balance commerciale.

Sans entrer dans le détail, les opérations réalisées sur le marché des changes comptant ont plusieurs origines, et peuvent être regroupées en trois familles :

a) les opérations réalisées par des utilisateurs finaux, dont l'achat ou la vente de devises est directement adossé à une activité économique réelle.

Entrent dans cette catégorie :

- les opérations de commerce international, la demande de devises provenant des importateurs et l'offre de devises des exportateurs ;
- les opérations liées au tourisme ;
- les opérations financières : conversion en monnaie domestique de dividendes ou intérêts reçus libellés en devises, achat ou vente de titres libellés en devises étrangères, opérations de capital (rachat d'entreprises à l'étranger...).

On appelle position de change, expression souvent réduite à « position », le solde des avoirs et engagements dans une devise étrangère. Il s'agit donc du solde entre, d'une part, les devises possédées ou à recevoir, et, d'autre part, les devises résultant d'engagements présents ou futurs. Lorsque le solde est positif, on parle de position longue, lorsqu'il est négatif, de position courte. Dans le jargon professionnel, vous entendez fréquemment « je suis long en dollars » ou « je suis court en yens ».

b) les opérations initiées par les banques pour assurer la liquidité du marché

Les opérations de commerce international ne représentent qu'une fraction marginale, voisine de 3 %, du total des échanges réalisés sur le

marché des changes comptant. Ce chiffre est très souvent utilisé pour illustrer la dimension « spéculative » du marché des changes. En situant l'analyse sous la seule perspective économique, l'argument n'est pas juste. Il faut en effet entrer dans le détail des mécanismes de cotation pour montrer que les spéculateurs sont très loin de réaliser 97 % des transactions sur le marché des changes...

Le marché des changes, au sens strict, est un ensemble d'opérateurs, appelés cambistes, situés dans des salles de marché bancaires et cotant de manière électronique des devises. Les transactions ne sont donc pas réalisées à l'intérieur d'un lieu physique, mais sur un marché international électronique et décentralisé. Ce marché fonctionne en continu 24 heures sur 24, les grandes devises (euro-dollar, livre-dollar, dollar-yen...) étant cotées sur chaque fuseau horaire. Les utilisateurs finaux s'adressent donc à leur banque pour acheter ou vendre des devises. Les banques entre elles cotent les devises en annonçant systématiquement, lorsqu'elles sont interrogées, deux cours : le cours acheteur, auquel elles sont prêtes à acheter, et le cours vendeur, auquel elles sont prêtes à vendre. Le cours acheteur est évidemment plus bas que le cours vendeur. La banque qui interroge une autre banque achète donc au cours vendeur et vend au cours acheteur. Les devises sont cotées, soit au « certain », soit « à l'incertain ». La cotation « à l'incertain » donne le cours d'une unité de monnaie étrangère contre la monnaie locale. À l'inverse, la cotation « au certain » donne le cours d'une unité de la monnaie locale en monnaie étrangère. Le franc était coté « à l'incertain » contre dollar (1 dollar = 6 francs par exemple), l'euro est aujourd'hui coté « au certain » contre dollar (1 euro = 1,10 dollar).

La copie d'écran ci-dessous donne, à 17 h 04 le 30 juin 2015, la cotation de l'euro-dollar :

Trade	Net.Chng	% chg	Date	Time	Bid	Ask	Time
1.1135	-0.0100	-0.89 %	30JUN15	17:04	1.1129	1.1135	17:06
35					29	35	

Source : Reuters

L'euro-dollar (c'est-à-dire le cours de l'euro exprimé en dollars) cote au comptant 1,1129/1,1135. Cette cotation signifie que la banque qui cote s'engage, si on l'interroge, à acheter l'euro-dollar à 1,1129 et à le vendre

à 1,1135 (acheter l'euro-dollar à 1,1129 signifie payer 1,1129 dollar pour acheter 1 euro). À l'inverse, la banque qui interroge peut acheter l'euro-dollar à 1,1135 et le vendre à 1,1129. L'agent « coté » est toujours du mauvais côté, selon l'adage des cambistes, et comme le lecteur peut le constater lorsqu'il va acheter ses devises à l'aéroport. L'écart entre les deux cours est appelé « fourchette » ou *spread*. Imaginons maintenant que la banque soit elle-même interrogée par un client sur une opération de change comptant de 100 millions d'euros. La banque ne connaît pas le sens de l'opération, achat ou vente, et va donc coter le client final en élargissant la fourchette, proposant par exemple 1,10/1,12. Elle est ainsi certaine, si elle se couvre immédiatement sur le marché, de réaliser un profit. Si le client est un importateur américain qui a besoin d'acheter 10 millions d'euros, il les achètera à 1,12. Il s'agit là clairement d'une opération de commerce international, incluse dans les 3 % ! Mais la banque, qui vient de vendre 10 millions d'euros à 1,12 doit maintenant... les acheter ! Elle peut se retourner sur le « marché » et demander à son tour une cotation. Si le « marché » n'a pas bougé, elle achètera 10 millions d'euros à 1,1135, réalisant un gain sur l'opération égal à 65 000 dollars. Mais qui vendra les 10 millions d'euros ? À coup sûr une banque, qui à son tour devra les acheter sur le marché des changes en interrogeant une autre banque, qui à son tour devra couvrir sa position en les achetant auprès d'une autre banque... le processus de couverture des positions ne s'interrompt que lorsqu'un exportateur américain s'adressera à une banque pour lui vendre... 10 millions d'euros. Si la position « commerciale » de la première banque a « tourné » 60 fois sur le marché des changes avant d'être couverte, il y aura finalement eu 2 opérations de commerce international pour 62 opérations sur le marché des changes, soit un ratio d'environ 3 %. En aucune manière, les opérations des banques sur le marché des changes ne peuvent être ici qualifiées de spéculatives. Elles ont permis à l'utilisateur final de se couvrir à l'instant désiré, en transférant sa position à une banque qui l'a à son tour transférée à une autre banque. Les professionnels du marché des changes nomment ce processus de manière familière « le jeu de la patate chaude ».

Supposons un instant que ces opérations soient interdites. L'importateur américain devrait alors chercher un exportateur non européen qui, au même moment et pour un montant identique, aurait besoin de céder 10 millions d'euros. Il n'y a que sur les graphiques représentant le marché des changes que l'importateur rencontre ainsi l'exportateur... pas dans la vie réelle.